



13:00

Meeting 0002 FINAL Q3 HEADINGS

**Олег Вьюгин**

председатель Совета директоров НАУФОР

# Глобализация 2.0

**ИНВЕСТОРЫ-ПРОФЕССИОНАЛЫ СЧИТАЮТ, ЧТО ПОТЕРИ НА РЫНКЕ НЕИЗБЕЖНЫ, НО НАДО ИХ ОТЫГРЫВАТЬ. У ПРОСТОГО ИНВЕСТОРА ЛОГИКА ИНАЯ**

Олег Вьюгин, кумир российского инвестиционного сообщества, многолетний председатель Совета директоров НАУФОР, объясняет Ирине Слюсаревой, в каких ситуациях уместно прогнозировать, а в каких — рассуждать; а также рассказывает о преимуществах универсальной биржевой модели.

Фотографии Павел Перов

— Олег Вячеславович, год еще не кончился, но по результатам 11 месяцев как вы оцениваете состояние российской экономики? На каком горизонте сейчас есть смысл делать прогнозы? И каков ваш прогноз на этом горизонте?

— Состояние экономики лучше, чем ожидалось. Хотя результат все равно отрицательный. В начале 2022 года большинство прогнозов (как мы понимаем, они делались в других условиях) показывало, что российская экономика может вырасти на 4–5%. Это был бы существенный рост после практически десятилетнего топтания на месте. Рост мог реализоваться за счет таких факторов, как восстановительный эффект после пандемии плюс существенно более высокие цены на энергетические ресурсы (и, соответственно, выручка от экспорта).

Два эти фактора позволяли экономике существенно вырасти. Но события 24 февраля поменяли ситуацию. Возникли различные пани-

ческие ожидания: что рухнет импорт, и в Россию ничего не завезешь; что рухнут цены на углеводороды. И так далее. Прогнозы существенно ухудшились.

На практике апокалиптические сценарии не реализовались.

Во-первых, люди забыли, что цены на нефть могут оставаться высокими, а мир не может отказать от российских ресурсов в один момент, поэтому объем экспорта будет оставаться достаточно большим. Нефтрейдеры, которые в апреле перестали покупать российскую нефть, уже в мае вернулись к торговым сделкам. И ресурсы действительно продолжали продаваться, в объемах, сопоставимых по физическим показателям с объемами 2021 года, а цены оказались на 50% выше. Выручка от экспорта нефти и газа в 2022 году, по оценке Минэкономразвития, составит 337 млрд долларов сравнительно с 250 млрд в 2021.

Во-вторых, оказалось, что российские предприниматели быстро создали альтернативные логистические цепочки для ввоза товаров в Россию, научились ввозить довольно большую линейку товаров по серым схемам. При этом страны, на которые приходится чуть ли не половина мировой экономики по ВВП, к санкциям не присоединились и продолжили (хоть и осторожное) внешнеэкономическое сотрудничество с Россией. Поэтому импорт стал быстро восстанавливаться.

В-третьих, по итогам прошлых лет накопились большие финансовые и

там все гораздо хуже. Однако эффект от этих ограничений начнет проявляться на достаточно длинной дистанции. Многие российские компании рапортууют, что пока у них еще есть некоторые запасы. Думаю, что в обозримой перспективе (возможно, от года; возможно, раньше) ограничения начнут сказываться очень сильно. Хотя в текущем году этот фактор на общую ситуацию влиял ограничено.

Еще одним фактором стабилизации стал резкий рост бюджетных расходов. Потребительский рост сжался (падение до 10% в реальном измерении), частные

спроса нет, структура расходов меняется, бюджетные расходы аллоцируются преимущественно на непроизводительные затраты. Треть бюджета на 2023 — это расходы, связанные с обороной, расходы непроизводительные.

Танки нельзя потратить, их можно только израсходовать.

Чистый экспорт сократится. Импорт потихоньку восстанавливается, но выручка от экспорта сократится. Мы больше не увидим прежних цен на нефть, потому что в мировой экономике идет существенное замедление, соответственно, спрос на энергоресурсы становится меньше.

Далее, есть вероятность, что Россия понесет определенные потери в части экспорта энергоресурсов — то ли от эмбарго на нефть, то ли от потолка цен на нефть. Сейчас потери трудно оценить. Скажем, Михаил Крутихин ( экс-глава Russian Petroleum Investor) считает, что будет потеряно 50% экспорта нефти. International Energy Agency прогнозирует потери порядка 7%. Разброс оценок, как видим, велик. Но, в любом случае, потери будут. Оценка 7% означает, что, фактически, будет достигнут баланс между импортом и экспортом. Значит, чистый экспорт внесет в экономику 0.

Государство будет наращивать расходы: