

ВН

**ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА**

№10 ОКТЯБРЬ 2020

Чем сложнее, тем
интересней

Интервью
с Алексеем Кузнецовым

СРО: два в одном

Интервью
с Алексеем Тимофеевым

Россия в домике

Фокус на ПФИ

ПРОЛЕГОМЭНЫ



Содержание

№10, ОКТЯБРЬ 2020



ТЕМА НОМЕРА: ЧЕМ СЛОЖНЕЕ, ТЕМ ИНТЕРЕСНЕЙ

Чем сложнее, тем интересней

Алексей Кузнецов, председатель совета директоров ООО «БК РЕГИОН», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, почему мартовская пауза на рынке облигаций сменялась серьезной активностью, а потом — следующей паузой; объясняет, на каких слухах покупают, а на каких фактах продают; а также констатирует, что в головах большинства профессиональных участников российского фондового рынка сейчас продолжает быть актуальной идея о возможном повышении ключевой ставки.

4

НОВОСТИ

3 Банк России разработал концепцию ИИС-3

Банк России опубликовал на своем сайте документ под названием «Концепция совершенствования механизма индивидуального инвестиционного счета для стимулирования долгосрочных инвестиций в Российской Федерации».

ТЕМА НОМЕРА: ЧЕМ СЛОЖНЕЕ, ТЕМ ИНТЕРЕСНЕЙ

20 Россия в домике

Национальная ассоциация участников фондового рынка 13 октября провела в формате онлайн аналитическую сессию «Экономика и рынки. Сценарии 2020-2021».

36 Фокус на ПФИ

6 октября состоялась конференция, посвященная актуальным вопросам рынка структурных продуктов. Ее по традиции совместно проводят НАУФОР и Московская биржа.

КНИЖНАЯ ПОЛКА

56 Пролегомены

На презентации книги «История фондового рынка. Опыты регулирования. ФКЦБ и ФСФР. Персональные дела и деяния» Олег Вьюгин спокойно констатировал: задуманное примерно четверть века назад исполнилось. Причем реализовались задумки достаточно полно.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

62 Затишье перед выборами

Котировки российских акций и еврооблигаций заметно снизились в октябре под действием ряда неблагоприятных факторов. Индекс РТС упал за месяц на 9,5% — до 1066,6 пункта, а снижение индекса МосБиржи составило 7,4% (к закрытию торгов 30 октября индикатор опустился до 2690,59 пункта). Котировки российских акций и еврооблигаций заметно снизились в октябре под действием ряда неблагоприятных факторов. Индекс РТС упал за месяц на 9,5% — до 1066,6 пункта, а снижение индекса МосБиржи составило 7,4% (к закрытию торгов 30 октября индикатор опустился до 2690,59 пункта).



ТЕМА НОМЕРА: ЧЕМ СЛОЖНЕЕ, ТЕМ ИНТЕРЕСНЕЙ

СРО: два в одном

Алексей Тимофеев, президент Национальной ассоциации участников фондового рынка, объясняет Ирине Слюсаревой, почему отсутствие четкого разграничения полномочий между саморегулируемой организацией и регулятором — это скорее хорошо; и объясняет причины, по которым саморегулирование востребовано со стороны самой инвестиционной индустрии.

12



Чем сложнее, тем интересней

Главное интервью номера — с председателем совета директоров ООО «БК Регион» Алексеем Кузнецовым — уже довольно давно опубликовано на сайте НАУФОР, а вот в печатном виде оно выходит к читателю с определенным временным лагом. Так получилось не специально, а потому, что в редакции работают живые люди (могут же они, скажем, болеть — скорее да, чем нет). Но по факту так получилось, пожалуй, даже лучше. Потому что в такой подаче стали более отчетливо видны достоинства самого жанра: вот такого развернутого портрета профессионала на фоне рынка, фишки нашего журнала.

Новости важны. Но тренды важнее! Ведь тренд и суммирует новости, и даже сам их отчасти создает. Брокерская компания «Регион» — серьезный игрок на отечественном рынке бондов, так что внимательный читатель почерпнет из интервью первого лица много информации и поводов подумать.

Анализируем тренды, остаемся в них.

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 редирайна **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.

Банк России разработал концепцию ИИС-3

Банк России опубликовал на своем сайте документ под названием «Концепция совершенствования механизма индивидуального инвестиционного счета для стимулирования долгосрочных инвестиций в Российской Федерации»

Концепция предлагает к обсуждению возможность введения нового типа индивидуального инвестиционного счета — в дополнение к линейке существующих ИИС I и II типа.

Внедрение ИИС, законодательство о появлении которых было подписано в 2013 году, имело целью стимулирование притока инвестиций физических лиц на фондовый рынок с помощью налоговых стимулов. «Это очень важное и своевременное решение для российского финансового рынка, поскольку оно нацелено на укрепление внутренней инвестиционной базы и стимулирование интереса граждан к операциям на фондовом рынке. Мы рассчитываем, что серьезное влияние на рынок ценных бумаг станет заметным на временном промежутке до пяти лет», — рассказывал в декабре 2013 года агентству «Интерфакс-АФИ» глава НАУФОР Алексей Тимофеев. НАУФОР была ключевым инициатором появления на российском рынке ИИС.

Инструмент развивается. К настоящему времени в России ИИС открыты почти у 2% населения; по состоянию на 01.07.2020 на них размещено более 246 млрд рублей; количество счетов — 2,4 млн. (Для сравнения, на банковских депозитах по состоянию на

ту же дату размещено 32 трлн рублей). Теперь, для более полной реализации возможностей инструмента Банк России предлагает, через введение ИИС нового типа, поощрение именно долгосрочного инвестирования — на 10 лет и более.

ИИС типа III, в соответствии с Концепцией, имеет следующие особенности.

1. Минимальный срок инвестирования, дающий право на получение налогового вычета, на уровне 10 лет.
2. Предлагается допускать открытие ИИС типа III одновременно с ИИС типа I или типа II.
3. Предлагается предоставление комбинированного инвестиционного налогового вычета по НДФЛ (совмещение налогового вычета на взносы с налоговым вычетом на полученный доход при осуществлении целевого расходования средств с ИИС типа III).
4. Предложено не вводить ограничение по объемам ежегодно вносимых средств.
5. Предлагается в зависимости от срока инвестирования вводить ограничения доли высококорисковых инвестиций.

НАУФОР поддерживает инициативу регулятора. В июне этого года она провела круглый стол, на

котором обсуждалась и сама идея создания ИИС нового типа (см.: *Достраивание полосы. — Вестник НАУФОР, 2020, № 7-8*), и отдельные ее аспекты. Участники обсуждения говорили о том, что ИИС 3 типа должен быть, скорее всего, инвестиционным продуктом, который при определенных условиях (покупки аннуитета при достижении пенсионного возраста) может стать пенсионным. При этом открытие ИИС III типа не должно исключать возможности открытия ИИС I или II типа. Таким образом, каждый гражданин должен иметь возможность открыть ИИС I или II типа, а параллельно также возможность открыть ИИС III типа, который предполагает самостоятельную уплату взносов. Было отмечено, что в связи с этим для ИИС-3 гораздо более важными, чем для ИИС первого и второго типа, являются вопросы наследования средств (в настоящее время вопросы наследования средств, находящихся на ИИС I и II типа, подчиняются общим правилам наследования и не сохраняют налоговую льготу).

Кроме того, обсуждались темы расходования средств инвестиционного счета на жизненно важные цели, возможности частичного досрочного изъятия средств и другие. □



Алексей Кузнецов
председатель совета директоров
ООО «БК РЕГИОН»

Чем сложнее, тем интересней

ПАНДЕМИЯ КОРОНОВИРУСА ПОВЛИЯЛА НА ОТЕЧЕСТВЕННЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ПАРАДОКСАЛЬНЫМ ОБРАЗОМ: ПОСЛЕ ПАУЗЫ ПОСЛЕДОВАЛА ЧЕРЕДА СДЕЛОК И РЕКОРДОВ

Алексей Кузнецов, председатель совета директоров ООО «БК РЕГИОН», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, почему мартовская пауза на рынке облигаций сменилась серьезной активностью, а потом — следующей паузой; объясняет, на каких слухах покупают, а на каких фактах продают; а также констатирует, что в головах большинства профессиональных участников российского фондового рынка сейчас продолжает быть актуальной идея о возможном повышении ключевой ставки.

Фотографии Павел Перов

— Алексей, сначала хотелось бы задать несколько вопросов о локальном рынке вообще. Как вы оцениваете нынешнее состояние российского рынка облигаций: каковы основные тренды, что происходит с объемами долговых заимствований и с их количеством, какие инструменты лидируют?

— Как мы все хорошо знаем, оценка объема жидкости в стакане — наполовину ли он полон или наполовину пуст — вещь субъективная. Можно начать наш разговор с утверждения, что сейчас финансовый рынок замер и ничего интересного там не происходит. А можно сказать по-другому: да, сейчас рынок действительно находится в традиционной летней паузе, но перед этим он бурлил и ставил рекорды. (Прим.ред. — Интервью взято в августе). Это касается объемов торгов и ОФЗ, и корпоративными, и субфедеральными облигациями. БК Регион в 2020 году принимала активное участие в сделках во всех названных сегментах.

Весь объем российского рынка облигаций составляет сейчас порядка 25 трлн рублей. Из них более 10 млрд — ОФЗ, причем по сравнению с прошлым годом объем этого сегмента вырос на 12,5%. Объем корпоративных облигаций (более 14 трлн рублей) вырос с прошлого года на 6%, а субфедеральных бумаг (около 700 млрд рублей) — на 10,5%.

Так что — везде рекорды. Просто путь к ним не был ровным. Начался 2020 год достаточно активно. Потом была пауза, связанная отчасти с пандемией, но и не только с ней. Еще одним существенным фактором замедления рынка был достаточно сильный рост доходностей ОФЗ. Падение цены самой длинной 26230-ой ОФЗ достигало 24%. Рынок долго не мог определиться, достигнуто ли дно, пришла уже пора покупать — или еще нет. И только во второй половине марта на фоне начавшегося снижения ставок на вторичном рынке самые смелые инвесторы начали покупать сильно просев-

шие бумаги. А потом началось ралли. Эмитенты захотели воспользоваться ростом спроса, а покупатели — образовавшейся просадкой для заполнения портфеля. Инвестиционный бум продлился до конца мая и позволил преодолеть ценовые рекорды февраля.

Ожидание июньского заседания ЦБР и снижения на нем ключевой ставки долго толкало рынки вверх, но после принятого решения реального летнего ралли не случилось. Так бывает. Согласно известной поговорке, покупай на слухах (в нашем случае — на ожиданиях снижения ключевой став-

на длинном конце кривой. Покупать в такой ситуации длинные бумаги инвесторы не захотели. Характеризуя текущее состояние, можно сказать, что после бурного роста при больших объемах размещений рынок взял передышку. Август на рынке долговых обязательств довольно часто проходит спокойно.

— Почему ставки стали повышаться?

— Вот смотрите: сейчас кривая доходности ОФЗ корректируется вверх, а объемы сделок как на первичном, так и вторичном рынке во всех его сегментах существенно снизились. Почему так

возможны санкции за Северный поток или еще что-то, обострение американо-китайских отношений, очередные волны пандемии — все эти факторы приводят к низкому спросу и росту доходностей.

— Может ли что-то поменяться?

— Вполне. Например, Минфин может заявить, что в связи с достаточно высокими ценами на нефть бюджет может быть сбалансирован и при меньших заимствованиях на рынке ОФЗ. Или выйдет на рынок с еврооблигациями. Сезон отпусков в Европе — не лучшее время для таких размещений. Но если Минфин сделает это осенью и разместит еврооблигации на 5-10 млрд евро, то размещать большие объемы ОФЗ уже не придется. Рынок не будет ощущать навеса на первичном рынке, а спрос на вторичном рынке возрастет.

Словом, возможны варианты.

— А как ведут себя отечественные эмитенты: каковы их активность, становится ли их больше на локальном рынке?

— Количество эмитентов на отечественном рынке скорее уменьшается. Но присутствующие первоклассные эмитенты наращивают активность. Стандартный лот, с которым выходит на размещение качественный российский эмитент первого-второго эшелона, составляет сейчас примерно от 10 до 25 млрд рублей. Эмитент может размещать несколько таких траншей. В частности, в текущем году многие качественные заемщики выходили на первичный рынок по несколько раз.

Размещений эмитентов третьего эшелона немного, доля инструментов класса high yield на российском рынке — меньше 1 процента. В общем, основные объемы размещений делают крупные эмитенты высокого кредитного качества. Количество частных банков за последние несколько лет существенно сократилось, многие кор-

ки), а продавай на фактах. Несмотря на то, что ключевую ставку Банк России снизил, началось сползание нашего облигационного рынка. У инвесторов стали заканчиваться деньги, а эмитенты смотрели на размещения, прошедшие ранее, и пытались разместиться по рекордно низким майским ставкам.

Многие ожидали продолжения снижения ставок на рынке облигаций после июльского заседания ЦБР, но по факту его не случилось. Итоги заседания Банка России 24 июля внесли еще больше неопределенности по поводу дальнейшего движения ставок вторичного рынка. Многих озадачила фраза главы ЦБР о нейтральной ставке «не ниже 5%». Инвестиционное сообщество восприняло ее как возможное начало поднятия нашей КС на горизонте года — полутора, что привело бы к росту ставок ОФЗ, особенно

происходит? Главной причиной стало то, что Минфин объявил о планах рекордных объемов заимствований и возможном повышении ставок на горизонте 1-2 лет. Иностранные инвесторы, одни из главных покупателей российского госдолга, хорошо заработали на снижении ставок. Основное движение уже произошло, пока они взяли паузу. Если тренд изменится, то они могут покупки прекратить или начать активно продавать. Сейчас доля иностранцев на рынке ОФЗ превышает 30% и если они перестанут инвестировать в эти бумаги, то Минфину будет сложнее размещать анонсированные новые большие объемы. Очевидно, для стимуляции размещения Минфину придется давать рынку премию или временно делать паузы в размещениях. Август — традиционное время не только отпусков... Да и в мире неспокойно. События в Белоруссии, воз-

Стандартный лот, с которым выходит на размещение качественный российский эмитент первого-второго эшелона, составляет сейчас примерно от 10 до 25 млрд рублей. Эмитент может размещать несколько таких траншей.



порации не хотят брать на себя облигационные риски, получать рейтинги, листинговаться, предпочитая финансироваться у коммерческих банков.

— А появляются ли новые виды инструментов: допустим, «зеленые» облигации, о которых так много разговоров сейчас?

— Первые в мире «зеленые» облигации были размещены не так давно, в 2007 году, но в последние годы рынок этих ценных бумаг быстро набирает обороты. За 12 лет общий объем выпущенных в мире «зеленых» облигаций составил порядка 780 млрд долларов, из которых более 55% были реализованы в 2018-2019 годах. В этом году ожидается рост размещения «зеленых» облигаций до 350 млрд долларов, на середину августа их уже реализовано на общую сумму 116,6 млрд долларов.

История «зеленых» облигаций в России началась в декабре 2018 года, когда был размещен дебютный выпуск таких ценных бумаг в объеме 1,1 млрд руб. На текущий момент на внутреннем долговом рынке было размещено всего 4 выпуска на общую сумму 7,45 млрд рублей, а также один выпуск еврооблигаций РЖД на 500 млн евро, размещение второго выпуска, которое планировалось в феврале текущего года, было отложено из-за пандемии коронавируса.

Тема защиты окружающей среды стала довольно популярной и востребованной во всем мире, но есть и нерешенные вопросы. Так, если посмотреть с точки зрения инвестора, то для появления у него желания купить «зеленую» облигацию необходимо, чтобы она предлагала доходность более высокую, чем у обычных облигаций (или сопоставимую). Либо у инвесторов должны быть какие-либо предпочтения, например, налоговые льготы на доход от «зеленых» облигаций — как это происходит во многих странах. При этом следует

помнить, что у «зеленой» облигации расходная часть для эмитента выше, чем при обычном выпуске. Либо кто-то должен спонсировать «зеленый» выпуск. Воздействовать можно двумя методами: кнутом либо пряником. Источником «пряников», кроме налоговых льгот для инвесторов, как я уже отметил ранее, также может стать «спонсирование» государством выплаты части купонного дохода по

на изменения. Думаю, что именно благодаря этим качествам за время пандемии мы неплохо продвинулись. За 2 месяца БК «Регион» в качестве организатора размещения выступил в 24 займах 18-ти эмитентов на сумму более 237 млрд рублей. Это очень и очень неплохо. В начале апреля мы провели знаковую сделку — стали организатором размещения пятилетних биржевых облигаций АО «МХК

Тема защиты окружающей среды стала довольно популярной и востребованной во всем мире, но есть и нерешенные вопросы. Так, если посмотреть с точки зрения инвестора, то для появления у него желания купить «зеленую» облигацию необходимо, чтобы она предлагала доходность более высокую, чем у обычных облигаций (или сопоставимую).

«зеленым». Методом «кнута» может действовать регулятор, вводя определенные законодательные требования к размещению, допустим, пенсионных средств или части банковских активов. В то же время пряник всегда лучше кнута, это очевидно. И нужно активнее перенимать зарубежный опыт.

— А как на обсуждаемом периоде времени развивался бизнес вашего направления?

— Как ни странно, пик нашей активности пришелся на апрель – май этого года. Пришлось перестраивать некоторые процессы, решать вопросы дистанционно, создавать специальные чаты и проводить внутренние совещания, используя удаленные средства связи. Аналитики просто «заваливают» различной информацией, делают это с небольшим перерывом на ночь. Мы научились работать по-новому, «Регион» — гибкая рыночная компания, умеющая быстро реагировать

«ЕвроХим». Книга заявок инвесторов на этот выпуск была сформирована 13 апреля 2020 года. Спрос превысил 36 млрд рублей. Высокое кредитное качество эмитента и доверие к его бумагам со стороны инвесторов позволили увеличить объем заимствования и снизить его стоимость. Объем размещения был увеличен существенно, начальное предложение предлагалось в объеме 10 млрд рублей. Но, видя гигантский спрос, его увеличили до 25 млрд рублей, а ставка первого купона была снижена на 20 базисных пунктов с первоначального уровня и установлена в размере 8,05% годовых. Если говорить о доходности, то в тот момент на рынке отсутствовало понимание, много это или мало, был определенный риск.

Знаковой я называю эту сделку потому, что, по сути, она обозначила восстановление активности первичного рынка корпоративных облигаций,



после вынужденной паузы, которую спровоцировала пандемия коронавируса. К тому же БК «Регион» стал единственным организатором такого крупного размещения — подобное случается редко.

— По каким же причинам вы стали единственным организатором?

— Эмитент имел причины доверять нашей компании — мы работали с ним и раньше. Кроме того, на российском рынке рублевых облигаций принята практика, что эмитент требует гарантий от организатора. У нас как организатора на тот момент было понимание, что такие гарантии мы можем дать. Мы общаемся с инвестора-

ми, понимаем их аппетиты. Гарантии организатора выпуска — стандартная ситуация. Хотя конкретные показатели в каждой сделке — ставка и объем размещения — могут меняться в зависимости от состояния рынка.

БК «Регион» имеет хорошую сбалансированную команду. Наш трейдинг хорошо чувствует рынок, активно торгует на нем, используя в арсенале двусторонние котировки из собственного портфеля, команда сейлзов совместно с DCM занимается первичным рынком, аналитическое подразделение делает свою часть работы. Наша совместная работа и клиентский подход дают хороший ре-

зультат. Рейтинги и награды НАУФОР, SBonds и Московской биржи тому свидетельство.

Переход на удаленный доступ, спровоцированный пандемией, интенсивной работе не помешал. Перестроились мы, как уже сказано, быстро. И даже стали обнаруживать в удаленном формате новые возможности.

— И, как можно судить, сделки тоже заключались более интенсивно, чем обычно?

— Да, славная была работа. Мы стартовали чуть раньше других, но немного погодя к нам подтянулись и другие игроки. Каждую неделю на российском рынке облигаций размещалось по несколько выпусков. Как уже сказано,



наступило время рекордов. Не только для организаторов первичных выпусков, но и для всего инвестиционного сообщества.

Отчасти поэтому сейчас и царит штиль: участники, что называется, «наелись». Всем хочется немного отдышаться после большого роста и определиться с дальнейшими шагами.

Хотел бы вспомнить и знаковые сделки 2019 года: мы были одним из организаторов трех выпусков облигаций для компании «Русал» на 45 млрд рублей. Это было непросто, поскольку компания, как известно, находилась под санкциями. «Нашим» был и выход на российский рынок белорусской компании

«Евроторг», впоследствии получивший награду «Дебют года». Сделка готовилась полгода и мне хорошо запомнилась. Сделки такого плана — сложные, рискованные, но они же самые интересные. Результат там не всегда можно спрогнозировать. Там нет обычной рутины, непонятна реакция инвесторов, нужна большая предварительная работа, в том числе прemarketing — в общем, это каждый раз серьезный вызов. И если удастся достойно его отработать — получаешь удовлетворение. Чем сложнее задача, тем интереснее работать. Драйв мобилизует и делает жизнь ярче.

В целом с начала 2019 года Брокерская компания «Регион» в ка-

честве организатора приняла участие в 95 облигационных займах на общую сумму 405 млрд рублей. По итогам 5-ти месяцев 2020 года мы заняли 2-е место в рейтинге организаторов облигационных рублевых займов (без учета собственных выпусков) по версии информационного агентства CBonds. Кстати, заслуживает внимания тот факт, что наиболее интересные сделки прошлого года и года текущего не пересекались. Приходят новые эмитенты, возникают новые рыночные ситуации.

— При этом за организацию выпусков для средних российских компаний вы не беретесь?

— Во-первых, средний бизнес сам не очень активен на рынке облигаций. Во-вторых, мы очень щепетильны в оценках кредитного качества эмитентов, его рейтингов. Мы не делаем бизнес с компаниями сомнительного кредитного качества. Наша целевая группа — в значительной степени институциональные инвесторы и крупные предприятия. Пенсионные фонды, управляющие компании, крупные и средние банки. Есть, конечно, также инвесторы-физлица. Они представлены разными категория-

Если в данный момент доходнее депозит, то вкладывают туда; если доходнее облигации, то приобретают облигации, постоянно сравнивая доходности. Мы работаем со средними и крупными российскими компаниями, а вот с эмитентами high yield облигаций пока не планируем работать.

ми. Есть категория инвесторов-физлиц, которые любят высокодоходные облигации, но это в целом не наш круг. Нам существенно ближе другая категория: люди, которые имеют банковские депозиты и покупают банковские же облигации (главным образом, крупных и надежных банков первого ряда), причем их аппетит к инвестированию в тот или другой вид активов плотно связан с доходностью этого актива в моменте. Если в данный момент доходнее депозит, то вкладывают туда; если доходнее облигации, то приобретают облигации, постоянно сравнивая доходности. Мы работаем со средними и крупными российскими компаниями, а вот с эмитентами high yield облигаций пока не планируем работать.

— Какую информационную и аналитическую поддержку вы предлагаете инвесторам?

— Мы выпускаем мониторинг первичного рынка облигаций, достаточно тща-

тельно отслеживаем все размещения, их значимые параметры. Конечно, постоянно присутствует аналитика в формате аналитических обзоров по долговому рынку. Кроме того, помогаем эмитентам в организации регулярных встреч с потенциальными инвесторами (как правило, крупными), обычно в формате делового завтрака. Выступают аналитики, представители эмитента, сотрудники компании — организатора выпуска, излагают свои соображения. Обсуждается отчетность компании, ее перспективы

и так далее. Другим форматом является организация встречи эмитента с крупными потенциальными покупателями tête-à-tête.

Что касается поддержки эмитента, то тут главные параметры — время выхода на рынок и ставка. Кроме того, очень важно определить правильный способ размещения, объем выпуска, а также обеспечить тщательную техническую подготовку. Еще один существенный параметр — широкая клиентская база. Любому эмитенту важно и нужно увидеть, что лимиты на него открыло максимально возможное количество инвесторов: это дает ему шанс в будущем снизить ставки, получить при будущих размещениях понятных инвесторов. Чем клиентская база шире, тем проще всем участникам сделки: и инвесторам, и эмитенту, и организатору. Между ними идет активное обсуждение, достигается консенсус по широкому кругу вопросов.

— Как маркет-мейкер БК «Регион» тоже работает?

— Как маркет-мейкер мы сейчас поддерживаем двухсторонние котировки по 11 облигационным выпускам 9-ти эмитентов. А всего были маркет-мейкером у 19-ти эмитентов. Как правило, работаем по трехстороннему договору: между эмитентом, организатором выпуска и биржей. Биржа в этом процессе осуществляет и определенные функции контроля за рядом параметров.

Это создает и поддерживает ликвидность рынка, поддерживает рыночный баланс, позволяет лучше чувствовать эмитента.

— Все ли вас устраивает в отечественной инфраструктуре рынка ценных бумаг? Во взаимодействии с Московской Биржей, с рейтинговыми агентствами?

— Совершенству, как известно, нет предела. За последнее время происходили достаточно большие положительные изменения. В целом нынешнее положение вещей нас вполне устраивает. ■

Интервью состоялось в августе 2020 года.



Алексей Тимофеев

президент Национальной ассоциации участников
фондового рынка

СРО: ДВА В ОДНОМ

НАУФОР входит в систему взаимодействия фондовой индустрии и регулятора — и как лоббист, и как саморегулируемая организация

Алексей Тимофеев, президент Национальной ассоциации участников фондового рынка, объясняет Ирине Слюсаревой, почему отсутствие четкого разграничения полномочий между саморегулируемой организацией и регулятором — это скорее хорошо; и объясняет причины, по которым саморегулирование востребовано со стороны самой инвестиционной индустрии.

Фотографии Павел Перов

— Алексей, вы возглавляете Национальную ассоциацию участников фондового рынка пятнадцать лет. Как за это время изменилась организация?

— Изменения, которые произошли в НАУФОР, было бы, пожалуй, более правильно оценивать со стороны. Вместе с тем, можно утверждать, что Ассоциация встроилась в систему взаимодействия индустрии и регулятора и является ее важной частью: и как лоббист — адвокат индустрии, и как саморегулируемая организация. Вообще, говорить об Ассоциации нужно, имея в виду эти две ее ипостаси.

Мало какие проблемы индустрии решаются без участия НАУФОР как лоббиста, касается ли это запросов мнения государственных органов, оценки их предложений, либо подготовки собственных предложений о развитии рынка. В качестве лоббиста НАУФОР обязана находить наиболее общую для всей индустрии точку зрения по всем вопросам, выбирать наиболее

важное для развития каждой индустрии, а также то, что даст максимальный эффект для развития всех вместе. Как саморегулируемая организация НАУФОР развивается, постепенно определяя границы между регулированием и надзором со стороны Банка России — и собственным регулированием и надзором. Эти границы зависят как от Банка России и его готовности делегировать свои полномочия СРО, так и от готовности взять на себя регулирование и надзор самой СРО.

— Хорошо. Тогда вопрос о функции саморегулирования. Каков формат деятельности НАУФОР в качестве СРО? Какие функции выполняет Ассоциация в этой своей ипостаси?

— Как саморегулируемая организация НАУФОР действует в соответствии с профильным законом — ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка». Этот закон не делает в сфере регулирования и надзора четкого раз-

граничения полномочий между саморегулируемой организацией и Банком России.

Это скорее хорошо, чем плохо, поскольку означает, что такая граница определяется в каждом отдельном случае Банком России и СРО. И здесь важна мотивация всех участников регулятивного процесса. Со стороны СРО и индустрии мотивом саморегулирования является принцип «лучше СРО, чем Банк России», со стороны Банка России — готовность разделить ответственность с СРО за регулирование и надзор в тех вопросах, где это

полномочий Банка России саморегулируемым организациям. В этом я вижу основное предназначение базовых стандартов, хотя в свое время они появились как инструмент, исключающий регуляторный арбитраж в случае, если в индустрии создано несколько СРО. Понятно, что помимо базовых — совместных для Банка России и СРО, общих для всех СРО базовых стандартов — саморегулируемые организации принимают свои собственные, так называемые внутренние стандарты. Этими стандартами одна СРО может отличаться от другой и здесь возможен

что ли, характер. Здесь не следует видеть недостаток, поскольку таким более дружелюбным надзором СРО дополняет более строгий надзор Банка России за регулированием «на основе правил».

Смотрите, иногда СРО упрекают в том, что она не штрафует своих членов или накладывает на них лишь незначительное наказание. Тем не менее, в большинстве случаев мы исправляем нарушения, иными словами «не наказываем, но исправляем», а разве это не важно? Не сомневайтесь, однако, что в том случае, если член СРО будет отказываться исправить нарушение или его нарушение будет дискредитировать всю индустрию, то он заслужит более жесткое наказание. Эффективными являются такие регулятивные механизмы, которые опираются на согласие общества, а таковым и является договор о саморегулировании — согласие индустрии на саморегулирование основано на том, что этот надзор будет более дружелюбен, чем надзор Банка России. Меня могут упрекнуть, что я, таким образом, оправдываю конфликт интересов, заключенный в саморегулировании. Но я вовсе не отрицаю наличие такого конфликта интересов, а говорю о том, в каких формах он преодолевается.

— А что можно сказать относительно лоббистской функции?

— Вторая ипостась саморегулируемой организации — лоббистская. Здесь речь идет о самых разных формах представления интересов индустрии. НАУФОР является домом для трёх индустрий: для брокеров, управляющих инвестиционных фондов и специализированных депозитариев. Наша задача — находить для них как можно более общую точку зрения. Понятно, что как сообщество компаний конкретной индустрии СРО неизбежно будет центром экспертизы об этой ин-

уместно. Понятно, что граница между полномочиями довольно подвижна и изменяется в случае, если Банк России решает, что СРО плохо справляется со своими функциями и соответствующие вопросы лучше урегулировать самому. Риск такого решения, кстати, заставляет СРО действовать как можно более эффективно и является еще одним из мотивов саморегулирования.

Своего рода соглашениями о демаркации полномочий Банка России и СРО являются базовые стандарты, а комиссиями по демаркации — комитеты по базовым стандартам при Банке России, состоящие из его представителей и представителей индустрии. Базовые стандарты — уникальный инструмент совместного творчества Банка России и индустрии, регулирующий отношения в зоне ответственности СРО, таким образом, по сути — инструмент делегирования

регуляторный арбитраж. Важно только, чтобы такие внутренние стандарты не противоречили нормативным актам и базовым стандартам.

— Почему индустрия должна считать, что СРО лучше, чем Банк России?

— Во-первых, что касается регулирования, то регулирование СРО может носить более абстрактный характер, быть регулированием «на основе принципов», чем регулирование Банка России, от которого мы требуем большей юридической определенности. Это правильно, поскольку в целом регулирование на финансовом рынке постепенно мигрирует от регулирования «на основе правил» в сторону регулирования «на основе принципов». И лучше пусть это делает СРО, чем Банк России. Во-вторых, что касается надзора, то надзор со стороны СРО носит более дружелюбный, скорее консультативный, чем карательный,



дустрии и источником мнения по вопросам ее деятельности. Тем не менее, лоббистская функция не обязательно присуща СРО. Кроме того, для разных СРО характерно разное соотношение лоббистской функции и функции саморегулирования.

— Действующий сейчас формат саморегулирования определился в 2015 году, с тех пор прошло пять лет. Возможно, за это время выявились какие-то минусы?

— Минус в том, что российское законодательство допускает существование нескольких СРО в каждой индустрии, сохранив status quo, сложившийся на момент принятия закона о саморегулируемых организациях. Мы видим такую множественность в отношении и брокерской деятельности, и индустрии НПФов, и (еще большую) в отношении деятельности по инвестиционному консультированию; здесь максимально возможное количество СРО — их три. Но множественность и неизбежная конкуренция между СРО вредна. Те, кто считают иначе, скорее имеют в виду лоббистскую ипостась СРО. С этим я могу согласиться: лоббисты действительно могут и должны конкурировать, их может быть много, столько, сколько существует групп влияния, сколько может себе позволить индустрия. А вот саморегулируемых организаций много быть не должно, поскольку не должно быть конкуренции между регуляторами. Здесь конкуренция создает обратный эффект, заставляя караван идти со скоростью самого медленного верблюда. В крайней форме СРО может начать торговать своим статусом, имитируя, но не осуществляя саморегулирование, представляя тем самым ценность для тех, кто стремится избежать дополнительного регулирования и надзора. Мое личное мнение заключается в том, что именно это и является в настоящий момент

ограничением для развития саморегулирования на финансовом рынке.

— Почему на банковском рынке нет саморегулирования?

— Все или почти все российские банки являются членами одной из двух действующих на банковском рынке ассоциаций, которые в какой-то степени являются СРО. Объясню. Закон о саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка закрепил очень жесткую, довольно редкую, по правде сказать, модель саморегулирования.

Отношения СРО с регулятором равно такие, какими должны быть. У всех участников процесса очень высокая степень доверия и взаимодействия друг с другом. Возникают споры и разногласия, это совершенно нормально и ни в коем случае не означает наличия системных ошибок во взаимодействии.

Такая действует в США, в Японии, еще в паре-тройке стран, где, как в России, предусмотрено обязательное членство в СРО. Добровольными СРО тоже могут быть; во многих странах они добровольны. К моменту принятия закона традиция саморегулирования на отечественном фондовом рынке существовала; имело место и согласие индустрии с ней. Саморегулирование даже было в течение некоторого времени обязательным. А на банковском рынке такой традиции не было. Я уже говорил, что для того, чтобы регулятивные механизмы работали, они должны опираться на общественное согласие. Надо отдать должное Банку России, который призвал банковскую индустрию к саморегулированию по жесткой модели и не получив поддержки, скорее всего, отказался от этого. Понятно и то, что тем самым банковская индустрия согласилась с тем, что все регулирование и весь надзор за ней будет осуществляться

Банком России, не видя преимуществ в осуществлении части этих функций через СРО.

— Кажется ли вам, что формат взаимоотношений между регулятором и СРО на финансовом рынке будет меняться?

— Мне кажется, что отношения СРО с регулятором равно такие, какими должны быть. У всех участников процесса очень высокая степень доверия и взаимодействия друг с другом. Возникают споры и разногласия, это совершенно нормально и ни в коем

случае не означает наличия системных ошибок во взаимодействии. Это просто разные точки зрения на регулирование, на развитие рынка — и в подавляющем числе случаев мы находим общую точку зрения. Хочу сказать, что Банк России демонстрирует очень высокую готовность к развитию рынка и, как мне кажется, согласен с тем, чтобы инициатором таких изменений была индустрия.

Нужно отметить, что регулятивная атмосфера постепенно меняется. Сейчас мы видим, что «регуляторная горячка» уходит. Регулятивный процесс становится все более дружелюбным. Основные изменения в нем таковы: это «заморозка» (по крайней мере некоторых) инициатив; это много инициатив по дерегулированию (в том числе, в рамках «регуляторной гильотины», но не только); это консультативные доклады для обсуждения концепций изменений в регулировании; это все более длительные сроки



вступления нормативных актов в силу. Это повышает качество нормотворчества и в целом — доверие к регулятору. Формирование новой регуляторной традиции отчасти можно считать результатом совместной работы СРО и Банка России.

— Являетесь ли вы принципиальным сторонником гибкого регулирования?

— И да, и нет. Потому что в каких-то случаях этот подход работает, а в каких-то нет. Я думаю, что нельзя обойтись без регулирования «на основе принципов». Другое дело, что одни институты приспособлены к этому больше, а другие — меньше.

Я говорил, что СРО лучше приспособлены к гибкому регулированию — просто потому, что им индустрия доверяет больше, поскольку они, СРО и есть эта индустрия. От государственных регуляторов мы всегда ждем большей юридической определенности, большей ясности. Мы боимся, что право на оценочные суждения со стороны государства обернется произволом. Это соображение, среди прочих, учитывалось в концепции саморегулирования на российском финансовом рынке, но я не могу сказать, что оно оправдалось. Мы видим, что ЦБ не отказался от концепции мотивированного суждения

и она обнаруживается то там, то здесь в самых разных юридических формах. Это, во-первых.

Во-вторых, Банк России — исключительно сильный регулятор, так что пренебречь его мнением финансовая организация не может, даже если оно не является мотивированным суждением.

В-третьих, саморегулируемые организации пока развиваются. Они еще не создали нужного объема нормативного регулирования, «основанного на принципах», и практики его применения. Повторюсь, переход к регулированию «на основе принципов»



во все большем объеме неизбежен и необходим. И, вероятно, именно Банк России будет его источником в ближайшее время.

— Мегарегулятор работает на очень широком поле и с множеством задач, а у конкретной индустрии периодически возникают проблемы, которые могут быть не видны через широкую оптику, как быть с этим?
— Способность фокусироваться на проблемах одного рыночного сегмента, вплоть до мелочей — задача СРО. Именно поэтому регулятивная пирамида, на вершине которой находится мегарегулятор, ответственный за весь финансовый сектор, опирается на СРО,

ответственные каждая за свою индустрию. Это позволяет преодолевать институциональный подход, устранять регуляторный арбитраж и не упускать вопросы, специфические для каждой индустрии.

— Каковы ближайшие планы НАУФОР в области законодательных инициатив?
— Наиболее важные планы обсуждались 10 сентября на встрече с председателем Банка России Эльвирой Набиуллиной. На встрече присутствовали наши коллеги из НФА, представители индустрии профучастников рынка ценных бумаг, управляющих компаний, инфраструктуры. В целом

же, та часть финансового сектора, за которую отвечаю я, пожинает плоды многолетних совместных усилий Банка России, Министерства финансов, Государственной Думы, НАУФОР. Это мы тоже хотели отметить на нашей встрече. По существу, это плоды одной из наиболее успешных реформ по привлечению розничного инвестора на фондовый рынок.

— Реформа получилась даже более грандиозной, чем задумывалось.

— Полагаю, что дальнейшие результаты будут еще более масштабными. Но да, до поры до времени, пока не сложились рыночные условия, она вызывала

разочарование и сомнения. Двухзначные ставки по депозитам долгие годы были аномалией российского финансово-го рынка, и эта аномалия подавляла развитие фондового рынка. Лишь со снижением ставок по банковским вкладам население обратило внимание на фондовый рынок — именно он во всем мире обеспечивает населению двухзначную доходность. В настоящем всё стало на свои места. Речь идет о преодолении исторической аномалии;

Российскому фондовому рынку нужны более долгосрочные инвестиции. ИИС первого и второго типа могут убедить людей инвестировать на срок до трех лет, но мы бы хотели рассчитывать на более долгосрочные инвестиции.

но не менее важно, что было создано множество налоговых и технических условий, которые позволили индустрии воспользоваться новыми рыночными условиями.

Индустрия развивается и мы предложили целый ряд инициатив, направленных на устранение тех диспропорций, которые обнаружились в ходе развития и которые, если их устранить, сделают такое развитие более гармоничным. Например, диспропорциями является отсутствие интереса инвесторов к ИИС второго типа, отсутствие розничных инвестиций сроком более 3–5 лет, меньший интерес к индустрии коллективных инвестиций, чем она того заслуживает, отсутствие специализированных инвестиционных советников, зависимость некредитных финансовых организаций от кредитных в привлечении инвесторов, отсутствие некоторых видов инструментов и так далее.

— Что касается индустрии коллективных инвестиций, то, возможно, дело в том, что у

ПИФов имеется недавний плохой трек?

— Нет, я с этим не согласен. ПИФы плохо продаются чисто технологически. Продажа на следующий день или даже через два дня после оплаты паев — анхронизм. Кроме того, паи нельзя покупать на брокерские ИИС и брокеры их не продают. Это надо исправлять.

— Есть предложения, помимо уже названных?

— Российскому фондовому рынку нужны более долгосрочные инвести-

ции. ИИС первого и второго типа могут убедить людей инвестировать на срок до трех лет, но мы бы хотели рассчитывать на более долгосрочные инвестиции. В связи с этим появилась концепция ИИС третьего типа: для того, чтобы убедить людей инвестировать на больший срок, он должен быть комбинацией достоинств ИИС первого и второго типа. Появление ИИС-3 могло бы сыграть очень важную роль и в оживлении деятельности негосударственных пенсионных фондов. Пусть и они будут открывать такие счета, пусть они окажутся в состоянии конкуренции, которой им недостает. Вообще же, рост значения институциональных инвесторов, на наш взгляд — главный фокус развития финансового рынка, а также и вопрос защиты розничных инвесторов. Именно розничные инвесторы начинают доминировать на рынке акций и там начинает не хватать профессионализма и рыночного поведения, которыми отличаются НПФ и управляющие компании ПИФ.

Что еще? Нужно отменить НДС или, по крайней мере, предоставить возможность упрощенного налогообложения для специализированных инвестиционных советников; это устранило последнее препятствие для формирования индустрии мелких советников. Нужно предоставить кредитным и некредитным финансовым организациям равные права по идентификации, в том числе возможность поручать ее проведение друг другу. Нужно устранить недостатки регулирования биржевых фондов прежде, чем будет либерализован доступ на отечественный рынок ETF. Мы дали конкретные предложения на этот счет.

В области инструментов нужно восстановить нейтральность налогообложения вкладов и облигаций, торгуемых на организованном рынке, утраченную в результате последних налоговых изменений. Нужно убрать препятствия для выпуска облигаций (в том числе валютных) на отечественном рынке нерезидентами, а для розничных инвесторов, инвестирующих на внутреннем рынке в валютные инструменты — налогообложение дохода в виде валютной переоценки.

Немало. ■

Россия в домике

НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА 13 ОКТЯБРЯ ПРОВЕЛА В ФОРМАТЕ ОНЛАЙН АНАЛИТИЧЕСКУЮ СЕССИЮ «ЭКОНОМИКА И РЫНКИ. СЦЕНАРИИ 2020-2021»

Фотографии Павел Перов

Участники: Ксения Юдаева (первый заместитель председателя Банка России), Наталья Акиндинова (директор института «Центр развития»), Максим Ачкасов (профессиональный инвестор), Ярослав Лисоволик (глава Sberbank Investment Research), Владимир Брагин (директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики УК «Альфа-Капитал»).

Модератор Олег Вьюгин.

Олег Вьюгин. Уважаемые зрители и участники, приветствую вас на сессии «Экономика и рынки», организованной НАУФОР.

Надеюсь, участники дискуссии не будут против, если дальше я буду обращаться к ним по именам — для простоты и скорости. Были некоторые предварительные вопросы, поступившие от аудитории, и я вижу, что большинство интересуется вопросами с краткосрочной перспективой. Но мне кажется, что мудро было бы не только ответить на краткосрочные вопросы и сделать небольшие прогнозы, а все-таки также подумать о будущем. Нарисовать представление о том, что мы получим после экономических

потрясений, связанных с пандемией, — через год и, может быть, через два года. Удлинить перспективу.

Надо сказать, что последствий много. Одно из существенно важных последствий для мировой экономики таково: центральные банки стали играть другую роль, несколько отличную от их уже ставшей традиционной роли, когда самым главным было таргетирование инфляции, а в фискальных действиях правительства центральные банки никак не участвовали. Считалось, что правительство обязано проводить структурные реформы и добиваться экономического роста без участия Центрального банка непосредственно в фискальной части этой деятельности. Теперь эта политика изменилась. Мне кажется, что это очень важное изменение, и я надеюсь, что мы его сегодня тоже попробуем обсудить. Для меня такие дискуссии — это способ получить дополнительные знания от уважаемых людей, которые профессионально занимаются в нашей стране вопросами экономики и финансовых рынков. Поэтому давайте приступим.

Думаю, что мы построим обсуждение следующим образом: есть некий круг вопросов, которые я заранее рассылал, но этот перечень — не догма.

НАУФОР

АНАЛИТИЧЕСКАЯ СЕССИЯ

ЭКОНОМИКА И РЫНКИ. СЦЕНАРИИ 2020-2021



КОНФЕРЕНЦИЯ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2020»

Попытаюсь начать наш разговор с того, что сформулирую первый вопрос, адресую его одному из участников, а потом можно будет обменяться мнениями. И так поедем дальше. Опять же, дискуссия свободная, но для того, чтобы ее запустить, я вначале, может быть, буду кому-то давать слово персонально.

Теперь первый вопрос. Каковы, ваш взгляд, итоги 2020 года и шансы на разумный экономический рост в 2021 году? Аудитория этим вопросом предварительно очень сильно интересовалась, — поэтому вначале мы должны поговорить об этом. Таким образом, если сформулировать вопрос совсем конкретно: как можно оценить итоги этого года и шансы на экономиче-

ский рост в 2021 году? И для России, и для глобальной экономики? Тем более что сейчас идет вторая волна вируса. К ней, правда, люди уже больше привыкли, но, тем не менее, она тоже настораживает и рынки, и экономистов относительно перспектив. Если присутствующие не против, то я адресую этот вопрос Наталье.

Наталья Акиндинова. Здравствуйте, уважаемые коллеги! Мы больше занимаемся Россией, чем другими странами, поэтому я в основном об этом и буду говорить. Сейчас мы уже находимся на том этапе, когда — как бы практически ни повернулась ситуация последних месяцев года — в целом мы все равно представляем, чем закончится 2020 год в плане масштабов па-

дения ВВП и других макроэкономических показателей. Тот прогноз, который был сделан без учета влияния второй волны пандемии (падение составит около 4% ВВП), остается в силе. Сейчас во многом общий темп падения определяется итогами, во-первых, падения ВВП во II квартале (минус 8%), во-вторых, темпами восстановления экономики в III квартале. Надо сказать, что в III квартале по большинству показателей было отыграно около 3/4 от объемов падения II квартала (по розничному товарообороту — больше, по услугам — меньше, по обработке — примерно 2/3 падения было отыграно). Хотя уже по итогам августа и, видимо, сентября мы будем наблюдать замедление и даже остановку восстановления.



А IV квартал, в принципе, может добавить к этой динамике не так много.

По такому сценарию (но без учета влияния второй волны пандемии) мы ожидали, что падение год к году в IV квартале 2020 года составит около минус 3%. Сейчас мы предполагаем некоторое ухудшение ситуации в связи с обострением эпидемической ситуации. В чем оно может выражаться? Мы, как и большинство экспертов, не ожидаем, что правительство России (как и других стран) пойдет на столь же жесткий локдаун, на который оно пошло в апреле-мае. Принимаемые меры будут ограничивать экономическую активность, но не блокировать ее полностью в ряде секторов. Поэтому мы предполага-

ем, что шок со стороны предложения, если таковой случится, будет как минимум в 2, а то и в 3 раза меньше, чем во II квартале. Соответственно, предохранительное (скажем так) поведение населения также будет проявляться в меньшей степени. Потому что, как сказал Олег Вячеславович, люди уже привыкли к кризису, адаптировались к этой ситуации. Поэтому мы ожидаем, что падение ВВП в III квартале, связанное с новой волной пандемии, не превысит примерно 1 п.п. в годовом выражении. Таким образом, масштабы спада в 2020 году почти не увеличатся (сравнительно с прогнозным сценарием).

Траектория восстановления в 2021 году тоже во многом уже определена тем эф-

фектом базы, который сложился по итогам 2020 года. Масштаб падения во II квартале и восстановления в III квартале во многом определяет траекторию 2021 года. Поэтому если ситуация с пандемией также ограничится одним-двумя месяцами ограничения экономической активности, а дальше вновь будет идти восстановление, то мы не видим причин существенно пересматривать оценку роста в 2021 году. Без учета кризиса мы ожидали, что в 2021 году будет примерно 3% восстановительного роста, с учетом второй волны ожидаем, что рост составит 2,5%. То есть, рамки для темпов роста ВВП достаточно жесткие.

Понятно, что для бизнеса и для населения ситуация выглядит более серьезно,

чем ситуация с темпами роста. Надо сказать, что бизнес в целом еще не справился с последствиями первой волны кризиса: есть и задолженности, есть и неполное восстановление масштабов деятельности, есть, собственно, и прекращение деятельности (мораторий на банкротство действует, но фактически в этом состоянии могут сейчас находиться многие). В этой ситуации новые накладываемые ограничения могут стать той соломинкой, которая переломит хребет верблюду. Потери в плане экономической активности конкретных бизнесов могут быть большими.

Также важный момент — динамика доходов населения и безработица. По статистике масштабы падения доходов населения во II квартале были существенно ниже масштабов снижения спроса (а также ниже, чем это следовало из опросных оценок — оценок поступлений НДФЛ, в частности). Но сейчас мы видим, что восстановление потребительского спроса достаточно быстро захлебнулось, продолжается рост безработицы на фоне того, что, казалось бы, экономика сильно восстанавливалась. Так что, скорее всего, быстрого отскока в динамике доходов населения не произойдет. То падение, которое произошло в 2020 году, не будет полностью отыграно в 2021 году. Отечественная экономика будет существовать в ситуации достаточно низкого потребительского спроса, и это будет, соответственно, ограничивать перспективы ее дальнейшего роста.

На этом пока прервусь.
Олег Вьюгин. Спасибо. У меня возникло ощущение, что не зря сейчас говорят о квадратном корне. Траектория восстановления российской экономики, если смотреть по месяцам или по кварталам, напоминает рисунок квадратного корня: сначала упали во время карантина, далее (когда ограничения сняли) началось оживление, далее оно достигло некоторого уровня, а потом остановилось. Некоторые индикаторы, например Oxford Economics, показывают, что остановка случилась где-то на уровне 86% (от 100% в марте). У меня в связи с этим вопрос к коллегам. Я знаю, что своя пози-

ция есть у Центрального банка (естественно, официальная), есть прогноз, который Центральный банк периодически делает. У коллег, которые занимаются макроэкономикой, тоже есть определенная точка зрения. Я бы вот хотел от вас услышать, что вы думаете — и относительно сказанного Натальей, и насчет квадратного корня?
Ярослав Лисоволик. Если можно, я начну. Даже проводятся опросы относительно траектории восстановления экономики и динамики мировой экономики, опрашиваются руководители ведущих компаний. За последние месяцы росла доля тех, кто считает, что сейчас налицо не V-образное (достаточно быстрое) восстановление, а скорее, что-то похожее на латинскую W.

На самом деле пока что, наверное, можно констатировать, что растет вероятность дополнительных всплесков негатива в мировой экономике. Может быть, это связано и со следующими раундами эпидемии (здесь есть своя неопределенность), но могут быть и другие факторы. Надо сказать, что текущий кризис уникален во многом, но, мне кажется, ключевая его особенность — это именно уникальный уровень неопределенности. Есть геополитические факторы неопределенности, которые начинают активизироваться как производные от кризиса и дальше уже самостоятельно влиять на экономику и рынки. Есть факторы неопределенности, связанные с неизвестностью относительно формата выхода из кризиса. В целом существует целый ряд факторов неопределенности, которые свидетельствуют о том, что траектория будет намного более сложной, чем V или W. Может быть, траектория обозначится как буква, которой еще не существует.

Олег Вьюгин. Новая буква в латинском алфавите.
Ярослав Лисоволик. Да.
Владимир Брагин. Можно я добавлю? Я немножко не согласен с Ярославом по поводу того, что уровень неопределенности уникален. В 2008 году, на мой взгляд, по ощущениям было очень похоже. Вроде шло по-другому, но в целом

тоже было непонятно — как все будет развиваться, каким образом экономики будут выходить из кризиса, какие факторы будут на это все влиять.

Вообще, этот кризис действительно отличается от того, что было, например, в 2014 году. Во-первых, по субъектам, получившим основной удар. Потому что в 2014 году (если брать только Россию) основной удар пришелся на население — за счет снижения его реальных доходов (там, по моему, в моменте были падения на 10%). Сейчас, если верить тому, что публикует Росстат, удар пришелся практически по всем направлениям — и по финансам компаний, и по безработице (в 2014 году сильного роста безработицы вообще не было). По факту, если смотреть и на российскую, и на глобальную экономику, то перед пандемией имела место ситуация занятости, близкой к полной. Заморозка деловой активности, по большому счету, привела к тому, что лавина избыточных занятостей была сорвана, скажем так. Фактически сейчас пропущен эффект рецессии, который мог бы последовать за всем этим. Это с одной стороны.

С другой стороны, понятно, что кризис такого типа имеет в большей степени структурную природу. Поменялась система предпочтений населения, структура потребления, какие-то компании проиграли, какие-то выиграли и так далее. Поэтому могу согласиться только с тем, что уровень неопределенности относительно того, как все будет восстанавливаться дальше, действительно достаточно серьезный. Потому что это все-таки не просто относительно локальный кризис, коснувшийся одной экономики или одного сектора (скажем, из-за цены нефти). Кризис масштабный, с одной стороны. С другой стороны, он не похож (пока, по крайней мере) на полноценную рецессию. Это не та ситуация, когда экономика сложилась под действием внутренних проблем, это ситуация именно внешнего мощного шока.

Дальше, конечно, интересно: если возникнет уже вторичная рецессия, то запустится цикл, когда одни проблемы в эко-

номике будут провоцировать новые. Вот это — основной риск следующего года. Но если считать, что имеет место стандартная ситуация выхода из циклического спада, то прогноз на следующий год получается довольно неплохой: даже просто из-за эффекта базы мы получим довольно неплохие результаты в целом по экономике.

Если вкратце, то так мы видим ситуацию сейчас.

Ярослав Лисоволик. Эффект базы наверняка будет играть роль. Но я боюсь, что есть целый ряд факторов, которые применительно к России начнут играть роль уже в следующем году. Если мы смотрим на перспективы российской экономики, то один из ключевых факторов — это бюджетная политика. Один из факторов, который надо учитывать на следующий год — это уровень расходов, как он меняется по отношению к текущему году. В этом плане достаточно значимое воздействие на экономический рост может оказать фактический выход из бюджетного стимула, который, судя по цифрам, уже начинает реализовываться в следующем году. То есть мы говорим о снижении расходов в объеме нескольких процентных пунктов ВВП в течение следующего года. Что, безусловно, может внести вклад в динамику экономического роста.

Максим Ачкасов. Олег Вячеславович, хотел бы немножко добавить к тому, что сказали коллеги относительно прогнозов на 2020 и 2021 год. Думаю, коллеги со мной согласятся, что изменения в денежно-кредитной политике центральных банков, а также начало агрессивных программ стимулирования экономики — все это начинает отражаться в экономике с лагом в 6–12 месяцев. То есть справедливо будет предположить, что на положительный рост российская экономика выйдет только, может быть, в I или во II квартале следующего года. На сегодняшний день среди управляющих западными фондами существует мнение, что рекордный заявленный пакет в объеме 15 трлн долларов на стимулирование экономики, по идее, должен сработать так, как об этом пишут

в учебниках по макроэкономике. Однако, как сказали коллеги — а я с ними соглашусь — рост не будет прямолинейным, он будет извилистым, с отскоками назад.

Олег Вьюгин. Насколько я понял мнение коллег, восстановление будет. Но совершенно непонятно, какую роль сыграют фискальные и монетарные стимулы, которые использовались для того, чтобы поддерживать экономическую динамику в период карантин. Я так понимаю, что монетарные стимулы никто не собирается быстро убирать (имею в виду низкие процентные ставки). Но касательно фискальных стимулов вопрос действительно возникает, фискальные стимулы не бесконечны.

Есть у Центрального банка оценка всех этих процессов? Хотя бы пару слов? **Ксения Юдаева.** Скажу несколько слов про прогноз. Должна сказать, что Банк России видит картину несколько более многомерную, чем здесь сейчас обсуждалась. Думаю, что все присутствующие знакомы с базовым прогнозом ЦБ, он был опубликован в июле и еще не учитывал фактические данные за первое полугодие. Если сосредоточиться только на ВВП, то его прогнозное падение составляет минус 4,5 — минус 5,5. Мы, в принципе, уже по фактическим итогам за II квартал думали, что можем скорректировать оценку несколько вверх, но сейчас посмотрим, как будет развиваться ситуация (сейчас как раз идет прогнозный раунд), каков может быть масштаб переоценки.

Что касается квадратного корня, то он хорошо виден на тех данных, которые мы публикуем. Данные об отраслевых финансовых потоках, данные по расчетам внутри платежной системы показывают, собственно, то, о чем Наташа уже сказала: сначала глубокое падение, потом во многих отраслях (не по всем, есть наиболее пострадавшие, но по большинству) в той или иной степени идет достаточно быстрый отскок, и потом — замедление дальнейшего роста, иногда с переходом в стагнацию.

Что мы видим на будущее? Если обращаться, скажем, к Основным направлениям денежно-кредитной политики, то в

будущем мы видим два основных фактора, которые могут влиять на реализацию различных сценариев. И в зависимости от их комбинаций ситуация может развиваться так или иначе. Как ни смешно, но эти два фактора — шоки со стороны спроса и шоки со стороны предложения. Собственно, коллеги в основном сейчас обсуждали шоки со стороны спроса, вероятность более затяжного (по той или иной причине) восстановления спроса. Например, конечно же, может поддерживаться осторожное поведение потребителей. Поэтому мы можем столкнуться с дополнительным замедлением спроса или слишком медленным восстановлением спроса. Это, конечно, дезинфляционный сценарий. Все наши сценарии рассматривают новый шок где-то в I квартале следующего года. Если он случится не в I квартале следующего года, а ближе к IV кварталу этого года, то, соответственно, можно просто перенести соответствующую динамику чуть-чуть вперед (понятно: любой сценарий — это условность). Это будет более дезинфляционный сценарий, который, может быть, потребует более мягкой политики, — или денежно-кредитной, или фискальной. Какой именно, это вопрос эффективности той или иной политики в тех или иных случаях.

Я бы сказала все-таки, что монетарная политика в период локдауна не сказать, чтобы была очень сильно эффективна. Потому что снижением ставки мы не простимулируем людей больше ходить по ресторанам (условно), если они считают, что это опасно. Или тем более, если рестораны закрыты. Но мы можем с помощью фискальной политики повысить людям доходы за счет каких-то прямых платежей, и они могут потратить эти средства на что-то еще, помимо ресторанов. Конечно же, некоторое стандартное влияние на спрос с той или другой стороны существует. Последствия более жесткой фискальной политики могут быть смягчены, при прочих равных, более мягкой монетарной политикой и так далее. При прочих равных — в данном случае важное утверждение, и тем не менее.

Но мы также рассматриваем и сценарии с большими шоками предложения — они связаны, например, с тем, что медицинские меры, которые сейчас вводятся, повышают издержки и снижают объемы производства. Если будут нарастать барьеры для передвижения товаров (либо в связи с сохранением локдауна, либо в связи с изменением предпочтений, либо в связи с торговыми войнами — о которых здесь не говорили), то шоки предложения могут ограничивать уже и уровень потенциального роста ВВП, и потенциальный темп роста. Это будет ограничивать эффективность денежно-кредитной политики.

Вот этот набор сценариев мы рассматриваем в документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов». Но мы более-менее понимаем, как именно какая политика будет действовать в том или ином сценарии, какие эффекты станут результатом ее реализации. На мой взгляд, основная неопределенность в текущей ситуации во многом лежит за пределами политики непосредственно экономической, — она связана с пандемией. Если бы фактор пандемии каким-то образом исчез из поля нашего рассмотрения, мы бы гораздо лучше понимали, что и как будет происходить, даже несмотря на неопределенности относительно стимулов или других параметров. Спасибо.

Олег Вьюгин. С этим точно можно согласиться. Но, к сожалению, пандемией мы не совсем хорошо управляем пока. Чтобы лучше понять ближайшее будущее (мы говорим сейчас про Россию), может быть, стоит ответить на вопрос — каким образом России удалось отделаться 4%-м падением валового внутреннего продукта (так все оценили этот год) и не очень большими затратами на поддержку домашних хозяйств, малого бизнеса? Тем более что в этой самой поддержке было очень много косвенных мер — отсрочки, временное снижение требований по налогам, по ЖКХ и так далее. Почему так получилось? Да, говорят сейчас экономисты,

структура российской экономики такова, что на самом деле не все предприятия в апреле-мае стояли, крупные предприятия продолжали работать в том или ином виде. Но вот фактор помощи — это вообще для меня интересный вопрос. Ведь некоторые страны потратили огромные средства для того, чтобы профинансировать домашние хозяйства, определенные виды бизнеса, и получили в результате достаточно существенный спад, больше, чем в России. В чем тут хитрость, как вы думаете?

Ярослав Лисоволик. Давайте, я, может быть, вкратце свои соображения выскажу. **Олег Вьюгин.** Давайте. А потом я Максима попрошу еще.

Ярослав Лисоволик. Я думаю, что один из важных факторов — это структурный фактор, фактор структуры экономики. В экономиках развитых стран доля сектора услуг, сектора малого и среднего бизнеса достаточно велика, притом именно этот сегмент экономики в наибольшей степени пострадал от пандемии. В России доля малого и среднего бизнеса составляет около 20%, значительно ниже показателей развитых стран. Этот структурный, можно сказать, изъян парадоксальным образом несколько сдержал негатив кризиса. Вообще надо сказать, что этот кризис парадоксален — в плане воздействия на макроэкономические параметры, в том числе на рубль. Можно об этом позже несколько более подробно говорить. Но суть в том, что структурный фактор, безусловно, играл роль.

Еще один фактор — российская экономика в этот кризис шла с другой степенью перегретости, по сравнению со многими другими странами. Проблемы экономического роста, внешние ограничения, внешний негативный фон — все это приводило к тому, что динамика была достаточно низкой, и эффект базы был не таким значимым. Некоторые другие экономики росли намного быстрее, и там фактор перегретости был более существенен.

В плане антикризисных мер можно сказать о том, что в России парадигмой экономической политики являлся не столько прорывной экономический рост, сколько

оборонительная, скажем так, политика, направленная на то, чтобы обеспечить прежде всего макроэкономическую стабильность. Отчасти это объясняет тот факт, что экономическая динамика в предыдущие несколько лет была не такой высокой. Был сделан акцент на том, чтобы сохранить резервы, не потратить их. Тем более, если уровень неопределенности высок, неизвестно, через сколько раундов кризиса еще придется пройти. Поэтому тратить все резервы в течение первого раунда кризиса может быть опрометчиво.

Еще один фактор: российская экономика в значительной степени зависит от внешних обстоятельств. В 2008–2009 годах объем стимулирования тоже не был значительным. Россия в определенной степени пользовалась стимулированием, которое шло со стороны крупнейших экономик мира (Китай, США) и способствовало, в том числе, восстановлению цен на сырьевые товары. Вот такое сочетание структурных факторов и экономической политики, которая учитывает, в том числе, внешние для России факторы.

Олег Вьюгин. Понятно. Вовремя, заранее ушли в экономическую оборону, кроме всего прочего. Интересная мысль прозвучала.

Максим, а если бы российское правительство было более щедрым и, скажем, реализовало денежные программы помощи и домашним хозяйствам, и малому бизнесу, то мы бы все равно получили квадратный корень? Или ситуация была бы получше в плане восстановления? Я понимаю, вопрос непростой, но какое-то мнение, может быть, имеете? Кстати, этот вопрос я адресую и другим участникам. **Максим Ачкасов.** В начале я хотел бы подтвердить прогноз Ярослава. Я полностью согласен с ним, что главной причиной относительного успеха России в борьбе с коронавирусом является структура российской экономики. Доля отраслей, которые максимально пострадали от коронавируса, в структуре российской экономики невелика: прежде всего, это непродуктовый ритейл, туризм, спортивная индустрия и индустрия развлечений.

Наибольший вес в структуре российской экономики занимает добывающая индустрия — это, прежде всего, энергоносители, металлы, дальше идет химическая промышленность, сельское хозяйство. Эти индустрии не особо пострадали от пандемии коронавируса, спрос на их продукцию не особо снизился.

На сегодняшний день среди уважаемых экономистов существует мнение, что падение цен на нефть из-за несостоявшейся сделки с ОПЕК оказало на российскую экономику более негативное влияние, чем пандемия коронавируса.

Возвращаясь к вопросу Олега Вячеславовича: я считаю, что в действиях российского правительства соблюден принцип необходимого и достаточного, сделано то, что нужно. И (подтверждаю мнение Ярослава) это сделано без избыточных трат, без больших объемов печатания денег. Сделанное вызывает уважение западных институциональных инвесторов. В свою очередь, Банк России разрешил коммерческим банкам не создавать резервы по проблемным и реструктуризированным кредитам, что позволило освободить капитал для кредитования реального сектора.

Что произошло далее? Введение ограничительных мер, закрытие границ, ограничение импорта, — все это совокупно поддержало индустрии, которые ориентированы на внутренний спрос, на внутреннее потребление. И сегодня восстановление экономики происходит именно за счет этих индустрий.

Третья причина успеха российской экономики заключается в том, что ее поддержали рост мировой экономики и стабилизация цен на сырье в результате ослабления доллара США. Поэтому сейчас можно сделать такой вывод: мы проходим этот кризис гораздо мягче, чем кризис 2008 года. Это стало результатом совокупности факторов: роста мировой экономики, стабилизации цен на сырье, прагматичных действий правительства, а также бюджетной поддержки.

Владимир Брагин. Можно, тоже пару слов добавлю?

Ну, во-первых, я бы согласился с Ксенией Валентиновной. Она сказала очень важную вещь по поводу фискальных и монетарных стимулов в период локдаунов. Монетарные стимулы, действительно, особого эффекта не окажут, потому что если предприятия закрыты, то они просто физически не могут развиваться — зачем же стимулировать. Но и фискальные стимулы тоже не оказывают стимулирующего воздействия, они действуют как замещающая терапия. То есть, они позволяют сохранить финансовое состояние домохозяйств и компаний и дать им возможность быстро восстанавливаться после снятия ограничений. Можно было давать больше стимулов, можно было давать меньше стимулов, — эффект их действия на экономику был бы примерно одинаковый. Поэтому в данном случае увязывать размер стимулов и степень падения, мне кажется, не совсем корректно.

Второй момент: почему в России снижение было меньше, и почему было меньше попыток стимулирования? Если экономика находится в условиях полной занятости, когда безработица низкая (а это было общим состоянием всех экономик к концу прошлого года), то попытки ее стимулировать ни к чему не приводят. Они могут оказывать кратковременный эффект на какие-то финансовые показатели, может быть, даже кратковременно стимулировать ВВП, но траекторию долгосрочного роста это не меняет.

Поэтому то, что российское правительство не стимулировало экономику, проводило жесткую фискальную, монетарную политику в условиях низкой полной занятости в России, было правильным решением. Вот когда экономика привыкла к постоянным фискальным стимулам в условиях опять же полной занятости, и рынки на это рассчитывают, — в этих условиях ограничиваться малой кровью уже было бы гораздо сложнее. Поэтому влияло не то, что российское правительство потратило мало. Скорее, просто другие страны были вынуждены тратить гораздо больше,

чем требовалось для того, чтобы не дать ситуации свалиться в штопор.

Это просто ремарка. Спасибо.

Олег Вьюгин. Спасибо. Промежуточный итог такой: России помогла оборонительная экономическая политика, как вы называли условно. И, позволю себе добавить, отсталая, несовременная структура экономики. Ксения Валентиновна, пожалуйста. **Ксения Юдаева.** Спасибо большое. Во-первых, мне все-таки 8% спада во II квартале не кажется таким уж маленьким. Все-таки это был серьезный спад. Да, восстановление потом прошло достаточно быстро, в основном в потребительских отраслях. Не буду комментировать услышанное дальше: с большинством того, что было сказано, я согласна. Отмечу лишь одно важное обстоятельство: что стимулы в части именно платежей населению и кредитов компаниям (особенно важны платежи населению) удалось достаточно быстро реализовать.

Это было важно. В области финансовой стабильности (чем я занимаюсь) важно объявить инструмент ее достижения, хотя не факт, что он вообще будет задействован. А вот в политике замещения доходов важно, чтобы доход заместился в самый необходимый момент: чтобы сохранилась платежеспособность, может быть, сохранились связи в экономике, чтобы, когда искусственные барьеры уйдут, экономика могла достаточно быстро вернуться к нормальной жизни. И структура нашей экономики в значительной степени (может быть, не на 100%, но в значительной степени) этому способствовала. Спасибо. **Олег Вьюгин.** Завершая этот цикл, могу добавить, что интересная ситуация была в экономике Аргентины. Там в целом наблюдалось V-образное восстановление, о котором говорили в начале кризиса. В чем здесь секрет, наверное, нельзя ответить однозначно, но Аргентина своевременно ввела двухмесячный карантин — не рано и не поздно. Людям дали возможность познакомиться с вирусом, но, когда пандемия стала набирать обороты, ее остановили. И финансовая помощь была довольно

существенной. Домашние хозяйства, которые оказались в сложном положении, получали фиксированные ежемесячные выплаты, которые по сумме обеспечивали базовый уровень потребления товаров. Предприятия, которые были остановлены, получали 75% заработной платы от правительства, а 25% они должны были платить сами. Вот такой пример.

Ну, случай России мы немножко разобрали, пришли к выводу, что поддержка во время пандемии была разумной и достаточной. Так, во всяком случае, я услышал от участников. И она была меньше, чем в ряде других стран именно из-за структуры экономики, из-за начальных условий, с которыми Россия вступила в процесс карантинов. А восстановление все-таки идет не совсем V-образно, а в виде квадратного корня. И надо, наверное, еще будет подумать, почему все-таки именно так. То ли это недостаток поддержки, то ли это некая специфика российской экономики, которая тоже может быть объяснена.

Дальше, мне кажется, имеет смысл проговорить вопросы, которые меня волнуют больше всего, да и коллеги их уже затрагивали в нашем сегодняшнем разговоре. Монетарные меры, которые приняли ключевые центральные банки (кстати, практически все центральные банки к ним присоединились), снижая ставки, открывают широкие возможности для ликвидности финансовой системы. Такие возможности можно назвать неограниченными.

Отрицательная ставка в Евросоюзе. Австралия, Новая Зеландия и Британия консультируются сейчас с бизнесом относительно введения отрицательных ставок: смотрят, как банки смогут пережить такое решение. ФРС делает намеки на то, что тоже думает в этом направлении. Представляет, отрицательная ставка по доллару? Это же вообще что-то невиданное. Центральный банк России тоже достаточно быстро и существенно снизил процентную ставку по рублям. Мы хорошо информированы, что эта политика, прежде всего, позволяет управляющим активами получать достаточно большие

средства для того, чтобы поддерживать рынки или толкать их вверх. Домашние хозяйства от этой политики особо ничего не получают, поэтому высокой инфляции потребительских цен нет.

Возникает вопрос, а как из этой модели выходить? Или выходить вообще не надо? Началась новая жизнь, теперь так и будем жить дальше. Япония же вон живет так уже сколько времени? Правда, там нет существенного экономического роста, но, может, тогда и во всем мире его не будет? Сложнейшие вопросы, но мне хотелось бы на эту тему все-таки поделиться мнениями.

Если коротко, то получилось так, что политика центральных банков в каком-то смысле способствовала фискальному стимулированию. И некоторые центральные банки, тот же ФРС, погрузились в эту политику. Да, они напрямую, может быть, не кредитуют правительство, но косвенно кредитуют и корпорации, и правительство.

Кстати, участники задают вопрос насчет того, что российский Центральный банк стал способствовать государственным банкам выкупать ОФЗ на первичных аукционах, предоставляя операции РЕПО. Вроде ничего страшного, но люди обеспокоены. Надо, наверное, на это тоже отреагировать и успокоить рынок. Ну и, конечно же, задают вопрос об ослаблении рубля: не надо ли принимать меры для его стабилизации? Вопросы, может быть, не самые животрепещущие, но на них надо отреагировать, чтобы успокоить аудиторию. Лично я не считаю чем-то из ряда вон выходящим то обстоятельство, что российский Центральный банк не повторяет действия ФРС, Европейского банка и, возможно, некоторых других регуляторов.

В принципе, рост суверенных долгов для фискального стимулирования (и корпоративных долгов тоже) быстро продолжается, потому что условия выгодные. Вообще, рост долгов кончается либо инфляцией, либо дефолтом, либо возвратом долгов, бюджетной консолидацией и консолидацией корпоративных балансов. А есть ли еще один путь? У меня есть мысль по этому поводу, я потом ее выскажу.

Ксения Валентиновна, в этой ситуации первое слово надо предоставить вам.

Ксения Юдаева. Спасибо большое.

Постараюсь порассуждать на эту тему. Во-первых, что касается долгосрочных операций РЕПО. У Центрального банка есть две задачи: проведение денежно-кредитной политики и поддержание финансовой стабильности. В области денежно-кредитной политики (уж извините, пойду в технические детали) в рамках операционной процедуры мы должны обеспечивать максимальную близость между рыночной ставкой (обычно мы берем ставку РЕПО) и ключевой ставкой. Это первый шаг трансмиссионного механизма. Эти ставки должны быть максимально близки, но посредством относительно рыночных способов. Это первый момент.

Второй момент: традиционно наше государство, как мы все знаем, тратит не очень равномерно. Как бы ни старался Минфин равномерно тратить и равномерно распределять деньги по системе, он сначала в течение года деньги в том или ином виде относительно равномерно накапливает, а потом значительную сумму может уплачивать в конце года. В этом году сложилась в целом стандартная ситуация, когда ликвидность ушла в бюджет, и бюджет стал размещать ее назад, но не на такие же сроки и не с такой же регулярностью, с которыми деньги уходили. В системе возникли некоторые временные проблемы неравномерного распределения ликвидности. Теоретически могла возникнуть проблема, что раз ликвидность распределена неравномерно, то и ставка денежного рынка могла отклоняться несколько больше, чем мы бы хотели. Ну, и разрывы по срокам ликвидности в отдельных банках тоже могли (особенно в условиях неопределенности) создавать ненужные проблемы, пусть небольшие.

Поэтому мы решили предоставить рынку инструмент, которым он мог бы сглаживать эти колебания, чтобы тем самым регулятор лучше выполнял свои цели по ценовой и финансовой стабильности. Должна сказать, что, тем не менее, ликвид-

ность мы все равно будем стерилизовать через депозиты. У нас и так имеет место структурный профицит, поэтому ликвидности будет столько, сколько нужно. Под ликвидностью я в данном случае понимаю средства на корсчетах.

Мы считаем, что, дав финансовому сектору эту возможность, таким образом позволяем снимать некоторые риски и делать ситуацию более гладкой и спокойной. Это, конечно, не то же самое, что делает ФРС и центробанки других развитых экономик. Там другая проблема. Она выглядит следующим образом. На большом временном горизонте, сталкиваясь с существенными шоками спроса, центральные банки пытаются смягчать денежно-кредитную политику, чтобы эти шоки купировать. За отсутствием такого инструмента, как процентная ставка, ФРС начинает скупать государственный долг. На самом деле ЕЦБ тоже много чего скупал, за отсутствием в Европе инструмента, аналогичного американскому госдолгу. Эта политика позволяет частично снижать риски, связанные с низким спросом, но она привела к накоплению рисков финансовой стабильности.

Второй момент: за последние 15 лет в мире очень много занимались повышением стабильности непосредственно в банковском секторе. И, действительно, банковский сектор не стал проблемой. Но значительная часть кредитования ушла в разного рода фонды и компании, управляющие активами. Там некоторое регулирование существует, но оно небольшое. Март показал, что в плане финансовой стабильности этот сектор не готов к такого рода шокам, ситуация там может меняться достаточно сильно, создавая проблемы и в финансовом секторе, и в реальной экономике. И в этом сегменте нет инструментов наподобие кредиторов последней инстанции, которые существуют в банковском секторе. Отсюда все эти специальные инструменты ФРС. Они, конечно, были грамотно сделаны: капитал давало правительство, ликвидность давала ФРС для мультипликации. Тем не менее, все это диктовалось простой необходимостью быстро

заменить рыночные методы нерыночными в целях поддержания финансовой стабильности. Но, если посмотреть дальше, то, наверное, все равно начнется тренд на усиление регулирования этого сектора. Или понадобятся придумывать другие меры, которые позволят сделать его более устойчивым к разного рода шокам.

Но даже если не брать сейчас увязку между ДКП и бюджетной политикой, то в целом мы видим, что продолжение этой политики на каждом этапе приводит ко все большему и большему разрастанию балансов центральных банков и увеличению рисков для финансовой стабильности. При этом темпы потенциального экономического роста снижаются. Это вообще отдельный и очень длинный разговор, что влияет на темпы потенциального роста: то ли старение, то ли наличие зомби-компаний, то ли еще что-то.

Да, такая спираль существует, такие риски есть. На мой взгляд, это не говорит о том, что реализованные меры были неправильными. Мне кажется, что как раз краткосрочные решения — были более-менее правильными. Но разработка долгосрочной стратегии, на мой взгляд, лежит за пределами полномочий центральных банков. Это совершенно отдельная тема, которая нуждается в отдельном обсуждении.

Олег Вьюгин. А можно идентифицировать эти финансовые риски? Вы все время говорили, что такая политика порождает финансовые риски.

Ксения Юдаева. Ну я сказала: увеличение долга.

Олег Вьюгин. Долг.

Ксения Юдаева. Сейчас даже соотношение Debt/Equity [долги компании к ее собственному капиталу] растет в пользу долга. Долговая нагрузка растет. Можно говорить про большой и растущий спрос на безрисковые финансовые инструменты, который приводил к чему-то такому. Но, тем не менее, долговые пузыри продолжают расти. Сейчас просто имела значение неэкономическая причина (пандемия), это особенность данного кризиса, но в 2008 году все произошло по экономическим

причинам, — точнее, по финансовым.

В 2018–2019 году сильно вырос долг компаний с низким рейтингом. Именно там сейчас были серьезные проблемы, именно туда были направлены целевые интервенции. Ситуация в каких-то нишах может быть достаточно неоднозначной.

Олег Вьюгин. Конечно, легкие деньги, за обслуживание надо платить очень мало или для некоторых видов заимствований вообще ничего не платить. Есть такой риск, вы абсолютно точно, Ксения, определили это место.

Коллеги, ваша оценка?

Максим Ачкасов. Я бы хотел добавить несколько цифр к тому, что сказала Ксения Валентиновна. Сегодня среди профессионалов-практиков, управляющих крупными фондами на Западе, существует мнение, что центральные банки в прошлом бизнес-цикле, а также и сейчас нарушают законы рыночной экономики. Они нарушают правила игры. Впервые в истории мировой финансовой системы регулятор, а именно ФРС, покупает облигации частных корпораций на открытом рынке. В июне они объявили, что потратили 428 млн долларов на приобретение облигаций из подтвержденного списка 790 эмитентов. Среди них были облигации корпорации «Форд», рейтинг которой был понижен до мусорного. То есть, мы можем говорить о том, что регулятор поддерживает рынок.

Второй момент — дополнение к вопросу рисков. Ксения Валентиновна упомянула очень важный тренд накопления рисков финансовой стабильности. Здесь я вижу следующее: предыдущий бизнес-цикл уже закончился в марте 2020 года. Сейчас уже можно проанализировать, каковы результаты манипуляций бизнес-циклом, которыми занимались западные центральные банки (прежде всего, ФРС и Европейский центральный банк). Имелись достаточно серьезные структурные нерешенные проблемы. Первая и прежде всего — снижение темпов роста широкой денежной массы, которое наблюдалось последние три или четыре года. Вторая — низкие темпы роста экономики. Третья —



дефляция. Многие профессионалы говорили, что дефляция — это больший враг центральных банков, чем инфляция. Дефляция — это падающая продуктивность, это нарушение корреляции между всеми основными классами активов (например, между акциями и облигациями). Шло бесконтрольное наращивание долга и инфляция всех финансовых активов. То есть, можно сказать, что в конце 2019 года и в начале 2020 года во всех классах активов наблюдались пузыри. Все это привело к тому, что мировая экономика вошла в конец очередного цикла, я бы сказал, в состоянии разбалансировки. Профессионалы критикуют существующую денежно-кредитную политику и

фискальные программы правительства, потому что они, в принципе, основаны сегодня на безграничном печатании денег и наращивании долга. И профессионалы задают вопрос: «Сколько можно». Спасибо, **Олег Вьюгин**. Пожалуйста, Владимир. **Владимир Брагин**. Продолжу, развив одну мысль. На самом деле, если мы посмотрим прогнозы по поводу продолжительности периода околонулевых ставок ФРС, то понимание того, что такие ставки будут очень долго, после 2008 года происходило далеко не сразу. К этой мысли тогда привыкали постепенно, окончательно она оформилась лишь к 2015–2016 году. А сейчас адаптация произошла очень быстро. Буквально, как только ФРС

снизила ставки, мы увидели очень сильное снижение доходности и по длинным казначейским облигациям. И вообще все ожидания тут же однозначно перешелкнулись на то, что нулевые ставки будут существовать еще очень-очень долго.

На самом деле есть важный момент: чем дольше сохраняется ситуация с нулевыми ставками, тем тяжелее она будет проходить. Когда долговые обязательства переоцениваются и доходности по ним снижаются, то любое повышение ставки, приводило, соответственно, к массивной переоценке. Это может иметь очень серьезные последствия, и закрыть эти потери будет впоследствии достаточно сложно.

Максим очень правильно сказал, что ситуация в конце прошлого года была зрелой стадией цикла. Действительно было непонятно (мне, например), для чего пытаться стимулировать экономику в условиях, когда она уже находится в условиях полной занятости. Условно, зачем были приняты те же самые пресловутые налоговые стимулы в США после прихода Трампа. В плане стимулирования спроса или попытки стимулировать рост это выглядело абсолютно бессмысленно.

С другой стороны, если мы сейчас рассматриваем ситуацию в текущем моменте, то понимаем, что коронавирус произвел фактически сброс экономического цикла на его нижнюю точку. Мы сейчас находимся внизу, и есть огромное пространство для восстановления. Каким оно будет, как и когда начнется — уже второй вопрос. Но в принципе у регулятора в ближайшие несколько недель есть шанс выйти из периода низких ставок. Потому что рост экономики будет способствовать (возможно, при определенных условиях) перевариванию повышения ставок, — собственно, как это и было в прошлые циклы. После 2008-2009 года, когда в условиях циклического роста экономики денежно-кредитная политика оставалась избыточно мягкой — это было очень странным зрелищем.

Я все-таки надеюсь, что какие-то уроки будут усвоены, и из ловушки низких ставок удастся выйти.

Олег Вьюгин. То есть, за счет того, что экономики начнут расти, все-таки удастся каким-то образом выйти из супермягкой политики центральных банков?

Владимир Брагин. Политически будет крайне тяжело это сделать, это очень-очень тяжелый момент.

Ярослав Лисоволик. Есть ощущение, что все-таки присутствует определенная недооценка фактора высокого долга и накопления долга. Конечно, об этом периодически говорят. Но многие, в том числе, американские коллеги говорят, что накопление долга абсолютно бесппроблемно и ни к каким последствиям оно не должно привести. Тут возникают вопросы. Пока идет мощное

стимулирование, проблема долга отошла на задний план. Но, когда начнется сворачивание стимулирования и выход из него, тогда эта проблема может стать намного более серьезной. Здесь можно вспомнить эпизод прошлого финансового кризиса, когда именно разворот в ставках привел к тому, что проблема задолженности в США вышла на первый план. И потом пошел реализоваться «эффект домино» в тех странах, у которых был высокий уровень долга. Поэтому я все-таки считаю, что, несмотря на все новые теории, связанные с денежно-кредитной политикой и монетизацией долга, фактор долга нельзя недооценивать.

Я бы вернулся к еще одной теме, которую упомянула Ксения Валентиновна. Фактор протекционизма на данный момент, конечно, действует на мировую экономику негативно, снижает ее способности к восстановлению. Если в посттрамповской мировой экономике, скажем, следующего года, мы увидим разворот этой парадигмы и снижение протекционизма — это в какой-то степени даст определенную дополнительную поддержку экономике, даст дополнительные возможности для последовательного сворачивания стимулирования.

И я бы согласился с Владимиром, что, чем дольше действует стимулирование, чем оно мощнее по размерам, тем больше и финансовые рынки, и экономики зависят от этого стимулирования. И тем сложнее будет в дальнейшем выходить из стимулирующих мер. Особенно если мы говорим о том стимуле, который в значительной степени идет на финансовые рынки, разогревает их, создает у этих финансовых рынков определенные ожидания и боязнь того, что стимул будет снижаться. Это, наверное, один из ключевых факторов, который будет отслеживаться рынками.

Последнее, что я хотел бы сказать, касается координации действий между странами в отношении стимулирования экономики и выхода из него. Как странам оптимально выходить из этого стимулирования? Потому что, если мы говорим об одновременном выходе из

стимулирования, то эффект для мировой экономики, для ВВП может быть очень значительным. Опять-таки нужна координация, но какая? Это тоже достаточно серьезный вопрос для центральных банков, для бюджетной политики.

Олег Вьюгин. Пожалуйста, Ксения.

Ксения Юдаева. Хотела бы еще раз подчеркнуть, я это сказала, может быть, не так открыто. Мы с вами сейчас в основном обсуждаем денежно-кредитную и бюджетную политику с точки зрения стимулирования спроса. Но мне кажется, что если смотреть долгосрочно, то у нас есть проблема с факторами предложения. Эта проблема решается структурными мерами, лежащими за пределами, как я уже сказала, политики Центрального банка. С этой стороны тоже должны будут последовать какие-то изменения так или иначе. Возможно, кризис выступит их катализатором, потому что размер социального недовольства в отдельных странах является достаточно существенным. Мы видим, правда, что он опять выливается на центральные банки. Мне кажется, темы, связанные с социальными факторами (неравенство и так далее) так или иначе выйдут на повестку дня после этого кризиса. И решения должны быть, в том числе, структурными, не только фискальными или монетарными. Спасибо.

Олег Вьюгин. Мы понимаем, что центральные банки сейчас «льют деньги», но они попадают на мельницу управляющих и тянут стоимость активов вверх. А домашние хозяйства довольствуются теми же ресурсами, которыми располагали раньше: не больше, и не меньше. Может быть, следовало бы ввести достаточно серьезные налоги на прирост стоимости капитала, а полученные средства перенаправлять на решение структурных проблем в части образования, здравоохранения, каких-то социальных программ, которые бы вытягивали людей из страты малообеспеченных? И таким образом пытаться решить политические проблемы? Как вы думаете? Понимаю, что это легко сказать, но чрезвычайно трудно сделать. А как иначе быть?

Получается, что из этой ситуации очень трудно выйти. Потому что любое повышение процентных ставок при накопленном уровне долга — это, во-первых, давление на бюджеты. Потому что стоимость обслуживания суверенных долгов растет, надо тратить на это деньги, и, соответственно, повышать налоги. Ну корпорации — ладно, пусть банкротятся, если не могут выполнять свои обязательства, может, не будет столько зомби-предприятий. Что думаете? Наталья?

Наталья Акиндинова. Я обычно говорю именно о том, что нужно увеличивать государственные расходы на образование, здравоохранение, решение проблем неравенства. Но сейчас хочу сказать о другом. Я полностью согласна с Ксенией Валентиновной, что самым главным ключом к решению проблем является повышение темпов потенциального долгосрочного роста. Причем не только в России, а и во многих развитых странах, где тенденции замедления и совокупной производительности и склонности к инвестированию начались задолго до кризиса.

Сейчас драматизм ситуации в том, что быстро выйти из нее, видимо, не удастся никому. Потому что коронавирус ударил по факторам роста, плюс существенно повысилась закрытость экономик. И если ограничения, связанные с экономической активностью внутри страны, снимаются достаточно быстро, то ограничения по перетоку людей, товаров и услуг между странами — не снимаются. Это удар по возможностям восстановления и увеличения общей производительности.

В этой ситуации повышать налоги (даже если их расходовать на то, чтобы создать стимулы для увеличения долгосрочных источников роста, на человеческий капитал) — это не то, что нужно. Лет через 10–15 это действительно подействует. Но сейчас нужно прежде всего восстановить возможность хозяйственных связей, глобализации. На мой взгляд, это основное сейчас.

Владимир Брагин. Я бы добавил. Во-первых, в вопросе неравенства есть две

части, связанные между собой: 1) размер пирога и 2) способ его дележа. Можно попытаться провести перераспределение, но если это уменьшит общий объем пирога и потенциальные темпы его роста, то ни к чему хорошему это не приведет.

Второе. Есть два неравенства — неравенство доходов и неравенство богатства. И, на мой взгляд, то, что происходит в части избыточного монетарного стимулирования, ликвидности и всего прочего, все-таки больше сказывается не столько на неравенстве доходов, сколько на неравенстве богатства. Стоит ли пытаться его перераспределять дополнительными налогами или чем-то еще? На мой взгляд, это довольно сложный вопрос.

И третий момент. Важно понимать, что значительная часть денег, ушедших с баланса ФРС, осела в виде резервов тех же самых банков обратно в ФРС. Банки фактически создают себе таким образом подушку безопасности. Хорошо это или плохо? Вопрос очень сложный в части именно неравенства.

Олег Вьюгин. Понятное дело, что действительное богатство во многом отличается от стоимости активов, эта проблема-то есть. И, кстати, вторая проблема: банки-то не кредитуют особенно. Их зарегулировали или что?

Владимир Брагин. Вот мы рассматриваем ситуацию 2019 года: условно говоря, ситуацию экономики в условиях полной занятости. Вот чего мы хотим от банков в этой ситуации? И чего банки могут добиться за счет увеличения кредитования? Максимум они этим могут добиться не ускорения роста ВВП, а ухудшения собственных балансов. Пытаться заставлять банки кредитовать просто ради того, чтобы росли балансы, — это, на мой взгляд, достаточно странная затея. Которая просто увеличивает размер рисков в экономике, не давая ничего, в том числе в части сокращения неравенства.

Олег Вьюгин. То есть логика такая — сначала пусть экономика растет, а тогда посмотрим, будем ли ее кредитовать. Понятно.

Владимир Брагин. Скорее, вопрос в том, что у экономики должны быть ресурсы для роста. Грубо говоря, куда эти кредиты пройдут, на какую почву они будут ложиться?

Максим Ачкасов. Можно маленькую ремарку?

Олег Вьюгин. Да.

Максим Ачкасов. Что касается вопроса перераспределения доходов и вопросов неравенства. Сегодня существует мнение, что один из самых больших рисков для экономики и для фондовых рынков — это склонность большинства политических партий мира к популизму. Что, в свою очередь, ведет к неограниченным тратам и, скорее всего, к росту бюджетного дефицита. Один из ключевых факторов риска, который возник в финансовой системе, — это то, что в результате популистских настроений последние несколько лет (я бы сказал, начиная с 2015 года) в мировой экономике не работали механизмы самоочищения.

В результате ультрамягкой денежно-кредитной политики, а также мер фискального стимулирования центральные банки и правительства позволяли тем самым зомби-компаниям, о которых мы говорили сегодня, держаться на плаву. То есть экономика не очищалась. Во время кризисов и рецессий происходит процесс очищения экономики: компании, которые фактически являются банкротами, уходят с рынка, плохие стратегии уходят с рынка. А этого не происходило. В результате сегодня на рынке существуют те самые зомби-компании, прибыль которых меньше, чем проценты по полученным кредитам. Тем самым они забирают ресурсы из экономики, используют те ресурсы, которые нужны для стимулирования экономического роста. Это первый момент.

Второй момент — любое вмешательство в рыночную экономику, в работу фондовых рынков, любое сверхрегулирование приводит к тому, что в системе начинают происходить ситуации, которые мы видели в марте 2020 года: тогда произошло исторически самое большое

падение фондового рынка, самый большой отток капитала из фондов ЕТФ, самый большой всплеск волатильности и так далее. Все это говорит о том, что финансовая система разбалансирована. Одна из причин этой разбалансировки — финансовая система не очищалась последние 5–7 лет.

Олег Вьюгин. То есть даешь великую депрессию, которая все расчистит. Ну, я преувеличенно говорю. Но, в принципе, единственный способ решить проблемы, которые вы назвали, это на самом деле устроить большой бэс. Пойти по пути существенного (конечно, временного, но очень существенного) сокращения экономической активности, выбытия фактических банкротов, и затем, видимо, через какие-то стимулы попытаться вывести экономику опять на рост. (Япония по этому пути не пошла, кстати, и поэтому они застряли. Там другие еще факторы есть, безусловно, но это один из факторов).

Правильно вы сказали, но кто же на это решится? Легче поступить, как в свое время сделал президент Олланд: он попытался сильно повысить налоги на богатых, кэш-налоги, не на активы, а уже на финансовый результат, который формируется в виде дохода, и как бы перебросить эту дельту на социальные цели. Политически у него тоже не получилось. Получается, мы как бы в тупике.

Владимир Брагин. Нынешняя ситуация коронакризиса — это, собственно, и есть большой бэс, по большому-то счету, разве нет? Она дает определенный шанс.

Олег Вьюгин. Этот шанс, по-моему, и у российского правительства есть.

Владимир Брагин. В том числе.

Олег Вьюгин. Ну, хорошо, на этом остановимся, а то мы далеко зайдём. У меня есть еще одна тема, о которой я хотел бы поговорить. Сейчас мы обсудили достаточно глубокие изменения финансово-экономической политики властей многих стран. Вопрос такой — а не надо ли в связи с этим серьезно переосмыслить идеи инвестирования на рынке ценных бумаг?

Сейчас в процессе инвестирования очень многие решения принимаются, в

общем, достаточно шаблонно: есть мягкая политика, есть низкие процентные ставки, которые позволяют пересчитать коэффициенты дисконтирования. Это однозначно говорит о том, что даже при одном и том же соотношении Р к Е можно ждать существенного роста цены акций компаний. То есть экономически ничего не изменилось, но цена акций будет расти. С облигациями история немножко другая, но тоже есть понимание, что центральные банки и правительства поддерживают разные виды риска в этой сфере. Поэтому, в принципе, облигации тоже являются хорошим предметом инвестирования. В краткосрочном плане я с этим абсолютно согласен, потому что — почему нет? Такова ситуация, надо ей пользоваться.

А вот надо ли переосмысливать ситуацию в долгосрочном плане — или на рынках надо просто жить в короткую и ждать, когда что-то станет более понятным? Это вопрос для того, чтобы порассуждать. Не давать рекомендации, как надо жить, а порассуждать. Потому что коллеги, которые здесь присутствуют (не все из них, но некоторые) имеют прямое отношение к инвестированию.

Владимир Брагин. Давайте я начну как представитель управляющей компании. В принципе, да, ситуация сейчас более-менее понятная, действительно идет переоценка стоимости активов, исходя из новых условий. И, действительно, в короткой перспективе идея выглядит довольно простой. Но вот что будет дальше — тут очень-очень много вопросов. Потому что хорошо инвестировать, когда ставки снижаются, а вот когда ставки уже стали низкими, инвестировать становится менее интересно. Например, сейчас практически невозможно придумать, на чем можно хотя бы как-то заработать для инвестора в евро с минимальным риском. Есть отдельные очень эпизодические идеи, но сделать хороший портфель с низким риском и который точно будет что-то генерировать, довольно сложно. В ту же сторону сейчас движется ситуация с долларом. Объемы активов, которые торгуются с отрицательной доход-

ностью, превысили уже 16 трлн долларов, и пространство для выбора бумаг становится все более и более ограниченным.

Я говорил об облигациях. То же самое касается акций. То есть, с одной стороны, все будет торговаться при очень низких мультипликаторах, но одновременно это означает, что и долгосрочная доходность для инвестора тоже будет очень низкой. Вопрос, в какие бумаги инвестировать, встанет очень и очень остро. Популярная в последние годы идея индексного инвестирования (через ЕТФы, например, через покупки индексных фондов на различные классы активов) будет низкодоходной, с одной стороны, а с другой — наверное, даже более рискованной, чем была до этого. Почему? Потому что, скорее всего, рыночная волатильность никуда не денется, и соотношение ожидаемой доходности к предполагаемым рискам станет уже, возможно, менее благоприятным. Еще раз: если мы исходим из сценария сжатия доходности.

То есть, если ставить на такой сценарий, то, конечно, надо инвестировать сейчас. Поскольку что будет дальше и на каких условиях можно будет инвестировать через какое-то время — это уже очень-очень большой вопрос. Это если рассматривать текущую ситуацию.

В целом же, в плане макроэкономики нужно понимать, что доходы, которые фондовый рынок может устойчиво генерировать для инвесторов, определяются состоянием экономики. Не может фондовый рынок генерировать доходы устойчиво больше, чем темпы роста номинального ВВП в течение длительного времени. Если говорить в общих чертах, то мы видим замедление роста производительности труда, замедления демографические. Все эти изменения будут сказываться на ожидаемых уровнях доходности, и пока прогнозы на длинном горизонте не очень интересные.

С другой стороны, возникает вопрос альтернативы. Надо понимать, что ставки на депозитах тоже, скорее всего, будут очень низкими. Поэтому что будет происходить с отраслью, это действительно большой вопрос.

Олег Вьюгин. Понятно. Рисков экономик избежать нельзя, что бы вы ни делали, они вас достанут. Может и повезти, но в целом так. Какие есть еще по этому поводу соображения, коллеги?

Максим Ачкасов. Олег Вячеславович, если позволите, хотел бы поделиться соображениями о трех главных трендах в экономике, которые будут оказывать влияние на все основные классы активов.

Первый тренд — в ближайшие 1–2 года произойдет смена тренда дефляции на тренд инфляции. На сегодняшний день есть три сценария, я придерживаюсь базового сценария, что мы увидим рост инфляции в перспективе 3–5 лет. Я бы сказал, что ровный, умеренный рост инфляции всегда позитивен для рынков акций, но как только инфляция превышает уровень 4%, рынки акций реагируют очень негативно.

Второй тренд, на который хотел бы обратить внимание. Среди профессионалов-практиков, которые прошли несколько кризисов, есть мнение, что по мере роста инфляции инвесторы начнут выходить из государственных казначейских облигаций США, а также Евросоюза. Потому что есть мнение, что вторым трендом, который мы увидим в ближайшие 1–2 года, будет смена 38-летнего бычьего тренда в американских казначейских облигациях. Тренд роста меняется на тренд падения. Основная причина лежит в том, что ФРС США прогнозирует увеличить свой баланс с 4 трлн долларов в начале 2020 года до 7 трлн долларов в конце 2020 года. Вечеринка не может продолжаться бесконечно.

Государственные облигации Евросоюза торгуются с негативной ставкой. Если инвестор сегодня покупает 10-летние немецкие облигации, которые торгуются с негативной ставкой, и все понимают, что по мере роста инфляции эти облигации будут падать в цене, то возникает вопрос: кто захочет их держать в своем портфеле?

Третий тренд, который повлияет на все классы активы (поддерживаю здесь Владимира) — в результате роста широкой денежной массы, а также избытка капитала на фондовых рынках стоимость капитала будет продолжать падать, в результате чего доходность основных классов активов тоже будет продолжать падать.

Доходность 30-летних американских облигаций упала за 30 лет с 8% до менее 2%. Я думаю, что российские облигации ОФЗ в последние три года демонстрируют похожую динамику. Многие аналитики сегодня недооценивают один из самых главных внешних факторов, который влияет на доходность российских активов. Кроме цены на нефть, вторым главным фактором такого влияния является денежно-кредитная политика США. Данный фактор, может быть, имеет корреляцию около 80% с доходностью российских активов (и вообще активов развивающихся рынков).

Как это работает, когда происходит ужесточение денежно-кредитной политики США, какое мы наблюдали в 2018 году? Происходит отток капитала из развивающихся рынков, в том числе из России, потому что инвесторы хотят держать капитал в более доходных инструментах, в долларах США. Но когда происходит облегчение денежно-кредитной политики США, то есть ставки падают, идет ослабление доллара, то происходит приток ликвидности в развивающиеся рынки, в том числе на российский рынок. На российском рынке этот механизм не работает так прямолинейно из-за высокой геополитической составляющей, но тренд однозначный.

Если позволите, я сейчас покажу один очень интересный график, один из самых интересных графиков для инвесторов на российском рынке. На данном графике две линии. Синяя линия указывает движение индекса MSCI Emerging Markets, это индекс акций развивающихся рынков. Красная линия — это индекс финансовых условий США, который

отражает денежно-кредитную политику США. Этот индекс рассчитывается на основании курса доллара, уровня процентных ставок, кредитных спредов, еще нескольких показателей. Мы можем видеть очень высокую корреляцию между рынками акций развивающихся рынков и денежно-кредитной политикой США. Здесь хотелось бы заметить, что денежно-кредитная политика США будет поддерживающим фактором для российского фондового рынка в ближайшие 1–2 года. Все уже согласилось с тем, что ФРС будет финансировать экономический рост ультранизкими ставками, инфляция остается низкой. Есть все предпосылки для продолжения ослабления доллара США, что позитивным образом повлияет на цены на сырье, а также на российские активы. Спасибо.

Олег Вьюгин. В принципе, логика очень четкая, но у меня только один вопрос, а откуда возьмется инфляция, поскольку вы в своем коротком выступлении базировались на том, что будет инфляция? А вот я не понимаю, откуда она возьмется, с чего вдруг?

Максим Ачкасов. На сегодняшний день есть три сценария инфляции. Есть группа профессионалов, которые считают, что рост инфляции в 2021 году достигнет 4%. Данный сценарий поддерживают два фактора. Первый фактор — рост широкой денежной массы, который сейчас наблюдается; второй фактор — это то, что рычаг управления денежной массой сегодня находится в руках политиков, а не профессионалов центральных банков. Таков первый сценарий.

Второй сценарий: 60% институциональных инвесторов, опрошенных Deutsche Bank летом этого года, прогнозируют рост инфляции в перспективе 2–5 лет до уровня 3–4%.

Третий сценарий. Анатолий Калецкий (основатель одного из лучших на сегодняшний день инвестиционных бутиков) указывает на послевоенный период с 1946 по 1960 год. В течение этого периода (в результате агрессивного стимули-

рования экономики, ультрамягкой денежно-кредитной политики) наблюдался один из самых высоких уровней экономического роста, при этом инфляция оставалась умеренной. Инфляция начала проявлять себя только в последние три года данного периода, когда экономика достигла уровня максимальной занятости и максимальной загрузки производственных мощностей. Иными словами, инфляция показала себя только через 10 лет после начала программ стимулирования экономики и ультрамягкой денежно-кредитной политики.

Вот такие три сценария, я приверженец второго сценария. Суть его, напомним, состоит в том, что мы увидим рост инфляции в течение 2–5 лет до уровня 3–4%.

Олег Вьюгин. Ну, дай бог, дай бог.

Я технологически, что ли, с точки зрения финансового анализа не понимаю, откуда возьмется инфляция. Но, если авторитетные люди коллективно говорят о том, что она будет в каком-то разумном объеме, то это неплохо. Будет как раз 4%, которые Центральный банк сегодня таргетирует. Кстати, ФРС, видимо, к этому тоже подключилась. Потому что ФРС, как мы все знаем, поменяла цели своей ДКП, уровень занятости стал немножко выше, а показатель инфляции отошел на второй план. Наверное, это тоже отражает желание, а, может быть, и виденье американского регулятора, что все-таки инфляция будет. А она нужна, она выглядит, как после жаркого дня небольшая гроза, которая охлаждает ситуацию. Ну, посмотрим, посмотрим, потому что пока однозначно об этом говорить достаточно трудно.

В принципе, можем завершать дискуссию, основные вопросы мы затронули.

Владимир Брагин. Мне кажется, очень важно уточнить, что мы понимаем под инфляцией.

Олег Вьюгин. Рост потребительских цен.
Владимир Брагин. Это очень важный момент. Потому что, если брать расширенное понимание, то следует говорить не просто об инфляции потребительских

цен, а об инфляции активов. Нынешний рост рынков акций и облигаций, по сути дела, можно тоже трактовать как проявление инфляции.

Олег Вьюгин. Конечно.

Владимир Брагин. Второй момент, по поводу монетарной составляющей инфляции. Классическая теория показывает, что если растет спрос, то соответственно, растут цены. Это стандартная ситуация: появилось у домохозяйства больше денег, оно больше тратит на товары и услуги, соответственно, цены на эти товары и услуги растут. Но в современном мире этот процесс выглядит иначе, чем в 40-е годы, мягко говоря. Классический механизм может сработать, если увеличение доходов вовлекает в потребление тех людей, которые раньше в нем не участвовали, и если это вовлечение носит достаточно массовый характер. У меня есть большие сомнения, что такой механизм работает и в современном мире. Мы знаем, какова конкуренция на рынках потребительских товаров, какие объемы товаров производит даже один Китай, в мире имеет место затоваривание, — поэтому классическая связка между потреблением и ценами, на мой взгляд, может не сработать.

Но я бы рассматривал еще одну связь: часть инфляции — это инфляция предложения. Мир становится более фрагментированным, он деглобализуется, идет рост издержек компаний. Вот этот процесс может быть интересным, за этим я бы понаблюдал. Но пока серьезных, оформившихся новых трендов я здесь не наблюдаю.

Олег Вьюгин. Ну, хорошо. Если суммировать, то, я так понимаю, пока мы будем жить при относительно низкой инфляции. О, пожалуйста, Ксения Валентиновна, пожалуйста.

Ксения Юдаева. В рост инфляции в ближайшее время я тоже не очень верю, хотя, конечно, не исключаю. Мне кажется, что в странах с развитыми рынками пока будет более значима проблема дезинфляции.

Олег Вьюгин. Теперь, суммируя сегодняшний разговор, я бы сказал, что, во-

первых, пока мы будем жить при низкой инфляции — я имею в виду, конечно, инфляцию потребительских цен. Мы будем инвестировать в акции, потому что это выгодно, ну и в облигации тоже. Но, делая это, мы будем хорошо понимать, какие риски несем. И никогда мы заранее не узнаем, в какой момент эти риски реализуются, никогда.

Что касается российской экономики, то общее мнение, которое здесь прозвучало, довольно любопытно. Мы оказались, из-за структуры экономики, из-за некоторой изоляции от мировых трендов, в том числе торговых (кроме торговли нефтью и газом, понятно), в таком уголке, где даже спокойнее себя чувствуем. Не богатые, не сильные, но чувствуем себя более спокойно. И, кстати, у российского правительства есть отличный шанс (конечно, он требует серьезных политических решений и храбрости) на то, чтобы решить в этот момент некоторые вопросы, связанные со структурными реформами. Это очень удобный момент на сегодняшний день. Российская экономика не испытывает тех вызовов, очень неопределенных пока, о которых мы говорили и которые значимы для мировой экономики. В этом смысле она может сделать выбор — либо продолжать так же комфортно существовать (в кавычках, конечно), либо попытаться что-то поменять.

Мы проработали почти два часа. Поэтому предлагаю завершить. Благодарю участников дискуссии за очень профессиональный подход, мне было интересно вас слушать. А зрителей хочу поблагодарить за внимание: надеюсь, что вы извлекли из этого разговора что-то полезное, ну и просто получили удовольствие. Всех благодарю. Счастливо! Берегите себя, носите маски и перчатки, даже когда инвестируете. ■



Нормативно-правовые акты зарубежных юрисдикций на русском языке

«Гражданское право»

«Финансовая деятельность и финансовые рынки»

«Цифровая экономика и криптовалюты»

«Налогообложение»

«Интеллектуальная собственность»

«Экономические санкции»

и многое другое...

Справочно-правовая система

World Business Law

Членам НАУФОР предоставляется скидка 10%

Фокус на ПФИ

6 ОКТЯБРЯ СОСТОЯЛАСЬ КОНФЕРЕНЦИЯ, ПОСВЯЩЕННАЯ АКТУАЛЬНЫМ ВОПРОСАМ РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ. ЕЕ ПО ТРАДИЦИИ СОВМЕСТНО ПРОВОДЯТ НАУФОР И МОСКОВСКАЯ БИРЖА

Участники: Павел Васильев (Сбербанк), Эдуард Голосов (БКС), Дмитрий Енуков (Росбанк), Артем Мартиросов (ВТБ), Ирина Осюк (Управление эмиссионных ценных бумаг Банка России), Данила Панин («Альфа-Капитал»), Кирилл Пестов (Московская биржа), Антон Плясунов (ФК «Открытие»), Елена Шервуд (Служба по защите прав потребителей Банка России).

Модератор — Алексей Тимофеев (НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, позвольте приветствовать вас на очередной конференции, посвященной рынку структурных продуктов, которую традиционно проводят НАУФОР и Московская биржа! В очередной раз мы собираемся для того, чтобы обсудить развитие рынка производных инструментов: предпочтения в инструментах, инициативы индустрии. Фокус именно на рынке ПФИ естествен: на наш взгляд, он бурно развивается и, вероятно, будет развиваться в течение ближайшего времени. Мотивов для развития очень

много. Во-первых, таким мотивом является все более растущий интерес розничных инвесторов к российскому фондовому рынку, их желание, с одной стороны, поучаствовать в его доходности, с другой — защитить себя от рисков, которые с этим рынком связаны. Далее, второй мотив — интерес индустрии в получении дополнительных доходов, а также естественный интерес к финансовому инжинирингу. Финансовый инжиниринг — естественная функция инвестиционной индустрии, ее важная роль, которая обеспечивает возможность устранения дисбалансов между ценами простых инструментов. Производные инструменты — довольно сложные, с этим моментом связан и определенный регулятивный вызов, и вызов для самой индустрии. Вот это все мы будем обсуждать сегодня с моими спикерами.

Прежде чем я приглашу их к выступлениям, хотел бы напомнить о тех основных изменениях, которые произошли со времени нашей последней конференции по структурным продуктам.

НАУФОР



ОНЛАЙН-КОНФЕРЕНЦИЯ

СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ



Наверное, самое важное изменение, произошедшее в последнее время, — поправки в закон о рынке ценных бумаг, так называемый закон о категоризации инвесторов, который предусмотрел тестирование неквалифицированных инвесторов при приобретении ими структурных продуктов и так называемых «квазиструктурных облигаций». В тех случаях, если тестирование имело отрицательный результат — суммы сделок ограничиваются объемом 100 тысяч рублей.

Квазиструктурные облигации (очень важно это сказать) — это облигации, у которых может быть и стопроцентная защита капитала, обязанность

по возврату всего номинала, однако доход по которым определяется в зависимости от обстоятельств, которые в обычном случае ассоциируются с производными финансовыми инструментами. Вообще отношение к производным финансовым инструментам и их соотношение со структурными продуктами чрезвычайно важно. Закон не говорит, кроме структурных облигаций, ни о каких структурных продуктах. Но я как юрист считаю, что все относящееся к производным финансовым инструментам, к срочным сделкам, в равной степени относится и к структурным продуктам. Потому что структурные продукты суть комбина-

ция разных продуктов, включающая в себя производные финансовые инструменты.

Таким образом, поправки в закон о категоризации, предусматривающие тестирование биржевых и внебиржевых срочных сделок и последствия, которые с этим связаны, адресованы не только биржевым и внебиржевым срочным сделкам, но также включенным в их состав структурным продуктам. Закон вводит новые требования для внебиржевых производных финансовых инструментов, с которыми совершают сделки физические лица, сформулирован он довольно жестко. Нам еще предстоит понять, что оз-

начает нарушение этих требований, каковы последствия нарушения. Закон сформулирован таким образом, что запрещает кому бы то ни было, кроме брокеров и управляющих, заключать сделки с производными финансовыми инструментами за счет физических лиц; а из физических лиц заключать сделки с производными финансовыми инструментами разрешает только брокерам.

Закон предусматривает, что для неквалифицированных инвесторов доступны только такие производные финансовые инструменты, которые предполагают уплату за счет физического лица твердой денежной суммы, не зависящей от изменения цен на базовый актив, при условии, что информация об изменении значения базового актива раскрывается уполномоченным лицом. На этот счет требуется разработка базового стандарта, а также списка лиц, которые являются возможным источником такого рода информации.

Наконец (это очень важное изменение), судебная защита внебиржевых производных финансовых инструментов. Теперь они получили ее, поправки уже вступили в силу и действуют, судебная защита у внебиржевых производных финансовых инструментов с участием граждан теперь есть.

Касательно этих поправок есть несколько вопросов, которые требуют обсуждения. О некоторых из них я уже стал говорить: во-первых, каковы последствия нарушения требования; во-вторых, как относиться к структурным продуктам, которые делаются не брокерами, а банками (структурные депозиты); далее, как относиться к структурным продуктам, включающим производный финансовый инструмент, который делает страховая организация; далее, есть ли судебная защита у структурных облигаций?

Следующее изменение, которое вступает в силу раньше, чем те, о

которых я сказал (кроме изменения положения относительно судебной защиты, да и оно не вступило в силу, пока не будут выполнены определенные условия, в том числе не будет разработан базовый стандарт, о котором я говорил). Еще раньше был принят закон, вносящий изменения в закон о рынке ценных бумаг, уточнивший правила ведения брокерской деятельности, и в части, которая нас интересует, вступающий в силу с 1 января 2021 года. Брокер до принятия поручения на совершение срочных сделок обязан предоставить неквалифицированному инвестору информацию (или доступ к информации) о ценах спроса/предложения производного финансового инструмента (либо об иных обстоятельствах, информация о которых необходима в силу характера сделки); о расходах, возмещаемых клиентом брокеру в связи с выполнением поручения; прочие ценовые и имеющие отношение к конечному результату операции данные. Эти требования, которые необходимы для того, чтобы норма закона действовала, должны быть описаны в базовом стандарте. Наверное, уместно сказать о том, что в настоящее время базовый стандарт находится в стадии разработки. НАУФОР вместе с Национальной финансовой ассоциацией создали рабочую группу, очень надеемся, что до ноября текст такого рода стандартов официально внесем в Банк России. И после этого начнется его подготовка в рамках комитета по базовым стандартам. Если успеем, то препятствий для совершения такого рода сделок не возникнет, в противном случае возникнут препятствия. Так вот, если мы успеем — а мы хотим успеть до 1 января 2021 года — то препятствий для такого рода сделок на рынке возникнуть не должно.

Наконец, последнее, что я хотел бы упомянуть: стандарт предложений финансовых инструментов. Это внутренние

стандарты НАУФОР и Национальной финансовой ассоциации, регулирующие процесс предложения финансовых инструментов. Среди них — паспорта финансовых инструментов для 12 видов таких финансовых инструментов. Всем этим вопросам у нас будет повод посвятить больше времени в ходе нашей дискуссии.

Сейчас хотел бы передать слово Кириллу Пестову. Один из наиболее важных и заметных сегментов рынка структурных продуктов — это рынок Московской биржи в первую очередь. Вообще в ходе нашей конференции мы, конечно, постараемся уделить должное внимание в равной степени и биржевому, и внебиржевому рынку структурных продуктов. Начнем с биржевого. Кирилл, тебе слово.

Кирилл Пестов. Коллеги, добрый день! Я подготовил пару слайдов, чтобы проиллюстрировать, как рынок биржевых структурных продуктов развивается последние пару лет. Это относительно новый сегмент рынка, но тем не менее уже можно выделить определенные тренды.

Хотелось бы рассказать в первую очередь об инструменте, который мы называем «биржевые облигации со структурным элементом». Это классические облигации, которые выпускались еще до того, как были приняты поправки в закон о рынке ценных бумаг, позволяющие выпускать структурные облигации. Структурный элемент заключается в том, что купон, который выплачивается, является переменным и зависит от наступления определенных обстоятельств или достижения определенных индикаторами рынка определенных уровней. Фактически это классическая облигация, которая при погашении выплачивает 100% номинал, но при этом имеет купон, который является переменным.

Вот здесь, на диаграмме, приведена картинка с начала 2019 года. Мы видим достаточно стабильный, можно

сказать, уверенный рост и в объемах, и в количестве выпусков. Если за 2019 год объем выпуска таких инструментов составил около 150 млрд рублей, и всего было выпущено 158 таких бондов, то за 9 месяцев 2020 года мы уже немножко обогнали весь 2019 год по объему выпуска, а также имеем около 200 выпусков.

На круговой диаграмме вы можете увидеть основных игроков. Большую долю рынка имеет Сбербанк (порядка 85%), еще 10% — ВТБ, ну и другие участники рынка (МКБ, Газпромбанк, «Открытие», «Райффайзен») тоже выпускали подобного рода продукты. Объем достаточно приличный, учитывая то, что данные инструменты активно выпускаются всего два года как.

Дальше я хотел бы рассказать уже именно о структурных облигациях. Это новый инструмент, который появился совсем недавно. Первый выпуск был сделан в ноябре прошлого года (компания БКС сделала два выпуска). Конечно, совокупный объем этих инструментов составил всего 9 млрд рублей; тогда как объем в биржевых облигациях со структурным купоном составил 300 млрд рублей за два года. Понятно, что инструмент новый, пока еще структурируемый и выпускаемый не самым удобным образом (участники, наверное, об этом расскажут отдельно). В качестве иллюстрации того, какой есть спрос — внизу мы привели статистику по выпускам структурных продуктов компанией БКС (это структурные ноты, выпущенные по иностранному праву). Видно, что за 2019 год сделано более 120 выпусков на 70 млрд рублей и с начала 2020 года — 60 выпусков на 30 млрд рублей. И это мы говорим только о тех бумагах, которые залстингованы на бирже. Коллеги дальше, наверное, будут рассказывать о том, какой бизнес есть на внебиржевом рынке, но потенциал очевиден даже по тем цифрам, которые показал я. Мы видим, что спрос на облигации со

структурным элементом присутствует и есть спрос на ноты, выпущенные по иностранному праву.

Сегодня, надеюсь, поговорим о том, что осложняет выпуск подобного рода инструментов по российскому праву.

Коротко остановлюсь на структуре тарифа. Сейчас для структурных облигаций стоимость выпуска на бирже выше по сравнению с расходами, которые участники имеют, выпуская облигации по иностранному праву. Хочу сразу заметить, что мы с коллегами — сотрудниками Московской биржи обсуждаем этот вопрос в сторону снижения тарифов именно для структурных облигаций, чтобы сделать этот инструмент более конкурентоспособным и экономически интересным для участников. Поэтому, коллеги, буду благодарен вам за обратную связь: если вы сообщите, как можно было бы улучшить работу биржи и в части тарифов, и в части организационной работы тоже. Спасибо. Передаю слово дальнейшим выступающим.

Алексей Тимофеев. Спасибо, Кирилл. Я поймал себя на мысли, что назвал структурными облигациями то, что формально структурными облигациями не является. Законодатель как бы соглашается со мной и устраняет недоразумение: облигации, доход по которым является, по существу, деривативом, он приравнивает в своем регулировании (хотя бы отчасти) к облигациям структурным. Для меня рынок так называемых инвестиционных облигаций крупнейших эмитентов, конечно, является выпуском структурных облигаций. Кирилл упомянул основных игроков этого рынка, среди них Сбербанк, ВТБ. Вот им, сначала Павлу Васильеву, а следом Артему Мартиросову я и представлю слово.

Как вы видите этот рынок? Что препятствует развитию рынка структурных облигаций в широком смысле этого слова: предполагающих как полную защиту капитала, так и дерива-

тивный доход? Что необходимо сделать для того, чтобы этот рынок развивался? Павел, тебе слово.

Павел Васильев. Спасибо большое, Алексей. Во-первых, хотел бы поблагодарить организаторов за возможность в это непростое время провести профессиональную конференцию. Фактически это для нас основной инструмент обмена мнениями о том, что происходит, тем более с уважаемыми представителями регулятора, что становится наиболее ценным для нас.

Действительно, рынок структурных продуктов в России очевидно складывается. Я дам чуть позже некоторые цифры из нашей практики, но хотел бы обратить внимание, что корпоративные заемщики свою активность снизили, и именно инвестиционные продукты, инвестиционные облигации поддержали российский долговой рынок. И мы видим очевидный интерес наших клиентов к такого рода инструментам. Прежде всего это физические лица, ритейл, и причина здесь очевидна — снижение процентных ставок по традиционным продуктам сохранения (вкладам, облигациям федерального займа и других высококлассных заемщиков), что не устраивает инвесторов, и подталкивает их к возможности инвестирования в иные продукты, имеющие уже несколько большую долю рыночного риска.

Статистика Московской биржи очевидно говорит о том, что физические лица активно вкладываются на рынке и акций, и ПИФов. Срочный и денежный рынки также растут семимильными шагами.

Немножко об инвестиционных продуктах Сбербанка и наших результатах. Прежде всего, хочется сказать, что созданная фабрика работает, несмотря на все сложности, которые были в начале этого года с карантином, переходом большей части команды на удаленку. Тем не менее, активность в этом сегменте росла.

Вот наши цифры по планам на 2020 год и их фактическому выполнению: на 50% увеличивается количество выпусков и ожидается рост объема предложения инвестиционных облигаций более чем на 50%.

Нам удалось за счет оптимизации процессов сократить так называемый тайм-ту-маркет с 14 дней до 6 (это один из наиболее чувствительных элементов, время между рождением инвестиционной идеи и ее реализацией в формате продукта). Причем из этих 6 рабочих дней не менее 4 рабочих дней приходится на процессы биржи. Это одна из больших тем: кроме того, что имеются расходы в виде комиссии биржи, на биржевые процессы расходуется еще и время. Чем меньше срок выпуска продукта на рынок, тем меньше его рыночная волатильность, — соответственно, тем больше можем отдать инвестору мы, не держа риск на книжке.

Как я упоминал, активность клиентов растет. За истекший период 2020 года (сравнению с прошлогодним таким же периодом) у нас добавилось около 38% новых инвесторов. Кроме того, на 50% к аналогичному периоду 2019 года вырос медианный чек инвестиций, сейчас он составляет 375 тысяч рублей на одного инвестора.

Теперь о структурных облигациях. Сразу упомяну, что до сих пор возникает терминологическая путаница. Во всем мире этот инструмент называется «нотами», мы пошли своим путем и назвали его «структурными облигациями». В связи с этим происходит путаница, когда люди (причем на очень высоком уровне) называют структурными облигациями инструменты с защитой капитала. В то время как даже закон говорит о том, что структурная облигация — инструмент исключительно без защиты капитала.

Итак, мы сделали тестовые выпуски структурных облигаций по российскому праву, продолжение — под большим вопросом.

Сначала немножко о том, что представляет собой емкость этого рынка. Сбербанк не может размещать собственные инструменты по английскому праву (в связи с действующими санкционными ограничениями), но мы успешно предлагаем клиентам структурные ноты на базе бумаг иностранных эмитентов. Несмотря на все сложности этого года, произошел рост этого сегмента, хоть и незначительный, и наибольший интерес клиентов вызывают долларовые структурные ноты. Также увеличился медианный чек инвестиций. В плане глубины рынка иностранных нот в России наша оценка — 70 млрд рублей, причем это без учета тех нот, которые БКС выпускает и кросс-листингует на Московской бирже. В принципе, рынок 2020 года — точно не меньше 100 млрд рублей. При этом он существует, он уже сложился и никуда не денется.

Для того чтобы структурные облигации по российскому праву заняли на нем свое достойное место, необходимо стимулировать именно внутренний рынок. И здесь многое зависит от регулятора.

Итак, что же было сделано в этом году Сбербанком? Мы разместили четыре тестовых выпуска структурных облигаций различных форматов. Наверное, профессионалам понятно, что скрывается за этими наименованиями, но вкратце скажу, что мы выпустили два инструмента с кредитной составляющей, один инструмент с составляющей в виде акций, а также один инструмент, который полностью передает все денежные потоки по базовому активу инвесторам. Общий объем выпусков — 2,5 млрд рублей. Казалось бы, тесты прошли успешно. Но масштабирование буксует.

На этапе регистрации новых выпусков мы столкнулись с серьезными сложностями. Столкнулись с тем, что регулятор не понимает, как работает этот инструмент на сложившемся иностранном рынке, и пытается привнести

на российский рынок свое понимание того, как должен работать этот инструмент. При этом, подчеркиваю, рынок уже существует, и если не помогать российскому рынку, то он и останется иностранным.

Мы считаем, что этот рынок должен быть также открыт неквалифицированным инвесторам. Да, для них должны быть инструменты с пониженным риском, более прозрачные, более понятные, не дающие потерять больше определенной объема денежных средств в самом наихудшем случае, но при этом должна сохраняться возможность заработать существенно больше. Дискуссия с регулятором на эту тему продолжается уже более года, в последнее время мы не слышим от регулятора никаких сигналов о том, что готовность продолжить эту дискуссию есть. Хотелось бы довести дискуссию до логического конца и сделать этот рынок (или хотя бы его сегмент) доступным для неквалифицированных инвесторов. Также мы подчеркиваем, что сохраняется асинхронность регулирования различных продуктов, которые в чем-то схожи со структурными облигациями: это и страховые продукты, и продукты доверительного управления, и иностранные ценные бумаги.

Мы очень ценим наш диалог с регулятором, но хотели бы, чтобы регулятор прислушивался к рынку и открывал его для инвесторов, в том числе коллективных (пенсионных фондов, управляющих компаний, страховщиков), а не пытался взрастить под своим тщательным руководством только так, как считает это нужным он сам.

Спасибо большое. Мое выступление на этом закончено.

Алексей Тимофеев. Павел, спасибо большое. Мне кажется, что Павел верно обратил внимание на тот дисбаланс, который складывается в связи с отсутствием хорошего решения для доступа неквалифицированных инвесторов к облигациям, являющимся

в строго юридическом смысле этого слова структурными, то есть такими, которые не дают полной защиты капитала. Это дисбаланс в пользу иностранного рынка, в пользу рынка внебиржевого. И эту диспропорцию — да, действительно, мы не можем устранить уже несколько лет в дискуссии с Центральным банком. Просто потому, что закон, который ввел в законодательство понятие «структурная облигация», предусмотрел, что неквалифицированным инвесторам могут быть доступны не все структурные облигации, а лишь те, которые соответствуют определенным критериям (критерии устанавливает Центральный банк). Мы об этом обязательно переговорим. Неспроста здесь сразу два представителя Банка России, у них, я надеюсь, есть ответ на обращение Павла.

А следующим выступающим будет Артем Мартиросов. Артем, тебе слово. **Артем Мартиросов.** Спасибо большое за предоставленную возможность, спасибо за этот замечательный форум. Я, наверное, буду вторить Павлу и расскажу о том, что происходит в ВТБ на рынке инвестиционных (или квазиструктурных) облигаций и на рынке структурных облигаций, а потом расскажу, какие мы со своей стороны видим проблемы и возможные шаги в направлении развития этого рынка.

Павел хорошо сказал, что фабрика Сбербанка работает. Фабрика ВТБ только что прошла пусконаладку и сейчас находится в активной фазе наращивания выпуска. Мы занимаемся выпуском инвестиционных облигаций еще с 2012 года, когда мы это делали для институциональных инвесторов, но только в этом году активно начали развивать нашу платформу. И, на мой взгляд, добились неплохих результатов: в этом году было 62 выпуска на общую сумму чуть, наверное, больше 19 млрд рублей. Надеюсь увеличить объем размещенных облигаций где-то в 6 раз по результатам 2020 года,

в среднем выпускаем 2–4 бумаги в неделю.

У нас очень хороший тайм-ту-маркет, 2–3 дня занимает процесс выпуска облигации от идеи до момента, когда мы можем ее разместить. Мы сейчас по факту не пользуемся этой возможностью в силу маркетинговых причин, но, тем не менее, обратный запрос клиентов можем обрабатывать очень быстро. О продуктовом наполнении тоже немножко расскажу. У нас где-то 55% инструментов — это инструменты с участием в росте базового актива, 35% приходится на продукты с купонными платежами на основе корзины акций, остальные 15% — различные другие стратегии, популярные на этом рынке. В плане базовых активов где-то 50% — акции российских и иностранных эмитентов, а также индексы акций, и примерно 45% приходится на сырьевые товары. Это что касается инвестиционных облигаций.

Мы также запустили программу структурных облигаций. В этом году было сделано уже три выпуска, по сути, пилотных, сейчас размещается четвертый выпуск. Надеюсь в этом году расширить линейку продуктов.

Что важно для ВТБ как эмитента и что мы видим важным для развития данного рынка?

Первое — это расходы на выпуск. Как Павел правильно заметил, мы существуем не в вакууме, конкурируем с большим количеством продуктов. В первую очередь наша цель — конкуренция и захват рынка структурных нот, которые торгуются ОТС и продаются на российском рынке в больших объемах. Мне кажется, объем этого рынка ближе к 4–5 млрд долларов, и наша среднесрочная цель — сделать этот рынок локальным. Так, чтобы большая часть этих денег оставалась внутри страны и, соответственно, обслуживалась локальной инфраструктурой.

Но сейчас все составляющие инфраструктуры — и биржа, и НРД,

и Центральный банк, и стоимость раскрытий — все это не заточено на бизнес-ориентированного частного инвестора. Вся инфраструктура, вся тарификация исходит из логики корпоративной эмиссии. Все ориентировано на небольшое количество больших выпусков, со средним номиналом 3–4 млрд или 2–3 млрд рублей. В любом случае, если посмотреть внимательно на то, как выглядит эмиссия, как выглядит предложение на локальном рынке, обслуживаемом иностранными банками, то там часто видно, что минимальный лот, с которого начинаются сделки, — это 500 тысяч долларов. Совсем недавно было 30 млн рублей, иногда бывают лоты даже меньше. А текущая стоимость обслуживания и у биржи, и у Центрального банка, и у НРД, и у других участников финансовой инфраструктуры — просто запретительны для сделок такого размера. Что это значит? Это значит, что мы не можем дать инвестору достаточную кастомизацию, не можем сделать конкретную сделку под конкретного человека. Мы вынуждены собирать пулы и делать более усредненное предложение, дольше по времени собирать его. А это, как справедливо заметил Павел, грозит тем, что в результате приходится давать инвесторам ухудшившиеся условия. Потому что на время сбора пула заявок мы берем на себя риск, и, таким образом, должны немножко ухудшать условия для инвесторов, чтобы они могли поучаствовать в этой сделке.

Мы видим со стороны биржи шаги в правильном направлении, попытки актуализировать тарифы под новый, по сути, бизнес. Но они, к сожалению, пока недостаточны. Кроме того, такие шаги нужны абсолютно от всех участников инфраструктуры. Они важны для конкуренции, я подчеркну, с уже существующим конкурентом в виде иностранных банков, которые чувствуют себя на нашем рынке совершенно

комфортно и зарабатывают огромные деньги, обслуживая нашего инвестора вместо нас.

Другой важный момент, про который стоит упомянуть, это тайм-ту-маркет — время от появления идеи до момента, когда мы разместили продукт, продали его клиенту. Тут можно отметить два фактора. Первый — это скорость эмиссионных процедур и со стороны биржи, и со стороны Центрального банка (в том числе, скорость подготовки эмиссии); второй — гибкость самой эмиссионной документации.

Тут справедливо будет похвалить биржу. С нашей стороны мы не видим больших проблем во взаимодействии с Московской биржей, у них достаточно гибкий сервис в виде и ускоренной регистрации, и возможности в рабочем порядке обсуждать документацию, внося корректировки. Мы всем этим, в принципе, пользуемся, тут достаточно комфортно. Хотели бы в этом смысле больше комфорта и больше открытости со стороны Центрального банка: иметь возможность более детально обсуждать всю документацию до того, как подаем на регистрацию, может быть, ускоренные сроки регистрации бумаг. Сейчас по отдельным выпускам регистрация занимает 15 рабочих дней. Соответственно, нет возможности обсудить документацию заранее. Соответственно, есть риск того, что через 15 дней придется повторно ее подавать на доработки. Безусловно, мы видим, что Центральный банк хочет быть открытым, но есть пути, по которым можно двигаться.

Важно подчеркнуть, что для нас важна гибкость эмиссионной документации. Она должна, по сути, представлять собой некий заранее подготовленный конструктор. Так, чтобы основные коммерческие параметры, а именно: базовый актив, способ того, как эмитент платит купон и реагирует на рыночные события, дополнитель-

ные небольшие детали — мы могли определять непосредственно до выпуска. Почему это важно? Потому что конъюнктура постоянно меняется, рынок постоянно меняется. И если мы хотим давать инвесторам возможность зарабатывать на арбитражных ситуациях, на неэффективностях рынка, которые периодически возникают, то это всегда очень узкое пространство возможностей: иногда это дни, реже — неделя, может быть, две. Поэтому важно иметь возможность быстро среагировать, чтобы дать клиенту хорошую доходность, хороший, интересный продукт. И тут важно иметь документацию, которая такую гибкость позволяет.

Если посмотреть на то, как выглядит эмиссионная документация иностранных банков, то именно в такой форме она и работает: есть большой конструктор, который описывает основные классы продуктов, описывает механику, описывает ситуации, которые должны быть отрегулированы на уровне документации. Но конкретные параметры, конкретные детали всегда можно делать в рамках ключевых условий выпуска или какого-то дополнительного документа, который решает проблемы непосредственно перед самым запуском.

Вот, наверное, основные вещи. Безусловно, Павел опять же прав: важно разделять структурные облигации (потому что это всего лишь оболочка для большого класса инструментов) на разные типы. Должна быть хорошая типология продукта, надо понимать, что есть CVN, которые зачастую совершенно не отличаются от облигаций классических, а есть более рискованные продукты, и между ними должно быть разделение. И, конечно, часть продуктов должна быть доступна неквалифицированным инвесторам. Особенно учитывая, что они и так могут получить часть этих инструментов через другие механизмы — тот же ИСЖ без защиты

капитала, доверительное управление, ну и другие механизмы, которые сейчас на рынке есть.

Наверное, больше нечего добавить. Важно сказать, что подход к регулированию структурных облигаций должен быть взвешенным, потому что это всего лишь оболочка. Покупать акции биотехнических компаний, которые двигаются по 50% в день, гораздо рисковее, чем покупать кредитную ноту на суверенный риск страны с рейтингом трипл В. Это важно понимать и разделять, когда мы выставляем ограничения для инвесторов. Спасибо большое.

Алексей Тимофеев. Артем, спасибо. Обращение Артема адресовано и Центральному банку, и Московской бирже, так же, как и выступление Павла Васильева. Речь идет о предоставлении доступа к структурным облигациям неквалифицированным инвесторам, а также об издержках и таймингу выпуска этих облигаций. Послание адресовано Московской бирже. Кирилл говорил о том, что они решают вопрос. Но я думаю, что решение первого вопроса — создание по-настоящему объемного рынка структурных облигаций — позволяет пойти на существенное снижение издержек, связанных с таким выпуском. Более существенное чем то, на которое сегодня Московская биржа была бы готова пойти. Поэтому решение первого вопроса является также решением (или предусловием, что ли) для решения второй задачи.

БКС — компания, которая занимается кросс-листингом иностранных нот. Вот Сбербанк и ВТБ не могут себе этого позволить. Отлично, что БКС это себе позволить может и позволяет, обеспечивая доступ российских инвесторов к иностранным структурным нотам. Вынужденная ли это мера или так и задумано? Эдвард, тебе слово.

Эдвард Голосов. Здравствуйте, коллеги! Спасибо, Алексей. Спасибо организато-

рам — НАУФОР и Московской бирже — за возможность выступить и сказать о том, что важно.

Присоединюсь и к Павлу, и к Артему в оценке, во-первых, важности этого рынка. Если коротко. Вот сейчас октябрь 2020 года. Рынок растет. Даже на нашем примере: мы выпустили за первые 9 месяцев 2020 года столько же структурных облигаций, листингованных на Московской бирже, по иностранному праву (кросс-листингованных, правильнее сказать), сколько выпустили за весь 2019 год. И ведь мы знаем, что это за год — с вирусом и всеми вытекающими. То есть очевидно, что данный инструмент закрывает очень важную потребность инвесторов, и спрос на него есть. Думаю, все коллеги со мной согласятся: бизнес растет, он нужен, тут все хорошо. Но вот в плане развития инфраструктуры (говорю прежде всего о структурных облигациях под российским правом) мы все коллективно, наверное, можем себе поставить только троечку с минусом. Сильно этот инструмент мы не развили. И в этом смысле спасибо Павлу, что он обнажил проблемы. Я во многом согласен с вещами, о которых Павел говорил, и хотел бы тоже их прокомментировать.

Компания БКС первой сделала первые два выпуска структурных облигации под российским правом. Два года назад появился этот новый замечательный инструмент, мы все на него надеялись, понимаем его важность. Несколько наших топовых провайдеров сделали несколько выпусков, но массовым данный инструмент не стал.

Я присоединяюсь и к Павлу, и к Артему, когда они говорят, что расходы получают все равно выше, чем по аналогичным инструментам (под аналогичными я имею в виду как структурные облигации под иностранным правом, так и российские ПФИ). Но основное — это то, что сейчас структурные облигации под россий-

ским правом недоступны массовому инвестору, недоступны самой большой категории — неквалифицированным инвесторам.

А квалифицированным инвесторам, по-хорошему, этот инструмент не нужен. У квалифицированных инвесторов есть иностранные ноты. Это нужно прежде всего неквалифицированным инвесторам. Я хотел буквально пару слов сказать, почему. Мне кажется, это важно.

Сейчас очень большая группа инвесторов начинает выходить из депозитов и открывать для себя инвестирование. Как к этому подходят многие провайдеры? Допустим, банк какой-нибудь, у него есть клиенты с депозитами. Банк говорит: «А давайте предложим данным инвесторам фондовый рынок». Вот, типа, попробуй, например, акции и облигации. А как человек воспринимает слово «попробуй»? Попробуй — это инвестируй на короткий срок (на три месяца, может быть, на шесть месяцев). На мой взгляд, нет худшего совета начинающему инвестору, чем сказать: «Попробуй-ка инвестировать в рынок незащищенных инструментов на короткий срок». Потому что как работает финансовый рынок? Если горизонт инвестирования длинный, то доминирует доход, а если горизонт инвестирования короткий, то доминирует риск. Если вы инвестируете (утрирую) на один день, то ваш ожидаемый доход — ноль. А вот волатильность будет значительная. Вы можете в среднем 2% заработать, 2% потерять. Это на самом деле то, о чем Артем сказал, приводя пример биотехнологических компаний.

Смысл и роль структурных продуктов в том, что они позволяют человеку сделать комфортный переход от совершенно защищенных инструментов (например, депозитов) к полноценному инвестированию, к сбережению на 20-30 лет, с пенсионными схемами и всем остальным.

В такой ситуации обычно говорят: ну так есть же новый инструмент, который наши коллеги очень хорошо развивают, — инвестиционные облигации под российским правом с полной защитой. Они существовали и до структурных облигаций, существуют сейчас, это большой сегмент.

Да, действительно, это инструмент с полной защитой. И я совершенно согласен, что первый структурный продукт инвестор должен купить с полной защитой. Но мы, например, такие инструменты не выпускаем. Точнее, мы не выпускаем их в форме облигаций, мы их выпускаем в форме ПФИ. Потому что у ПФИ есть два очень важных преимущества — во-первых, возможность кастомизации; во-вторых, возможность очень быстро дешевого выпуска, гораздо даже дешевле, чем коллеги выпускают со своего баланса. Причем рыночные условия можно зафиксировать прямо день в день.

Мы это делаем в виде ПФИ, коллеги — в виде инвестиционных облигаций, но принцип точно такой же. Следующий шаг. Допустим, человек попробовал: купил инструмент с полной защитой. Посидел в нем, будем надеяться, заработал, по крайней мере не потерял. Дальше что? Надо ли теперь ему прыгать, как говорится, в дальний конец бассейна, — начинать покупать те самые акции без защиты? Это некомфортный переход. Когда это происходит, то половина краткосрочных инвесторов зарабатывает, а половина не зарабатывает. Те, кто не заработал, уходят, говоря: «Я попробовал, потерял деньги, на этом с фондовым рынком заканчиваю». Те, кто заработал, говорят: «Я все понял, это все очень просто». Начинают инвестировать дальше, на следующем шаге выгорает еще половина. Через какое-то время оказываются разочарованными все. Надо дать неквалифицированным инвесторам доступ

к инструментам с возможностью защиты, — естественно, с разными степенями защиты. Большое спасибо нашему регулятору за то, что они пошли на создание рабочих групп, где мы практически выработали критерии доступа к таким инструментам для неквалифицированных инвесторов. Шла речь о разных степенях защиты: может быть 70%, 80%, 90%, в зависимости от срока инвестирования. Давайте доведем эту работу до конца, потому что это важный инструмент, который на самом деле нужен.

В заключение хочу сказать, что присоединяюсь к тому, что сказали Павел и Артем по поводу важности расходов и важности тайм-ту-маркет. Но это рабочие вопросы. Давайте все-таки дадим нашим массовым инвесторам тот инструмент, который нужен принципиально.

Вот все, что хотел сказать. Спасибо, Алексей.

Алексей Тимофеев. Эдвард, спасибо большое. Следующим выступающим будет Антон Плясунов из «Открытия», которого я бы хотел попросить развить тему. Мне кажется, очень важно то, о чем начал говорить Эдвард: что на самом деле ограничение неквалифицированных инвесторов лишь инструментами с полной защитой капитала часто оборачивается и против их интересов, и против интереса всей индустрии. Это ограничивает возможность предложения финансовых инструментов, ограничивает возможность хеджирования рисков, которые с этим инструментом связаны. Ситуация нетривиальная: то, что, на первый взгляд, кажется защитой, на самом деле защитой не является (скорее, наоборот). Мне кажется, это очень важный вывод. Согласятся ли с ним участники конференции?

Дело не только в том, что спрос на такого рода инструмент существует и удовлетворяется за счет иностранных инструментов, не только о том, что на этом зарабатывают иностранные индустрии.

Сколько в том, что возможность доступа неквалифицированных инвесторов к структурным инструментам с неполной защитой капитала — это вопрос их защиты, в том числе. Антон, тебе слово.

Антон Плясунов. Алексей, спасибо большое. Спасибо, коллеги, за мероприятие, за возможность поговорить о болях, о потребностях.

Хотел бы сначала сказать еще немножко про структурные облигации. Мы видим опыт коллег, связанный с эмиссией структурных облигаций, опыт не всегда позитивный, однако настойчиво хотим сделать это сами. В этом году обязательно выпустим свою структурную облигацию. При этом хотели бы (это есть в планах) выпускать структурную облигацию, как минимум, ежемесячно. Но сейчас такую возможность в план на 2021 год даже не закладываем. Если после тестового выпуска получится решить существующие проблемы, то мы готовы эмитировать по одной структурной облигации ежемесячно. Но если ничего не изменится в регулировании, то, видимо, тест будет единственным выпуском нашей структурной облигации. Рассказываю почему.

Во-первых, я могу повторить все, что говорили коллеги про минусы структурных облигаций. Но я бы добавил следующее: эмиссия такого инструмента оказывает очень сильное давление на капитал по сравнению с остальными инструментами, это очень сильно мешает. А также очень длинная и очень дорогая процедура самой эмиссии.

Но даже если получится победить высокую стоимость и давление на капитал, то, как сказал Павел, возникает фактор тайм-ту-маркета. На самом деле 6 дней для инвестиционной (или как сейчас Алексей ввел, по сути, новый термин — квазиструктурной) облигации — это очень круто, прямо восхитительно круто. Но, тем не менее, 6 дней. Для структурной ноты,

выпускаемой западным эмитентом реальный тайм-ту-маркет — 3–4 дня. Для ПФИ тайм-ту-маркет, если это глубокая инвестиционная идея с идеальной проработкой, составляет сутки. Не 2 дня, а сутки — 24 часа. Если индивидуальный запрос клиента — 30 минут. Мы не хотим выпускать структурные облигации на каждый запрос клиента, безусловно. Но если мы не можем сделать инструмент, который по параметру тайм-ту-маркет будет хотя бы чуть-чуть отставать от обычных структурных нот, то он не сможет занять их место.

У нас есть цель — перейти к секьюритизированным структурным продуктам в российском праве, мы делаем максимальный акцент на это в плане и продаж, и внутренних разработок, и клиентской рекламы. При всех этих усилиях с начала 2020 года получилось выпустить инвестиционных облигаций (тех самых — квазиструктурных) в объеме чуть больше полумиллиарда рублей. При этом всего разных видов структурных продуктов за это время мы продали почти на 50 миллиардов. То есть, результат составляет 1%. Что интересно, 2 млрд из этих 50 млрд — коммерческие облигации, то есть, их выпущено в 4 раза больше, чем квазиструктурных. Это, по сути, та же самая инвестиционная облигация (или квазиструктурная), но она внебиржевая. Почему их получилось выпустить в 4 раза больше, чем таких же, но биржевых? Потому что это дешевле, быстрее, проще.

Очень важное качество, которого не хватает структурной облигации — простота и скорость запуска. Только это поможет ей заместить остальные инструменты. Из тех инструментов объемом 50 млрд рублей мы как минимум половину с удовольствием перевели бы в структурные облигации (это можно технически). И выпускали бы по одной раз в месяц, а может быть, чаще. Но для этого они должны стать проще,

быстрее, удобнее, меньше давить на капитал.

Ну и то, о чем говорил Алексей, на тему риска. Сами по себе структурные продукты — инструмент все-таки достаточно сложный, основная проблема — добиться от конечного клиента понимания, что ему вообще продают. Если смотреть, как действуют, например, европейские регуляторы... по большому счету мы сейчас тоже начали двигаться в эту сторону — имею в виду КИДы. Нужно подтвердить, что клиент понимает суть структурного продукта. Это непросто. Инструмент, действительно, трудный, всегда есть риск миссейла, его нужно жестко контролировать и так далее. Но нужно убедиться в том, что клиент понимает суть продукта. Просто ставить барьер в стиле «защищенный продукт» — не выход. Думаю, любой здесь присутствующий скажет, что мы легко, если захотим, сделаем полностью защитный продукт с вшитой огромной маржой. И шансов получить доходность у клиентов будет очень мало. Но делать так категорически нельзя.

То есть просто защита — нет, этого недостаточно. Потому что инструмент может быть вполне себе с полным риском, но если у него внутри три консервативные бумаги из одного сектора — коллеги, это же безопаснее, чем торговать любой российской акцией, объективно. Поэтому тут, скорее, важно именно понимание.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое, Антон. Я хотел бы, чтобы выступления участников продолжилось выступлением Дмитрия Енукова из Росбанка.

Дмитрий Енуков. Спасибо, Алексей, за приглашение на конференцию, очень важно именно сейчас обсуждать эту тему. И спасибо участникам, которые уже выступали. Мне как представителю байсайда сейчас стали понятнее проблемы продающей стороны.

Но я немножко поспорил бы, что структурные продукты, которые бу-

дут выпускать российские банки, это только история вокруг статуса квал/неквалинвестор. Потому что если смотреть на портфель клиента — да, сейчас у состоятельных частных лиц имеется колоссальный выбор. Есть западные эмитенты, сейчас наконец-то появляются наши эмитенты. И, конечно, должен быть баланс. Я считаю, что в портфели состоятельных клиентов вполне вписываются инструменты российских эмитентов. Зарубежные эмитенты не всегда понимают наш рынок. Они не понимают потребности наших клиентов и не всегда умеют работать с нашими инструментами, особенно российскими акциями. Поэтому здесь должен быть найден баланс. Думаю, что в перспективе 3–5 лет часть портфелей наших клиентов будут составлять российские эмитенты структурных продуктов.

Но я поддержу и Павла, и Артема: текущая ситуация достаточно сложна, чтобы двигаться дальше. Коллеги уже сказали о размерах комиссий, о сроках выпуска бумаг. Это чистый арбитраж, он не дает возможность обеспечить такую же гибкость, как у зарубежных эмитентов. У Росбанка есть центр экспертизы в Москве и центр экспертизы в Лондоне, и я выбираю, кто сделает продукт быстрее и качественнее. Но пока часть решений через Москву мы не можем сделать так же быстро: потому что комиссии, потому что сроки. Это надо решать.

Тем не менее, мы двигаемся на этом направлении. В этом году будем размещать нашим частным состоятельным клиентам структурную облигацию Росбанка. Поддержу Антона: надо хорошо понимать, насколько правильно мы поступаем с клиентом, предлагая такой инструмент. Очень важный элемент — обучение сейлзов. Мы тратим сейчас очень много усилий, времени и ресурсов, чтобы правильно обучить наших сотрудников: это касается и базовых элементов продукта, и разницы между

продуктами зарубежными и российскими. Вот когда эти балансы сойдутся, тогда будет хорошая, качественная часть рынка российских инструментов. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Следующим выступающим будет Данила Панин.

Данила Панин. Добрый день! Я как представитель байсайда хотел бы рассказать о клиентском взгляде на структурные продукты. Расскажу немножко о том, что мы видим в зарубежном опыте, немножко про Россию и завершу рассказом о клиентах.

На зарубежном рынке выделяем три тренда. Первый — рост спроса на продукты без защиты капитала. Это обусловливается глобальным снижением процентных ставок. Доходности по классическим инструментам падают, люди стараются брать более доходные инструменты, беря при этом дополнительный риск.

Вторая тема — рост популярности ESG. В Европе это достаточно большой топик, очень много спроса приходится на Францию и Бельгию, количество выпусков и объемы продаж растут очень большими темпами. Например, в 2019 году таких продуктов выпустили в два раза больше, чем в 2018 году.

Третий тренд — недостаток продуктовых новаций, как бы странно это не звучало. Европа торгует барьерные ноты на индексы, корзины акций и отдельные акции, корзины индексов. В принципе, на этом продуктовая новация заканчивается. Волатильность этого года последний раз подчеркнула, что нужны новые продукты. Глобально структурные продукты более популярны в Азии, чем в Америке или чем в Европе. До недавнего времени самым большим рынком структурных продуктов была Южная Корея. Сейчас пальму первенства перехватил Китай. Могу сказать, что азиаты в целом гораздо более рискованные инвесторы, чем европейцы.

Еще хотел бы поделиться наблюдением о структуре спроса на инструменты в 2020 году (точнее, о его изменениях по сравнению с 2019 годом) со стороны хайнет клиентов. В прошлом, условно нормальном году, хайнееты были, как по учебнику, консервативными, больше хотели сохранить и не потерять, чем заработать, предпочитали продукты с сохранностью капитала. 2020 год очень сильно поменял этот паттерн: падения рынка создавали фантастическое количество новых возможностей, которыми хайнееты пользовались. Это наблюдение косвенно подтверждает, что аппетит к риску — не константа, он меняется, и в текущий момент в России нет локального инструмента, который мог бы этот аппетит удовлетворять. Соглашусь с коллегами, что в целом структурные облигации с неполной защитой капитала и повышенной доходностью имеют смысл для решения таких задач.

В России основной спрос на структурные продукты приходится со стороны частных инвесторов. Весь этот спрос, по нашему мнению, распространяется на два типа продуктов — иностранные ноты и локальные инвестиционные облигации. Иностранные ноты удовлетворяют спрос на повышенную доходность в валюте для людей, которые готовы брать больше риска, покупать продукты без стопроцентной защиты капитала. Инвестиционные облигации — это аналоги депозитам, консервативные рублевые инвестиции. Здесь, по нашему мнению, локальных выпусков с повышенной доходностью тоже не хватает.

Двигаясь потихонечку к завершению, хотел рассказать о том, что мы видим среди клиентов нашей компании. Клиентов, которые инвестируют в структурные продукты с компанией «Альфа-Капитал», более 4 тысячи, это более 10% активов под управлением

компании, это очень большой портфель. Мы накопили достаточно много опыта в работе с этим инструментом. Могу сказать, что 2020 год в целом бросает этому рынку вызовы и рождает новые запросы от клиентов. 2020 год очень ярко проиллюстрировал реализацию так называемого worst-of риска. Мы видим, что широкий рынок в плюсе, однако большая часть акций в индексе S&P с начала года в минусе.

В качестве завершающего слова я бы хотел сказать, что в целом регулирование структурных облигаций — это вещь крайне важная. Но я бы говорил не только о регулировании, а приоритизировал тему раскрытия информации, максимальной прозрачности продукта. Потому что структурные продукты бывают разные — с защитой капитала, без защиты капитала. Самое важное, чтобы клиенты понимали в итоге, что они покупают, чтобы новые продукты, которые мы собираемся выпускать под российским правом, были максимально прозрачны и понятны клиентам.

У профучастников появляется новая функция не только провайдеров финансовых продуктов, сервисов и услуг, но и в некоторой степени образовательная: мы должны научить наших клиентов понимать, какой продукт им подходит и предложить такой продукт. На этом, собственно, все. Спасибо большое.

Алексей Тимофеев. Данила, спасибо. Следующий мой собеседник — Ирина Осиюк. Многие из участников конференции упоминали работу, которая велась в рамках рабочей группы, созданной с Центральным банком, с целью разработки критериев доступа неквалифицированных инвесторов к структурным облигациям.

О чем, собственно говоря, идет речь? Я собираюсь это показать, но начну, наверное, с другого. Я думаю, что введение в закон правила о том, что неквалифицированным инвесто-

рам могут быть доступны лишь те структурные облигации, которые соответствуют определенным критериям (установленным Центральным банком) — это не просто неправильно, это ошибка. В принципе, это требование не следует использовать и для других структурных продуктов. От этого следовало бы отказаться.

Тем не менее, мы сделали очень большую работу в поиске тех критериев, которые бы сделали эти облигации приемлемыми с разных точек зрения. Позвольте, я предложу вашему вниманию презентацию, которая отражает состояние дел на осень прошлого года. Из-за пандемии работа приостановилась, но вот о чем мы договорились в прошлом году осенью. Я очень надеюсь, что Ирина пообещает в ближайшее время после конференции встретиться и эту работу продолжить.

Итак, мы договорились о том, что значение уровня предельных потерь по структурным облигациям для облигаций с дюрацией более трех лет не должно превышать 30% от номинальной стоимости. Мы сделали достаточно гибкую шкалу распределения по времени: не более 15% в первый год, не более 7,5% во второй, не более 22,5% в течение двух лет и не более 7,5% в течение третьего года. И в общем не более 30% от номинальной стоимости.

Мы также договорились, что эмитентами структурных облигаций, доступных неквалифицированным инвесторам, могут быть только лица, которые поднадзорны Банку России, или их специализированные финансовые общества. Мы договорились о том, что условием доступа неквалифицированных инвесторов к структурным облигациям будет их размещение на биржах. Мы договорились о том, что цены, которые формируются в отношении базовых активов, должны быть прозрачными и, стало быть, должны включать в себя инструмент,

имеющий рыночную котировку на бирже, либо будут доступны в виде какого-то индикатора на ежедневной основе. Для индексов мы предварительно согласились с тем, что, если такие индексы соответствуют (с точки зрения порядка их расчета и раскрытия информации) принципам IOSCO, то они делают такой базовый актив структурной облигации возможным для сделок неквалифицированных инвесторов.

Ну, и наконец, мы согласились о том, что выплаты по структурным облигациям для неквалифицированных инвесторов возможны как денежными средствами, так и ценными бумагами.

О чем мы осенью прошлого года не договорились? В левой колонке отражены предложения Центрального банка, а справа — позиция НАУФОР по этому поводу.

Установление уровня предельных потерь инвесторов, на наш взгляд, не должно касаться дефолтных облигаций. Вместо того чтобы устанавливать ограничения предельных потерь по дефолтным облигациям, мы предложили использовать определенный рейтинг для контрольных лиц, с которыми выплаты по облигации будут связаны. Мы предложили, какого рода рейтинги должны в этом случае использоваться. Да, в случае с дефолтными облигациями инвестор может потерять 100% номинальной стоимости. Единственное, на что он может положиться, — что контрольное лицо, с судьбой которого связаны выплаты по облигации, на момент продажи этой облигации соответствует определенным кредитным рейтингам. Центральный банк предлагал меньшее количество контрольных лиц, по-моему, два, мы предложили допустить возможность не более четырех контрольных лиц. Мы не согласились с Центральным банком в том, что именно за владельцем структурной облигации должен оставаться выбор, за счет чего именно будет облигация

погашаться — денежными средствами либо активами. Это должно быть предусмотрено условиями облигации и не зависеть от выбора владельца, если только самими условиями этой облигации такое право не предоставлено. Есть некоторые вопросы, которые связаны со сложностью расчета сумм выплат, но они носят, на мой взгляд, второстепенный характер.

Ирина, что ты думаешь по поводу первой моей мысли — отказаться от каких бы то ни было критериев доступности структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов? Давайте бросим заниматься этой довольно тяжелой и длинной работой, положимся полностью на правила раскрытия информации, разъяснения существа структурных облигаций неквалифицированным инвесторам, как мы поступаем в отношении других структурных продуктов? И что Центральный банк думает по поводу разногласий, а также вправе ли мы рассчитывать на достигнутые соглашения сейчас, осенью 2020 года?

Ирина Осюк. Добрый день, уважаемые участники конференции! Очень рада, что в такое непростое время все-таки возможны широкоформатные события, которые позволяют собирать большое количество спикеров, которым интересна данная тема. Что же касается свежего, бодрого предложения вообще отказаться от истории с критериями. Ну, вы же понимаете, что это невозможно. Мы не можем сказать: «Ладно, давайте забудем, что это написано в законе, и просто не будем его применять». Это не рассматривается. Если есть мысль о том, что идея была не столь хороша и надо отказываться от установления критериев для структурных облигаций под некавалов, то это надо делать законодательным путем, и никак иначе. На уровне дискуссии между регулятором и рынком решено это быть не может. Поэтому критериям быть.

Действительно, коронавирус и свалившиеся в связи с ним гигантские сложности отодвинули историю с критериями на второй план как не жизненно важную. Но все-таки сложа руки мы не сидели, внутри себя очень много усилий и времени посвятили тому, чтобы все-таки отработать концепцию критериев с тем, чтобы сейчас, когда уже наступает возможность вернуться к постепенному решению большего круга не столь жизненно важных проблем, выйти к рынку уже с проработанным материалом, который мы в прошлом году очень активно обсуждали.

Регулятор внутри себя согласовал видение концепции критериев структурных облигаций, которые можно предлагать неквалифицированным инвесторам, на высоком уровне подтвердил эти согласования. По сравнению с состоянием на прошлый год очень много изменилось. Мне кажется, что во многом в лучшую для рынка сторону.

Пробегусь сначала по презентации Алексея. Насчет уровня предельных потерь в 30% — да, мы действительно об этом договорились. Мы пытались осознать в прошлом году, все-таки откуда взяты эти цифры — 15, 22,5 и 30%, пришли к выводу, что это прикидка. Она рассчитана примерно на сопоставлении долгосрочности и рискованности инструментов по анализу фактического движения разных инструментов за последние 15 лет. О'кей, пускай будет так.

Но помимо установления защиты через предельный уровень потерь, мы пришли к выводу о том, что классный базовый актив сам по себе представляет достаточно большую защиту. Поэтому в текущей концепции критериев структурных облигаций для некавалов у ЦБ в этом вопросе закреплена дуализм. Либо заложена качественная база: это определяется по рейтингам, например, эмитентов тех бумаг, которые заложены в базу. Так вот, если база сама по себе

классная, то максимальный уровень потерь даже для некавалов устанавливаться не будет.

Либо, если в основу базы структурной облигации заложен не столь высококлассный актив, то тогда вступает в силу требование о том, что эмитент должен гарантировать своим приобретателям, некавалифицированным инвесторам, что размер потерь не превысит 30%. Логично описать это по плавной кривой.

Далее. Отказались от того, чтобы ограничивать субъектный состав эмитентов структурных облигаций, потому что нормально проконтролировать это, особенно после того, как облигация вышла в свет, невозможно: нельзя запретить передавать долю в специализированном финансовом обществе, например. Понятно, что изначально субъектный состав эмитентов ограничен напрямую законом. Поэтому от этого отказались, это не нужно.

Также отказались от критерия делать структурную облигацию доступной некавалам только в случае, если она размещается на биржах. Это излишество фактически.

Принцип прозрачности — да, это очень важный момент. Он в нашей концепции остался. Допустимость выплат по структурной облигации или денежных средств, или ценными бумагами — да, это тоже осталось в концепции. Здесь мы все-таки не согласны с тем, что это определяет эмитент. Если он предлагает либо деньги, либо базовый актив, то это должно происходить на усмотрение приобретателя-некавала.

Далее. То, что осталось на уровне обсуждения с рынком. Частично я уже сказала: установление предельных уровней потерь инвесторов (предлагалось не устанавливать предельный уровень потерь для структурных облигаций с классной базой) — здесь мы согласились, это включено в концепцию.

Ограничение количества контрольных лиц. Да, мы согласились с тем, что

можно брать четыре контрольных лица, это нормальный подход, достаточный для понимания инвесторов.

Относительно уровня сложности и порядка определения сумм выплат — это невероятно сложно заложить в описании нормативного акта, поэтому отказались в сторону прозрачности и в сторону тестирования, об этом я тоже отдельно расскажу.

Итого, что сейчас представляет собой концепция критериев структурных облигаций для некавалифицированных инвесторов?

Первое — либо качественная база и высокорейтинговый эмитент бумаг, от которого зависит выплата по структурной облигации, либо высокорейтинговое контрольное лицо. Это первый вариант уровня защиты. В этом случае не требуется ограничивать максимальный уровень потерь. Если база не столь классная, то максимальный уровень потерь ограничивается 30% на горизонте до трех лет, и это определяется по кривой.

Второй критерий — выплаты по структурным облигациям должны происходить деньгами или качественным базисным активом по выбору владельца структурной облигации.

Что такое качественный базовый актив? Для того чтобы некавалифицированный инвестор мог получить в собственность бумаги или инструменты, он должен иметь возможность их в принципе приобретать. Поэтому в базу не может быть заложен тот инструмент, который не доступен для приобретения некавалифицированным инвестором. Логика, я думаю, очень простая и понятная, здесь вопросов особенных возникать не должно.

Единственно, мы пришли к выводу о том, что производный финансовый инструмент как базовый актив для структурной облигации, предназначенной для некавалов, невозможен. Поэтому его мы исключаем из возможной базы.

Третий критерий — понятность базового актива. Здесь, в общем, тоже все понятно.

Четвертый критерий — прозрачность базового актива. Достигнуть ее можно только за счет раскрытия информации об этом базовом активе. Уже, по-моему, Данила Панин сказал о том, что самым важным для нормальной работы с клиентом является как раз раскрытие информации о том, что за инструмент он получает. Это верно, с этим мы полностью согласны. Для структурной облигации, предназначенной некавалам, должна быть прозрачна сама структурная облигация, но также должен быть прозрачен ее базовый актив. Это означает, что эмитент структурной облигации добровольно берет на себя обязанность раскрывать информацию о базовом активе, а также обязанность заложить в структуру своей облигации возможность владельца требовать досрочного погашения в том случае, если эмитент нарушил взятое на себя добровольное обязательство о раскрытии информации относительно базового актива.

И последний критерий, который регулятор с рынком не обсуждал, мы сформулировали его внутри себя. Это фактически введение требования, чтобы внутри структуры такой облигации не было заложено большое плечо. То есть соотношение объема базового актива и объема размещаемых облигаций должно находиться в определенных рамках. Это новая штука, мы ее с рынком не проговаривали. Обсудим, когда регулятор вынесет на обсуждение текст нормативного акта. Возможно, здесь тоже какие-то интересные мысли прозвучат, мы их тоже воспримем.

Такова в общих чертах концепция критериев, которые будут положены в нормативный акт Банка России о критериях. Плюс частично вступил в силу (и с 22 апреля 2022 года полностью вступит в силу) закон о категоризации инвесто-

ров, — в связи с этим два обстоятельства очень важных.

Во-первых, под тестирование неквалифицированных приобретателей структурной облигации будут заложены отдельные правила. Очень простые. Если приобретение базового актива требует для неквалифицированного инвестора тестирования, значит, соответственно, приобретение облигации с включенным туда базовым активом, требующим тестирования, также требует тестирования. Логика простая, она, соответственно, будет заложена в другом нормативном акте. Даже это, наверное, будет не нормативный акт, это будут правила продаж, но подход будет ровно такой. Я надеюсь, Елена Шервуд более подробнее об этом упомянет в своем выступлении.

Ну, и последнее. Нам показалось, что очень правильно и логично связывать вступление в силу нормативного акта о критериях для структурных облигаций под неквалов со вступлением в силу правил продаж, то есть вступление в силу закона о категоризации инвесторов в апреле 2022 года. Поэтому акт мы будем делать сейчас, и примем его либо в этом, либо в следующем году. Но в силу он вступит только вместе со вступлением всей нормативной или регуляторной базы под категоризацию инвесторов в апреле 2022 года. Собственно, все.

Алексей Тимофеев. Спасибо.

Смешанные чувства, я не знаю, что скажут остальные участники. В целом, как мне кажется, есть хорошее продвижение в отношении критериев, если не иметь в виду некоторые непонятные пока, требующие дополнительного обсуждения вопросы, как-то: качество базового актива и ограничение на плечо. И, конечно, плохая новость — откладываемое до 2022 года вступление в силу этих критериев.

Что касается правил продаж: да, тестирования еще не будет, а правила продажи уже вступают в силу с 1

января этого года. Во всяком случае, все участники финансового рынка, являющиеся членами двух профессиональных ассоциаций, должны будут подчиниться стандартам предложения финансовых инструментов, где структурным облигациям посвящены три отдельных паспорта. Поэтому я бы, честно говоря, предложил подумать об этом еще раз. Пусть, может быть, еще не будет готово решение по тестированию, но что касается деятельности сейлзов и инвестиционных советников, все решения есть.

Конференция сейчас продолжится. У всех ее участников будет возможность высказать собственную точку зрения по поводу того, что они услышали, и я буду признателен вам, если вы это сделаете.

А сейчас я бы хотел обратиться к Елене Шервуд. Может быть, Лена поделилась бы своими соображениями об отношении к структурным продуктам с точки зрения защиты.

Важно понять, что существуют очень простые структурные продукты, но очень многие структурные продукты — сложные. И здесь без доверия к индустрии, наверное, обойтись нельзя. Конкуренция, хороший регулятивный баланс (я имею в виду правильные критерии отнесения инвесторов к квалифицированным и неквалифицированным, ограничение доступа к тем или другим инструментам, не чрезмерные правила по тестированию) — все это очень важно для того, чтобы этот комплекс сработал. И, с одной стороны, защитил бы интересы инвесторов, а с другой — позволил бы рынку развиваться на началах конкуренции, где именно экономические соображения обеспечивали бы защиту интересов инвесторов в большей, может быть, степени, чем регулятивные решения. Лена, тебе слово.

Елена Шервуд. Алексей, спасибо.

Коллеги, также хочу выразить благодарность и НАУФОР, и Московской

бирже, что у нас есть возможность встретиться и поговорить на такую важную тему, как структурные продукты. В целом хочу рассказать о своем видении защиты на этом рынке и о том, как регулятор видит этот инструмент в плане именно понимания его инвесторами.

Ну, наверное, первое — это поступление жалоб. Тут стоит отметить, что жалобы есть — как на сам продукт, так и на порядок продаж либо брокерское обслуживание по нему.

В рамках выступления предыдущих спикеров я выделила для себя тему понимания. Потому что инвестору нужно понимать, что на рынке нет плохих продуктов как таковых: есть, во-первых, сложные для понимания продукты; во-вторых, могут быть некачественные продажи таких продуктов. Я бы остановилась именно на рисках и сложности.

Есть риски, потому что продукт рискованный, и есть сложность — сложность в понимании продукта. Но есть еще второй риск — продаж. Продажа должна быть очень качественной. При продаже людям надо фактически разворачивать продукт, объяснять его спецификацию, что находится внутри. И, самое главное, говорить о том, какая есть защита и какие комиссии защиты в рамках использования этого продукта.

Наверное, есть еще один риск, в плане защиты инвесторов, — риск предложения продукта определенным слоям населения. Есть так называемые долгие продукты. Есть особый подход к защите, в том числе, если человек покупает через дистанционные каналы продаж. Вот эти особые риски по предложению продукта незащищенным слоям населения тоже нужно отрабатывать.

Если говорить, куда мы движемся в рамках важности понимания природы структурных продуктов и их продаж неквалифицированным инвесторам, то тут я остановлюсь на четырех важных составляющих.

Первое — повышение качества информирования. Вот я слышала, предыдущие спикеры говорили о теме ИСЖ. Важно отметить, что для ИСЖ уже установлен нормативный порядок создания паспорта продукта. Мы сейчас в рамках саморегулирования установили определенные формы КИДов (ключевых информационных документов) для сложных продуктов. В частности, это структурные облигации с возможностью досрочного автопогашения, со встроенным кредитным риском или с доходностью, которая зависит от индекса. Планируется, что с декабря приступим к уведомлению в рамках КИДов.

Важно все объяснить и показать, не допускать формального ознакомления инвесторов с такого рода документами.

Тему раскрытия информации регулятор затронул в консультационном докладе о предложении сложных финансовых инструментов. Там мы говорили о едином формате КИД, чтобы потребитель имел единый формат представления информации и мог сравнивать разные продукты: структурные продукты, продукты с инвестиционной составляющей.

Самое главное — это простая, краткая, доступная для понимания форма. Тут возникают основные диспуты: что именно является простой, краткой, понятной формой. Потому что очень часто то, что мы понимаем как юристы, как экономисты, как профессиональные инвесторы, непонятно некавалифицированным инвесторам, сложно для их понимания.

Но есть еще тема тестирования: а не подписал ли человек уведомление о рисках не глядя, ознакомился ли с ключевым информационным документом, понимает ли тот продукт, который покупает?

Тут мы обсуждаем, в том числе с саморегулируемыми организациями, несколько блоков вопросов. Первый блок — вопросы понимания: пони-

мает ли человек рынок? Понимает ли он риски, возникающие на рынке? Второй блок — понимание инструмента. Изменения в законодательство, мы уже это проговаривали, вступают в силу с 1 апреля 2022 года, но сейчас наша главная задача — обеспечить глубину и полноту вопросов для тестирования, чем регулятору вместе с индустрией нужно будет заняться в ближайшее время. Очень важно, с одной стороны, не перезагрузить тестированием, а с другой — сделать его достаточным.

Ну и, четвертый блок — это правила продаж. Когда мы говорим о механизме тестирования, то помним, что это определенная брокерская услуга. Но нельзя забывать о внебиржевых продажах инструментов, в том числе, в рамках агентских продаж. Тут очень важно проговорить о законодательном закреплении правил продаж для того, чтобы агенты, предлагающие те или иные продукты, в том числе в рамках внебиржевых сделок, тоже имели законодательно определенные правила предложения этих продуктов. А самое главное, чтобы существовала определенная ответственность за нарушение этих правил продаж.

Вот, наверное, наиболее важные темы для защиты прав потребителей, по которым мы планируем двигаться дальше. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Елена, спасибо большое. Я думал о том, каким могло бы быть временное решение для проблемы, о которой говорила Ирина. И подумал, что если бы (мы же рассматривали такой вариант) правила тестирования в отношении структурных облигаций были установлены на уровне внутренних стандартов саморегулируемых организаций, то мы могли бы справиться с этой работой относительно быстро. И уже до вступления в силу закона о категоризации, до 1 апреля 2022 года, возможно, получили бы решение по доступу некавалифицированных инвесторов. Пусть временное решение, но решение по доступу некавалифици-

рованных инвесторов к структурным облигациям.

Думаю, что все участники конференции разделяют мою точку зрения, что задержка в этом смысле вредна развитию рынка, увеличивает его перекосы и, скорее, вредит интересам инвесторов, чем защищает их. Давайте это обсудим. Второе, чего я хотел от Ирины — получить обещание, что мы в ближайшее время встретимся для продолжения этих консультаций. Сейчас мы, наверное, поступим так. Я предлагаю всем участникам конференции высказаться по поводу тех инструментов, которые мы до сих пор не обсуждали: несекьюритизированные, внебиржевые производные финансовые инструменты, структурные продукты не в секьюритизированной форме. Давайте это обсудим. И, как я уже сказал, буду также рад вашим комментариям в отношении выступлений Ирины Оснюк и Елены Шервуд.

Могу я попросить начать Эдварда Голосова? Если он даст общие подходы, я думаю, это будет очень полезно для продолжения разговоров, в том числе, для наших коллег из Центрального банка, для того чтобы, может быть, лучше подчеркнуть различия производных финансовых инструментов, их значение и смысл интереса розничных инвесторов к ним.

Эдвард Голосов. Да, спасибо, Алексей. Слайд уже виден. Постараюсь сфокусироваться на самых основных чертах этих инструментов — почему они существуют, какую роль играют, почему удобны? Мы говорим о ПФИ, это производный финансовый инструмент, который выпускается на внебиржевом рынке.

Вот две колонки: в центре — собственно ПФИ, производные финансовые инструменты, а для сравнения, в последней колонке — ноты по западному праву. Нот по западному праву мы выпустили в прошлом году примерно на 40 млрд рублей, в этом году уже на 30 миллиардов рублей; в прошлом году сделано 60 выпусков, думаю, в этом году

дойдем до 40-45 выпусков. Мы используем и тот, и другой инструмент.

Итак, скорость выпуска. Как правильно сказал Антон, можно выпустить ноту в течение дня. Для сравнения: для наших нот срок выпуска составляет от 7 до 14 дней. Раньше это занимало больше времени, спасибо «Московской бирже», они ускорились. Но все равно на выпуск уходит минимум 6-7 дней. Естественно, если есть, допустим, состоятельный клиент, который хочет сделать сделку сейчас, а не через неделю, то инструмент ПФИ более удобен.

Минимальная сумма инвестиций. Производный финансовый инструмент можно делать от 10 тысяч рублей. Это базируется на экономике. То есть, инфраструктура настолько дешевая, что можно сделать производный финансовый инструмент от 10 тысяч рублей. Я думаю, можно и ниже выпускать, но это просто уже не имеет большого смысла в плане продаж и маркетинга. В то время как для ноты стандартная сумма 1250 долларов либо 1250 евро, то есть, скажем так, от 100 тысяч рублей.

Стоимость выпуска. Практически нет прямых расходов. Если имеется инфраструктура, то дополнительные koszty на новый выпуск практически нулевые. В то время, как за выпуск нот надо заплатить совершенно четкую сумму. Причем в случае западных нот она меньше, потому что рынок более эффективен, он дольше живет. Наша структурная облигация под российским правом, как уже многие участники говорили, пока дороже. Мы надеемся, что станет дешевле, но пока дороже.

Далее, кастомизация. Этот инструмент позволяет сделать кастомизированный структурный продукт под клиента. В то время, как при выпуске ноты меньше определенного номинала расходы не отобьются. Планка — от 300-500 тысяч долларов, как правило, ниже не опускается. В то время как кастомизированный ПФИ можно сделать для одного клиента, с минимальным объемом.

Фиксация рыночных условий. Мы не выпускаем инвестиционные облигации с полной защитой капитала. Когда мы делаем продукт с полной защитой капитала, то, как правило, это ПФИ. Только так можно сделать продукт максимально понятным для клиента, который ничего, кроме депозитов, не использовал.

Ведь когда человек приходит за депозитом в банк, он может прийти сегодня, прийти завтра — в любой день ему предлагают одни и те же условия. Вот срок депозита, вот сумма депозита, вот процент, ну и плюс еще условия. Все рассказали и объяснили. Если речь идет о секьюритизированном структурном продукте, то там происходит процедура пулирования. Набираются заявки, потом происходит сам выпуск, условия фиксируются немножко позже, чтобы они были одними и теми же для всех клиентов. То есть, процедура сложнее. В то время, как для выпуска ПФИ не надо ничего пулировать, определять условия позже и прочее. Можно делать этот ПФИ каждый день: да, рынок дышит, цена акции ходит туда-сюда, но ты выпускаешь на одних и тех же условиях. Поэтому можешь разместить условия, условно, в мобильном приложении или на цифровом канале: акции такие-то, параметры такие-то. И эти условия всегда будут справедливыми вне зависимости от того, как гуляет цена.

Собственно, вот эта гибкость ПФИ помогает выпустить этот инструмент на срок один, два, три месяца. Конечно, можно и ноту выпустить на один, два, три месяца. Но если думать о конвейере, то это становится дорогим удовольствием: на короткий срок выпускать сравнительно дорогие инструменты.

Ликвидность. Точно так же. Понятно, биржевой инструмент всегда можно продать. Но, чтобы его продать, кто-то должен выполнять роль провайдера ликвидности, маркетмейкера. Здесь есть возможность досрочного расторжения. Ноты можно выпускать в разных валютах, но в России только в рублях.

Если переключиться на следующий слайд, то вот график, который очень просто объясняет, как, собственно, работает продукт. Всегда есть защита капитала. При погашении продукта человек в любом случае получит то, что инвестировал в первый день. То есть, если человек говорит: «Работал только с депозитами, хочу попробовать что-то похожее», — то для него наиболее просто выпускать, по нашему опыту, именно ПФИ.

Заканчиваю. Каковы две основные причины, по которым ПФИ востребованы, причем не только у нас, но и на западе? Это, как я уже сказал, во-первых, простота и быстрота выпуска, низкие расходы. Во-вторых, возможность кастомизации, когда клиент приходит и говорит: «Я посмотрел ваше стандартное предложение, там корзина бумаг (к примеру), а я не верю в компанию «Тесла». Можете «Теслу» быстро заменить на что-то другое?». Если бы мы выпускали ноты — это долгая процедура, и, как правило, для одного инвестора бы ее не сделали. А здесь можно просто заменить один базовый актив, пересчитать и предложить клиенту продукт.

Но на Западе и расходы, и тайм-ту-маркет гораздо ниже. Потому что, когда западный эмитент хочет выпустить ноту, он, условно, посылает в Евроклик e-mail: «Мне нужны 10 ISIN». И ему их дают. С российскими провайдерами так не работают. Поэтому у нас получается немножечко дольше. Но вторая причина — возможность кастомизации — совершенно четко работает. На Западе ПФИ с кастомизированными корзинами предлагают состоятельным клиентам и частные банки, и провайдеры структурных продуктов без проблем. Инструмент очень важный и нужный. Но для российских секьюритизированных инструментов надо решить проблему с расходами и с фактором тайм-ту-маркет. Мне кажется, будущее у этого продукта есть. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо, Эдвард. Эдвард, по-моему, очень убедительно объяснил, почему спрос на его внебиржевые инструменты сохранится и в отсутствие инструментов биржевых. И, вероятно, ему не придется беспокоиться, стоит ли их секьюритизировать, нет ли. Он так и продолжит предлагать внебиржевые инструменты, если мы не допустим неквалифицированных инвесторов к биржевым структурным облигациям раньше, чем об этом сказала Ирина.

Антон Плясунов следующий.

Антон Плясунов. Алексей, спасибо. Есть структурные продукты, а у них есть оболочка. Структурная облигация — это вариант оболочки, мы очень надеемся, что он будет хорошим. Инвестиционная или, как вы сейчас сказали, квазиструктурная облигация — это вариант оболочки. ПФИ или там ВПФИ (внебиржевой производный финансовый инструмент) — тоже вариант оболочки структурного продукта. В этом смысле для регулятора вообще, как мне кажется, не должно быть важно, в какой именно оболочке инструмент существует.

Абсолютно все равно, в какой оболочке мне продают структурный продукт, категорически неважно. КИДы, понимание сути продукта, контроль продаж — вот правильный путь. Здесь регулятор очень правильно движется, и мы готовы это вместе обсуждать.

Образовательная часть структурных продуктов — это очень важный момент. По большому счету, лучше бы нас обязали учить клиентов. Повышение финансовой грамотности — объективно нужно.

Возвращаясь к тому, что говорил Эдвард. Да, ПФИ — это очень быстрый, очень удобный, очень простой инструмент, который очень подходит для индивидуальных сделок. Он должен регулироваться ровно так же, как любой другой структурный продукт: те же самые КИДы, те же самые паспорта. Это совершенно нормальный подход. Целиком

от ПФИ уйти не получится, потому что всегда будут узкие ниши, где ПФИ сделать проще и быстрее. Место для ПФИ всегда должно оставаться. Просто регулирование должно быть таким же.

Алексей Тимофеев. Антон, спасибо большое. Дмитрию Енукову следующее слово.

Дмитрий Енуков. Да, спасибо большое. Прокомментирую коллег. Действительно нужно анализировать все инструменты совокупно, причем с точки зрения целей финального клиента. Думаю, что все банки готовы посвящать много времени именно диалогу с клиентом в плане понимания продукта. Потому что банкирам тоже нужно работать спокойно, чтобы потом не возникало с клиентом каких-то нюансов.

Мы для себя сейчас поняли, во-первых, что клиенты относятся к риску гораздо спокойнее, чем раньше. Во-вторых, диалог клиентов с банкирами сейчас стал гораздо более открытым. У нас в этом году большую часть продаж продуктов составляют индивидуальные стратегии. Мы слушаем, чего клиент хочет, и возвращаемся к нему с решением, с учетом сложности этого решения, быстро или не очень быстро. Это важно, потому что клиенты доверяют банку в плане качества решений, но у них всегда теперь есть право подискутировать

Третий момент — валюта. Если раньше в качестве валюты продаж структурных нот доминировал доллар, то в этом году — также и евро, и рубли. Это итог снижения ставок, но это еще также итог обучения клиента. Стратегии у клиентов тоже удлинились. Клиенты понимают, что краткий срок — это риск. Поэтому появляются более длинные стратегии, на 3–5–7 лет.

Исходя из этих критериев, мы уже готовимся к тому, что будет в 2021. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Дмитрий, спасибо. Мне кажется, очень важна история эволюции клиентов и то, какую роль

играет индустрия в такой эволюции. Действительно, деревья не растут с той скоростью, которой нам хотелось бы. Но если ограничить их рост, то расти они будут медленнее возможного. Мне кажется, правильно было бы положиться на процесс эволюции. Идет ли речь о состоятельных или розничных клиентах, не важно, — все они становятся более разнообразными в своих предпочтениях и чем дальше, тем больше научаются работать с финансовой индустрией. Следующий, кому я бы предложил выступить, пусть будет Данила Панин.

Данила Панин. Спасибо за слово.

Тема ПФИ в качестве оболочки для структурных продуктов у нас не очень сильно используется, если анализировать наш клиентский опыт. И я, наверное, не соглашусь с идеей, что любая оболочка хороша. Так или иначе, для структурных продуктов все же разное регулирование, разные налоги для разных оболочек. И при всех плюсах ПФИ, у них есть один значительный минус, который остановил массовое их использование. В рамках ПФИ клиент не может двинуть свой структурный продукт в любую другую компанию, где бы ему хотелось обслуживаться.

И конечно же, не стоит забывать о кредитном риске для контрагента по сделке с ПФИ. Но, принимая во внимание остальные факторы, я считаю, что ПФИ найдут свой спрос. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Данила, спасибо. Чем дальше, тем менее логичной кажется мне идея отложить решение для неквалифицированных инвесторов до 2022 года. Действительно, отсрочка до 2022 года связана не только со сроком, необходимым на разработку базовых стандартов по тестированию, но вообще с соглашением на то, что до 1 апреля 2022 года будут применяться действующие правила. Они будут применяться ко многим инструментам, которые будут предполагать тестирование в 2022 году. Таким образом, очень многие инструменты, которые хорошо бы тестировать,

будут продаваться до 2022 года без тестирования. И лишь в 2022 году — с тестированием. Почему в списке этих инструментов наиболее пострадавшими оказываются структурные облигации, кажется нелогичным. Наверное, следовало бы согласиться с тем, что до 2022 года и эти облигации, и эти инструменты могут продаваться по старым правилам. То есть, могут продаваться, как другие инструменты, сопоставимые по рискам, требующие тестирования с точки зрения нашей и регулятора.

Павел Васильев будет следующим, и, наверное, последним из выступающих, во всяком случае, от рынка. Если Ирина захочет дать комментарий, я с большим удовольствием ей такую возможность предоставляю. Павел, прошу тебя.

Павел Васильев. Спасибо большое. Конечно, онлайн-встреча создает некоторые сложности. Мне бы очень хотелось услышать реакции наших слушателей, которые, надеюсь, следят за нашим диалогом.

Спасибо большое уважаемым представителям регулятора за, можно сказать, новостную сенсацию. То, чего мы пытались добиться в течение года, нам сейчас высказали по поводу критериев для структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов. Конечно, как всегда дьявол будет в деталях, но первое ощущение сдержано-позитивное. Мы рады этому шагу вперед, и я благодарю Ирину.

Хотел бы тоже немножко сказать по теме внебиржевых инструментов. В Сбербанке мы эту возможность рассматривали, но пришли к мнению (основанному на высказанной уже аргументации), что для нас наиболее оптимальной является секьюритизированная форма структурных продуктов. Тем не менее, мы абсолютно поддерживаем коллег, которые говорят, что будь ли это структурный депозит, ИСЖ, НСЖ, будь ли это структурная облигация или внебиржевой ПФИ — это, действительно, по сути одинаковые продукты, просто с разными

степенями риска. И я бы очень призвал регулятора это признать и подходить с единым взглядом на регулирование этих продуктов, оценивая их не по форме, а по той степени риска, которую они в себе содержат.

В дополнение к тому, что сказал Дмитрий Енуков, я хотел бы сказать, что все участники этого рынка должны серьезно подумать о клиентском пути в целом. Это не значит, что нужно ограничиться детальным рассказом клиенту о том, что он покупает в момент, когда ты ему продаешь инструменты. На самом начальном этапе клиенту важно понимать, что с инструментом происходит в ходе его жизни. Почему он упал, почему вырос? Какие ожидаются корпоративные действия — те самые выплаты/невыплаты купона? Почему купон пропущен, почему он посчитан в таком объеме? Почему произошел досрочный отзыв или, наоборот, не произошел отзыв, когда клиент ожидал этого инструмента? Все это (особенно в дистанционном формате) требует доведения до клиента информации не только в результате обращения клиента к своему клиентскому менеджеру. Клиент должен знать, где эту информацию получить в удобном и понятном ему формате.

Я думаю, что для нас челендж на 2021 год — построить этот клиентский путь, проводя клиента по всему жизненному циклу инструмента. Мы считаем, что это даст нам возможность увеличить объемы и повысить лояльность клиентов как к продукту, так и к эмитенту в целом.

Напоследок я хотел бы еще раз все-таки вернуться к тому, что нас также интересует ускорение, упрощение и гибкость эмиссии этого нового продукта, причем ориентированного не только для неквалов. Ну послушайте вы профессионалов, мы вам рассказываем, как этот рынок существует на Западе, как он работает. Не пытайтесь делать посконно-общинные структурные облигации, какие должны существовать только в России. Давайте делать так, как

это делают на Западе. Давайте не бояться того, что в структурные облигации будут защиты какие-то токсичные активы, и все взорвется. Здесь наши интересы едины. Давайте делать процедуру быстрой, давайте делать эмиссионную документацию гибкой, а не пытаться ее загачивать грубым напильником. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Павел, спасибо. Последние выступающие вообще старались доказать, что структурные облигации не только не хуже других, требующих тестирования структурных продуктов, но что они лучшие из структурных продуктов. И отложить доступ к ним для неквалифицированных инвесторов — вредно и, как мне кажется, нелогично.

Я, прежде, чем переспрошу Ирину о ее готовности прокомментировать выступления коллег, дам слово Кириллу Пестову. Кирилл, ты хотел бы что-то добавить? Все, что сочтешь полезным прокомментировать, мы в твоём распоряжении.

Кирилл Пестов. Да, Алексей, спасибо большое. В первую очередь я, конечно, хотел бы поддержать тебя и коллег, которые говорят, что не стоит дискриминировать прозрачный и понятный, задокументированный по строгим стандартам документ — такой, как структурная облигация, выпущенная по российскому праву. Надо дать возможность продавать этот продукт неквалифицированным инвесторам и не дожидаться вступления в силу закона о квалификации инвесторов в новой редакции. Это первое.

Вторая история — я действительно слышу пожелания коллег в плане ускорения процедуры. И, со своей стороны, как биржа, как инфраструктура заверяю, что мы будем продолжать диалог в плане изменений подхода к тарификации этих инструментов, чтобы сделать их конкурентоспособными. А с другой стороны, в плане опять же убыстрения процесса хочется вернуться к теме выпуска биржевых структурных облигаций по российскому праву. Чтобы биржа могла

сделать процесс выпуска более быстрым и дать ту гибкость, о которой просят участники. Мы готовы участвовать в этом процессе и перестраивать собственную инфраструктуру, чтобы тоже идти навстречу рынку. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Кирилл, спасибо. Ирина, я как минимум жду от тебя приглашения к продолжению консультаций как можно скорее по окончании этой конференции. Ну, и все, что ты сочтешь полезным прокомментируй. Будь так любезна.

Полностью поддерживаю Павла. Дьявол кроется в деталях, и некоторые из идей, о которых говорила Ирина, требуют разъяснений, но тем не менее. Это очень хорошее продвижение вперед. Все те вопросы, по которым мы как будто бы достигли согласия осенью прошлого года, — это ведь тоже были компромиссы, на которые мы пошли в ответ на более жесткий подход Центрального банка. Теперь Центральный банк отказался от большинства из таких предложений. Это освобождает нас от компромисса, которому мы радовались осенью прошлого года. Раз компромисса можно избежать, то мы рады еще больше. Давайте обсудим неясные моменты, и конечно же, вернемся к обсуждению вопроса о сроке вступления в силу этого нормативного акта.

Ирина опять с нами. Ирина, прошу тебя.

Ирина Осюк. Да, Алексей, в ближайшее время точно соберемся для обсуждения уже текста нормативного акта, в который будет заложены те идеи, которые сейчас были озвучены в виде концепции.

Я понимаю, что самое большое неприятие вызвала идея об отложении вступления в силу на момент апреля 2022 года, но это решение принималось на очень высоком уровне. Поэтому тут я могу сказать только, что можно продолжить дискутировать, но надо будет поднимать дискуссию на более высокий уровень.

В связи с этим я бы предложила НАУФОР сделать обращение на имя Сергея Анатольевича Швецова о том, что получено консолидированное мнение рынка относительно идеи переноса вступления в силу норматива о критериях вступления в силу всех положений закона о категоризации инвесторов. Что это, по мнению рынка, вредно, плохо (конечно, тут неплохо было бы привести аргументацию). Чтобы после получения такого письма вопрос обсуждали уже не на уровне рабочей группы, а выше.

Дальше самым сложным вопросом, является, на мой взгляд, то, о чем говорил Павел, — необходимая гибкость и простота эмиссионной процедуры. Думаю, что это не предмет для обсуждения на конференции, но тем не менее замечу: мы не готовы сразу подходить к рассмотрению вопроса о передаче регистрации выпуска структурных облигаций бирже. В вопросе разграничения регистрационных полномочий Банка России и биржи регулятор шел по определенным канонам и будет придерживаться их. А правила такие: сначала Банк России обкатывает инструмент и только потом передает его регистрирующим организациям.

Упрощать процедуру, сокращать сроки — все это договорные моменты. Конечно, сейчас эта тема идет долго и сложно, поскольку она новая, причем и для регулятора новая. Чем дальше, тем будет быстрее, и быстрее, и быстрее. Центральный банк всегда открыт к переговорам по срокам как минимум.

Глобально упростить процедуру и сделать ее более гибкой можно только по результатам какого-то опыта, в том числе, у регулятора. Поймите, для нас это тоже совершенно новая тема.

Поэтому а) будем продолжать обсуждать критерии уже в виде нормативного акта; б) будем взаимодействовать, и, хотя бы там, где можем, идти друг другу навстречу с тем, чтобы процеду-

ру делать более комфортной для всех сторон. Мы открыты к переговорам. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Ирина, спасибо.

А теперь, уважаемые коллеги, дорогие друзья, позвольте от вашего имени поблагодарить зрителей за их внимание к вашим выступлениям, а от их имени позвольте поблагодарить вас за ваши выступления. Мне показалось, это было очень интересно, спасибо вам большое. До свидания. ■


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





Пролегомены

На презентации этой книги Олег Вьюгин спокойно констатировал: задуманное примерно четверть века назад исполнилось. Причем реализовались задумки достаточно полно

Фотографии Юрий Терещенко

Книжная полка читателя, интересующегося отечественными финансами, удлинилась: вышла в свет книга «История фондового рынка. Опыт регулирования. ФКЦБ и ФСФР. Персональные дела и деяния» (подготовлена Николаем Кротовым). Прирост в данном случае получился далеко не формальным, а существенным и в известном смысле даже необходимым.

Книга входит в серию («Экономическая летопись России»), формат которой уже достаточно давно и хорошо известен людям в теме. Издания этой линейки представляют собой, в сущности, сборники толково записанных и структурированных рассказов людей, создававших современный российский финансовый рынок. Рассказов о том, как происходили процессы создания (или перезапуска) отдельных сегментов и субъектов современного российского финансового рынка. (Авторы-издатели называют этот жанр «кросс-

мемуарами» и «эмоциональными хрониками», название вполне рабочее). Из книг серии можно узнать подробности создания и развития многих крупных российских финансовых компаний и банков, а также участия в этих сюжетах еще одного крупного игрока — российского государства. (Серия издается автономной некоммерческой организацией «Экономическая летопись», учреждена Н. И. Кротовым и О. В. Никульшиным в 2006 году).

Отдельно отметим, что работа, о которой идет речь, — семидесятая книга серии. Серьезная цифра. Том посвящен истории регулирования (и регулятора) российского фондового рынка в период с 1992 по 2013 год. Начинается с 1992 года потому, что в это время в структуре российского государственного управления готовился, а затем появился отдельный орган, ответственный за регулирование российского фондового рынка: Комиссия по



ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ. А заканчивается 2013 годом — потому что вступил в силу так называемый закон «о мегарегуляторе». Поправки, внесенные в 48 федеральных законов, наделили Банк России полномочиями в отношении всего финансового рынка (собственно, передали в его ведение рынок ценных бумаг). История же ФКЦБ-ФСФР тем самым закончилась.

Таким образом, за тридцать лет был проделан путь от полного отсутствия как регулятора, так и самого субъекта регулирования (в СССР, как известно, фондового рынка не существовало) — до современного состояния, о котором

чуть ниже. Сам регулятор фондового рынка прошел за этот период через три фазы: Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте РФ; ФКЦБ России; ФСФР. Вот этот путь — от Комиссии при президенте до мегарегулятора в лице Банка России — и является общей рамкой книги, о которой ведем речь.

Структура же книги внутри обозначенной рамки представляет собой ряд своего рода монологов, которые принадлежат, во-первых, первым лицам описываемого процесса — людям, которые руководили фондовым регулятором; во-вторых, другим его важнейшим участникам (добавим, что

предисловие написал Анатолий Чубайс; послесловие — Алексей Савадюгин). Корпус важнейших участников представляют, например, Александр Синенко, Владислав Стрельцов, Дмитрий Глазунов, Юрий Сизов и другие крупные, яркие, хорошо известные рынку фигуры. Читать тексты их авторства следует самым внимательным образом, поскольку они одновременно и концептуальны, и историчны, содержат огромное количество важных деталей и подробностей.

К массиву сказанного от лица «важнейших участников» относится также текст Сергея Швецова, которого тем не менее следует назвать (да и читать)

отдельно по ясным и очевидным причинам: ведь именно он был в описываемое время директором департамента операций на финансовых рынках Банка России. Подразделения, которое, в сущности, поглотило фондового регулятора — в пользу нового органа, мегарегулятора.

Интереснейшие вещи, кстати, рассказывает г-н Швецов относительно самого процесса появления идеи мегарегулятора. В 2008 году, в разгар кризиса, — пишет он, — «мы разбирались с проблемами на рынке РЕПО. ... сразу после начала торги были приостановлены... после чего... стали приостанавливаться регулярно... приостановки сильно подорвали авторитет и регулятора, и инфраструктуры, ведь Лондон работал непрерывно... Стало понятно, насколько велика разница между работающим ЦБ и недееспособной ФСФР, у которой просто не было необходимых инструментов для борьбы с кризисными явлениями. ... В международной практике [тоже] начались реформы, которые исходили из того, что финансовая стабильность является отдельной зоной ответственности, и существующие органы по надзору за рынком ценных бумаг не могут ее обеспечивать... ФСФР способна только остановить торги. То есть идея создания мегарегулятора была продиктована самой жизнью и реализована в других странах раньше, чем у нас. ... Центральный банк не стремился к нововведениям... мы просто ждали любого решения. ... да и присоединение ФСФР, в случае неудачи или каких-то сбоев, компрометировало Центральный банк».

«Что касается чисто управленческих вопросов, — замечает далее С. Швецов, — «...пришлось разбираться... например, с рынком ПИФов... и доверительного управления. ... эти рынки не имели банальных основ

функционирования. ... такая же картина оказалась с пенсионными фондами и индивидуальным ДУ, я уж не говорю про рынок микрофинансовых организаций... в своей работе мы постоянно наталкивались на динозавров ледникового периода».

Динозавры упомянуты очень по делу. Потому что, хотя российский фондовый рынок существует весьма небольшое количество времени, развитие его происходило настолько стремительно, что иные практики 15–20-летней (всего лишь) давности впрямь кажутся допотопными уже сейчас.

Следует отдать должное, многие люди, чьи голоса звучат в книге, говорят о становлении российского рынка не только ярко, но и нелицеприятно. Важно, что откровенными и острыми являются (пусть в разной степени) воспоминания не только «участников», но также «людей у руля». В книге эти люди представлены хронологически, соответственно порядку их прихода на пост главы регулятора: Руслан Орехов, Дмитрий Васильев, Игорь Костиков, Олег Вьюгин, Владимир Миловидов, Дмитрий Панкин.

Игорь Костиков возглавил ФКЦБ в те годы, когда российский фондовый рынок «был картелирован, его разделили восемь компаний под прикрытием СРО. Именно они вместе с американскими консультантами рулили комиссией. ... многие руководители этих компаний входили в Экспертный совет комиссии и реально определяли его решения. ... комиссия благодаря положениям закона была вне контроля Минюста... это было прямым нарушением Конституции в интересах американских советников», — описывает исходную ситуацию г-н Костиков. А далее отмечает, что одной из главных проблем рынка тех лет было отсутствие на нем механизмов защиты прав собственности (в частности, прав

инвестора). Такое положение было одним из последствий так называемого «вашингтонского консенсуса», — комплекса рекомендаций для проведения реформ в странах с переходными экономиками, которые были выработаны при участии Международного валютного фонда и Всемирного банка. Консенсус делал акцент на приоритетности демократизации и приватизации, «а необходимость создания правоохранительных институтов для обеспечения права собственности просто не предусмотрел. Было резко ослаблено и государство». Чем не хроника ледникового периода: остается только удивляться, что через болото ползучей колонизации удалось-таки пропетлять. К счастью, местные хищники оказались не менее саблезубыми, чем пришлые; а в тайге эпохи мезозоя ориентировались, как жизнь показала, лучше.

Однако, оставаясь за пределами диким, в годы «при Костикове» (2000–2004) российский фондовый рынок тем не менее рос. Увеличивался физически, становился местом, где можно зарабатывать деньги — пусть не такие большие, как в банковском секторе, но все же изрядные. Увеличивалось количество профучастников, появлялись правильные законы и практики: сложилась система раскрытия информации об эмитентах, предпринимались попытки по созданию системы борьбы с инсайдом/манипулированием, был написан Кодекс корпоративного управления. Шли разговоры о создании Центрального депозитария. И, наконец, как пишет сам Игорь Костиков, «время моей работы в ФКЦБ оказалось единственным периодом, когда размер фондового рынка равнялся ВВП страны».

Следующим человеком, возглавившим ФСФР, стал Олег Вячеславович Вьюгин. От предшественников ему



досталась законодательная база, составлявшая примерно 60% от необходимой (по его собственной оценке). А при нем была подготовлена первая Стратегия развития финансового рынка — первый документ, системно описывавший состояние рынка, стоящие перед ним задачи и способы их реализации (рынку известно, что г-н Вьюгин обладает в высшей степени системным мышлением). Стратегия намечала несколько основных целей. Во-первых, необходимо было построить развитую инфраструктуру: в том числе, центральный депозитарий и централизованный клиринг. Во-вторых, следовало побороть манипулирование/инсайд. В-третьих, упростить процедуры эмиссии и первичного размещения. И, наконец, создать мегарегулятор (как видим, такую задачу ставила не только жизнь).

О том, что из намеченного получилось, а что нет, Олег Вьюгин в книге и рассказывает. Очевидно, что огромный жизненный материал ему все-таки приходится существенно сжимать, поскольку статья не резиновая. Многие эпизоды хотелось бы прочитать изложенными более подробно, с деталями и, чего уж там, оценками автора (было бы идеально уговорить Олега Вячеславовича на книгу). Но некоторые сцены человеку в теме легко восполнить и дорисовать самостоятельно. Скажем, многие люди хорошо помнят насыщенный страстями, интригами и событиями сюжет трансформации двух остро конкурирующих депозитариев в единый и мирный НДЦ — сказочки о Вестеросе бледнеют в сравнении. В тексте Вьюгина соответствующий эпизод изображен минималистским штрихом: «На собрании членов ПАРТАД я заявил, что структура единого ЦД будет создана через полтора года. Эти слова были встречены гробовым молчанием».

Сказано лаконично, но ведь как ясно видится, кто молчал и о чем. Таких дивных, живейших деталей в книге много. Взять хотя бы воспоминания Швецова о том, как, намереваясь зарегистрировать эмиссию облигаций Банка России, его сотрудники звонили в ФКЦБ и им открытым текстом предложили «занести» в общем порядке. Буквально набит важными, конденсирующими множество смыслов подробностями текст Владислава Стрельцова. Все эти истории (и еще сто столь же прекрасных, в высшей степени выражающих дух времени) теперь не пропадут. Потому что они зафиксированы в печатном слове, изданы и всегда могут быть востребованы благодарным читателем.

А ненаписанное — не существует. Наличие подробной фиксации деталей собственной истории, развитая рефлексия — необходимы обществу, которое нацелено на развитие. И если бы наиболее плотные главы книги переросли в отдельные книги отдельных авторов, это можно было лишь приветствовать. Но все-таки начало, в любом случае, положено. Можно быть уверенным, что теперь, с момента выхода описываемой книги никакое серьезное исследование об этом периоде развития отечественного рынка не сможет обойтись без огромного количества ценнейших материалов (70 томов, помним), которые собрал один-единственный человек: Николай Кротов. Респект.

Уже и презентация книги состоялась — в октябре на площадке Московской биржи. К участию были приглашены все главные герои, присутствовали Дмитрий Васильев, Владимир Миловидов, Олег Вьюгин, а также (в режиме конференц-связи) Павел Медведев и Дмитрий Панкин. И сам составитель, Николай Кротов, разумеется. Встреча заметно выби-

валась из жанра «бойцы вспоминают минувшие дни». Присутствующие постоянно переходили к обсуждению текущего состояния фондового рынка, радовались приходу на него массового частного инвестора, рассуждали о рисках этого инвестора и защите от них. Как сформулировал г-н Вьюгин, «сохранить реальную величину накоплений в системе обязательного пенсионного страхования пока не удастся; в результате мы закачиваем деньги в стабфонд, инвестируя его за рубежом вместо того, чтобы копить будущую пенсию и одновременно получить длинный ресурс для инвестиций внутри страны».

Что ж. Нужные книги — пишутся и выходят к читателю. Концептуальные профессионалы — работают и ставят себе задачи. Хорошо бы нам всем в результате еще раз оказаться во времени, когда размер фондового рынка сравняется с ВВП страны. А ВВП при этом чтоб отлип от плинтуса, да вдобавок рос. Хорошо бы новые книги о российском фондовом рынке были именно об этом.

PS. Книгу можно получить в офисе НАУФОР, предварительно договорившись на ресепшен.

Ирина Слюсарева ■



Онлайн – это шанс выступить лучше!

Онлайн-трансляции, вебинары и видеосъёмка
со студийным звуком и картинкой как на TV

Возьмем на себя все технические и организационные работы

+7 (926) 275-87-47 | cinecast5@gmail.com | cinecast.ru



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Затишье перед выборами

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ И ЕВРООБЛИГАЦИИ УПАЛИ В ОКТЯБРЕ НА ФОНЕ СНИЖЕНИЯ СПРОСА НА АКТИВЫ EM

Котировки российских акций и еврооблигаций заметно снизились в октябре под действием ряда неблагоприятных факторов. Индекс РТС упал за месяц на 9,5% — до 1066,6 пункта, а снижение индекса МосБиржи составило 7,4% (к закрытию торгов 30 октября индикатор опустился до 2690,59 пункта).

Котировки российских акций и еврооблигаций заметно упали в октябре на фоне общемирового снижения спроса инвесторов на активы emerging markets (EM) под давлением как второй волны коронавирусной эпидемии, вынуждавшей многие страны вновь вводить ограничительные меры, так и неопределенности, связанной с приближающимися президентскими выборами в США. Индекс РТС упал за месяц на 9,5% — до 1066,6 пункта, а снижение индекса МосБиржи составило 7,4% (к закрытию торгов 30 октября индикатор опустился до 2690,59 пункта).

Давление на акции РФ

Тенденция к снижению на российском рынке акций сформировалась практически в самом начале месяца вслед за упавшей нефтью на фоне объяв-

ления новых карантинных мер в ряде стран мира, что является негативным фактором для спроса на «черное золото». Правительство Испании и власти автономного сообщества Мадрид достигли договоренности о частичной изоляции всего города и его предместий из-за осложнения ситуации с распространением коронавируса COVID-19. Помимо этого, давление на нефтяной рынок оказала информация о росте добычи в Ливии.

Наиболее драматичным как для российского рынка, так и для мировых рынков капитала оказалось 2 октября. В этот день упали практически все рискованные активы на сообщении о положительном тесте на COVID-19 у Дональда Трампа и его супруги. Кроме того, 2 октября сильно просели бумаги Сбербанка (более чем на 9%) после дивидендной отсечки с учетом расчетов «Т+2» (дивиденды за

2019 год были утверждены в размере 18,7 рубля на акцию, или 8,2% к цене закрытия предыдущего дня). Вместе с тем акции АФК «Система» позитивно отреагировали на сообщении об IPO дочернего онлайн-ритейлера Ozon, которое, согласно источникам газеты Wall Street Journal, может состояться в конце 2020 или начале 2021 года на одной из бирж США. Одновременно с этим о планах Ozon провести IPO в США сообщило агентство Reuters, ссылаясь на источники, которые знакомы с подготовкой к размещению.

Вместе с тем к середине первой декады октября рынок акций РФ смог немного скорректироваться вверх благодаря позитивной динамике мировых рынков капитала и нефти на новостях об улучшении самочувствия президента США Трампа; лидерами повышения выступили бумаги «Татнефти», а также «Московской биржи» (после публикации данных по торговым оборотам за сентябрь). Трамп был выписан из военного госпиталя, где он проходил лечение от COVID-19. Глава Федерезерва США Джером Пауэлл заявил, что экономике США необходимы новые бюджетные стимулы для того, чтобы восстановление экономики после весенней вспышки коронавируса было более быстрым и уверенным.

Однако отскок был краткосрочным, и спустя пару дней инициатива на рынке вновь перешла к продавцам, чему в

немалой степени способствовали заявления о приостановке переговоров по новому пакету стимулов. Акции «Совкомфлота» потеряли по итогам первого дня торгов более 4% после прошедшего IPO (в ходе торгов цена опускалась более чем на 12%); давление на акции «Газпрома» оказали новости о штрафе польского антимонопольного регулятора UOKiK — регулятор наложил на концерн и еще пять компаний, участвующих в строительстве газопровода «Северный поток 2», максимальные штрафы — в 7,6 млрд долларов и 61 млн соответственно, за строительство газопровода без его согласия. Ценные бумаги «Аэрофлота» снизились в цене на новостях об IPO (цена размещения была установлена на уровне 60 рублей за штуку), а акции «РусГидро», НЛМК, МТС, «Группы ЛСР», «Татнефти», «НОВАТЭКа» и ГК «ПИК» упали после дивидендных отсечек.

Международный валютный фонд (МВФ) улучшил оценку динамики российской экономики в 2020 году: ее снижение, согласно новому прогнозу, составит 4,1%, а не 6,6%, прогнозировавшихся в июне. Нефть Brent отскочила к 42,5 долларов за баррель. Мировой спрос на нефть вырастет на 5 млн б/с в 2021 году и вернется к докризисному уровню примерно к 2023 году, говорилось в ежегодном прогнозе Международного энергетического агентства (МЭА) World Energy Outlook 2020. Данные новости

сглаживали снижение российского рынка акций и удерживали его от сильной просадки.

Давление на мировые рынки в середине месяца оказывала также неопределенность вокруг президентских выборов в США и принятия нового пакета мер стимулирования экономики, наряду с опасениями по поводу роста числа случаев заражения коронавирусом. Ряд европейских стран, включая Германию, Францию и Великобританию, объявили о введении новых ограничительных мер в попытке замедлить распространение COVID-19 на фоне роста числа заражений. При этом министр финансов США Стивен Мнучин выразил сомнения относительно возможности принятия нового пакета стимулов до президентских выборов в стране.

Кроме того, снижению российского фондового рынка способствовали новости о прекращении переговоров «Яндекса» по покупке 100% TCS Group из-за несогласия с условиями сделки. Новость вызвала заметное падение акций «Яндекса», АФК «Система» и депозитарных расписок TCS Group.

Конец второй декады октября прошел для российского рынка в рамках консолидации при смешанной динамике blue chips на фоне противоречивых сигналов с внешних площадок в ожидании новостей от Федерезерва и мониторингового комитета ОПЕК+. Так, с одной стороны, сохранились разногласия между демо-

кратами в Конгрессе и переговорщиками Белого дома по поводу объема пакета стимулирования экономики. С другой стороны, нефть Brent подросла к 43 долларам за баррель в ожидании встречи министров мониторингового комитета ОПЕК+. ВВП Китая в III квартале вырос на 4,9% при прогнозах роста на 5,2%, однако лучше ожиданий оказались темпы роста промышленного производства и розничных продаж.

Третья декада месяца началась с отскока; индекс МосБиржи локально превысил рубеж 2800 пунктов, при этом лидировал в росте финансовый сектор во главе с бумагами ВТБ на корпоративных новостях. Банк уточнил прогноз по чистой прибыли на 2020 год и теперь планирует заработать 70-75 млрд рублей, из которых половина может пойти на выплату дивидендов в следующем году. В 2021 году ВТБ ожидает 250 млрд рублей прибыли, в 2022 году — 300 млрд рублей.

Акции «Группы ЛСР» поднялись к максимуму с января после публикации сильных операционных результатов за июль-сентябрь (продажи выросли на 16% в годовом выражении, до 66 млрд рублей). ММК повысил в III квартале выручку до 1,565 млрд долларов с 1,268 млрд в предыдущем квартале (прогноз был 1,563 млрд долларов), также компания планирует выплатить 2,39 рублей на акцию за III квартал. ЕВТДА «Северстали» в июле-сентябре выросла на 31% (до \$656 млн), компания планирует выплатить дивиденды за III квартал в размере 37,34 рублей на акцию (реестр закроется 8 декабря).

Народный банк Китая (НБК) сохранил неизменной базовую процентную ставку по кредитам (Loan Prime Rate) на уровне 3,85% годовых по итогам шестого месяца подряд на фоне продолжающегося восстановления экономики после кризиса, вызванного пандемией коронавируса.

Вместе с тем сформироваться устойчивой тенденции к росту на российском рынке акций не давали новости о том, что очередные переговоры по пакету стимулирования в США оказались безрезультатными. Лидер республиканского большинства в Сенате Митч Макконнелл призвал республиканцев и Белый дом не заключать сделку с демократами до ноябрьских президентских выборов.

Рынок акций РФ в конце октября обвалился вслед за мировыми фондовыми площадками и нефтью на фоне роста числа заражений COVID-19 в США и Европе (Франция, Германия, Испания и Италия начали ужесточать карантинные ограничения) и неспособности американских законодателей принять новый пакет мер стимулирования экономики до президентских выборов. На этом фоне индексы МосБиржи и РТС 28 октября не удержали рубежи 2700 и 1100 пунктов соответственно, обновив минимумы с апреля-мая, при этом откат индекса РТС (-4,7%) стал рекордным с мая. Нефтяные котировки марки Brent ушли ниже 40 долларов за баррель и в конце месяца протестировали отметку 37 долларов за баррель после выхода в США недельной статистики о росте запасов нефти.

Цены еврообондов РФ снизились

Котировки большинства выпусков российских еврооблигаций умеренно снизились в октябре, отыгрывая общемировое падение спроса инвесторов на активы развивающихся стран из-за угрозы второй волны коронавирусной эпидемии. В свою очередь американские казначейские обязательства (US Treasuries) также продемонстрировали негативную динамику в октябре, что в итоге привело к незначительным разнонаправленным изменениям суверенных спредов к доходности базовых активов.

Настроения на мировых рынках резко ухудшились 2 октября; инвесторы активно выходили из рискованных активов

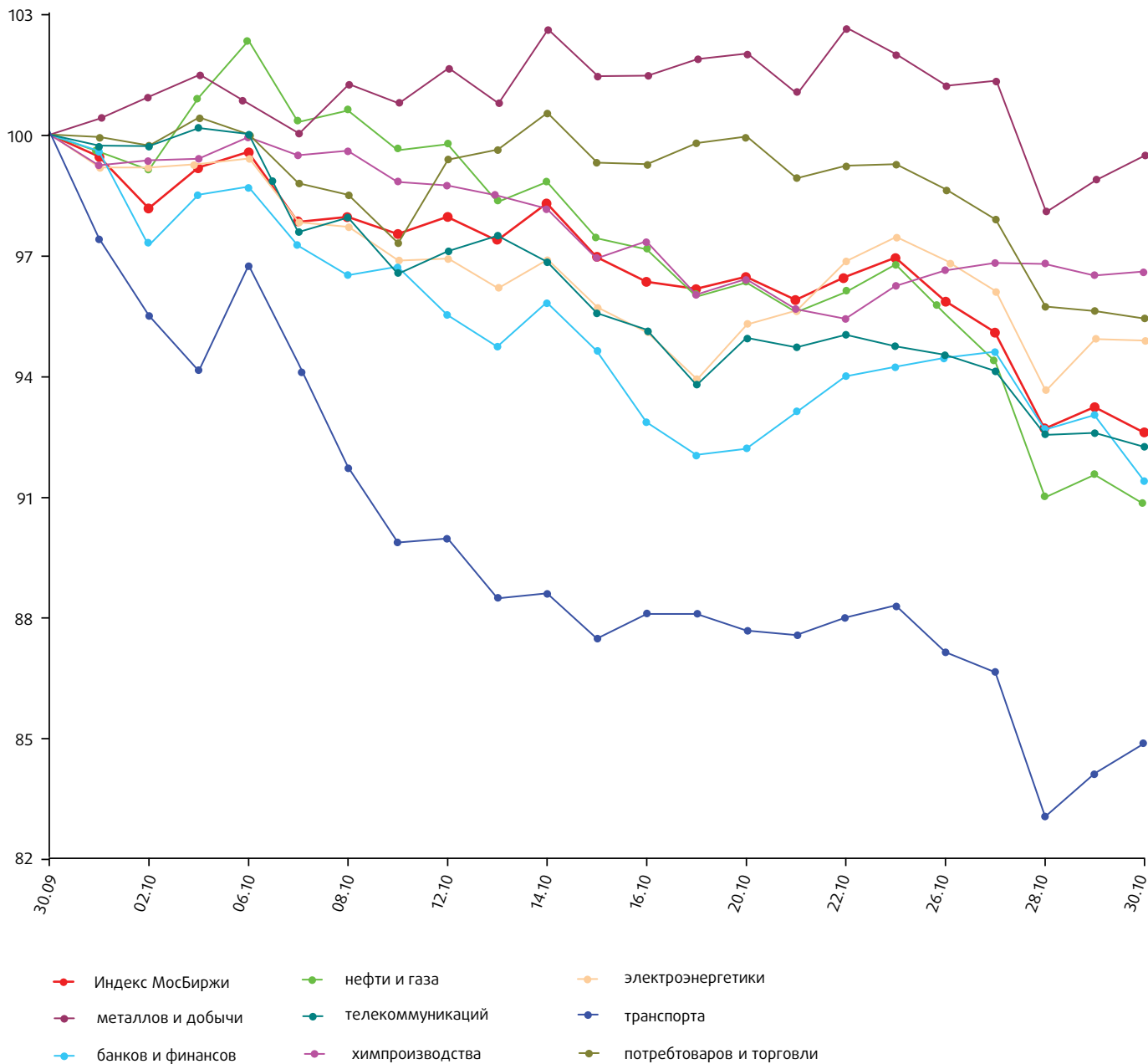
на фоне информации о том, что президент Трамп и его супруга заразились коронавирусом. «Сегодня тесты на COVID-19, взятые у меня и Мелани, показали положительный результат. Мы немедленно начинаем свой карантин и процесс выздоровления. Мы пройдем через это вместе!», — написал Трамп в своем «Твиттере».

Вместе с тем середина первой декады месяца была уже позитивной для сектора отечественных еврообондов — цены подросли, отыгрывая положительную динамику внешних рынков, сформированную на новостях относительно перспектив скорого выздоровления Трампа и ожиданиях скорого принятия новой программы стимулирования американской экономики. Врачи, участвующие в лечении президента США в военном госпитале имени Уолтера Рида, не возражают против его выписки и возвращения в Белый дом, заявил 5 октября главный врач Белого дома Шон Конли. «Мы согласны, что он может вернуться домой, и это не представляет для него угрозы», — сказал он на брифинге журналистам.

В дальнейшем цены российских еврооблигаций не демонстрировали ярко выраженной динамики на фоне разнонаправленных факторов. Поддержку отечественным облигациям оказал уход санкционной тематики на второй план в условиях нарастающей второй волны коронавирусной эпидемии (эта тема стала главной в повестке дня и именно она оказывала основное давление на участников рынка). Кроме того, позитивным фактором для рынка стали рекордные объемы размещения ОФЗ, что говорило о высоком спросе инвесторов на российские долговые бумаги и успешном привлечении средств Минфином для финансирования дефицита бюджета.

Поддержку еврообондам развивающихся стран, в том числе и России, оказывали ожидания новых стимулов

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



от мировых центробанков и правительств большинства стран. Оптимизм в глобальных инвесторов вдохнули сообщения о смягчении позиции президента США в отношении нового пакета стимулирующих мер. Трамп заявил, что Конгресс должен в срочном порядке предоставить \$25 млрд авиакомпаниям в качестве помощи для выплат заработной платы работникам, массовые увольнения которых начались из-за значительно сокращения полетов на фоне пандемии коронавируса. «Я подпишу это сейчас же!» — написал он в Twitter, добавив, что Конгресс может использовать как не полностью израсходованные средства из предыдущей программы помощи, так и отдельной программы поддержки малого бизнеса. Предыдущая программа поддержки авиакомпаний в размере 25 млрд долларов, одобренная Конгрессом в марте, завершилась 30 сентября.

Ближе к середине месяца ценовой рост в секторе отечественных евробондов приостановился, и инициатива на рынке плавно перешла к игрокам на понижение на фоне ухудшения внешней конъюнктуры. Ценовому снижению были подвержены практически все российские бумаги — акции, рублевые и валютные облигации — как суверенные, так и корпоративные. Формированию негативных настроений в отношении рискованных активов способствовали два основных фактора. С одной стороны, на рынки давили сообщения о том, что демократы и республиканцы не могут договориться о параметрах новой программы бюджетного стимулирования. С другой стороны, негативным фактором выступала усиливающаяся вторая волна коронавирусной эпидемии, заставляющая многие страны вновь вводить различного рода ограничения.

Ряд европейских стран, включая Германию, Францию и Великобританию, объявили о введении новых ограничительных мер в попытке замедлить распространение COVID-19. Во Франции

впервые с начала пандемии число выявленных за сутки случаев коронавируса превысило 30 тыс. Президент Франции Эмманюэль Макрон объявил о введении ночного комендантского часа в регионе Иль-де-Франс, в котором находится Париж, и еще в восьми городах страны в связи с ускорением темпов распространения коронавируса.

Локальную позитивную коррекцию вызвала опубликованная в Китае макроэкономическая статистика, продемонстрировавшая уверенное восстановление китайской экономики. Объем ВВП Китая в июле-сентябре увеличился на 4,9% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Во втором квартале китайская экономика выросла на 3,2% в годовом выражении, а в первом квартале — снизилась на рекордные 6,8%. Помимо этого, статданные за сентябрь показали увеличение темпов роста производства и розничных продаж в Китае, а также снижение безработицы.

Наиболее заметные потери мировые долговые рынки, в том числе и сектор суверенных евробондов РФ, понесли в конце месяца, чему способствовали как неопределенность, связанная с приближающимися президентскими выборами в США, так и опасения новой волны падения мировой экономики из-за повторных локдаунов. К тому же в США демократы и Белый дом так и не смогли прийти к соглашению относительно новой программы бюджетных стимулов.

Американские фондовые индексы рухнули более чем на 3% по итогам торгов 28 октября в связи с опасениями по поводу роста числа заражений коронавирусной инфекцией COVID-19 и его последствиями для восстановления экономики. По состоянию на 27 октября среднее число новых случаев заражения в США за минувшие семь дней составило рекордные 71,832 тысяч в сутки. Президент Франции Эмманюэль Макрон выступил с объявлением «нового этапа» в борьбе с распространением COVID-19,

который предусматривает частичный локдаун с 30 октября. Новые ограничительные меры продлятся как минимум до 1 декабря. Новые ограничения в связи с распространением коронавируса также вводятся в Германии — со 2 ноября как минимум до конца месяца, заявила канцлер Германии Ангела Меркель.

Несмотря на негативную внешнюю конъюнктуру, Министерство финансов 28 октября установило новый рекорд привлечения денежных средств за один день, продав на двух первичных аукционах ОФЗ на общую сумму 436,558 млрд рублей по номиналу. При этом объем размещения на первом аукционе также составил рекордную для одного аукциона величину — 430,195 млрд рублей. Таким образом, Минфин побил предыдущий рекорд размещения ОФЗ, установленный двумя неделями ранее (14 октября), когда Минфину удалось продать бумаги на 372,3 млрд рублей. В итоге всего за месяц Минфин разместил в общей сложности ОФЗ на сумму более 1,502 трлн рублей по номиналу, что составляет почти 75,13% квартального плана в размере 2 трлн рублей. □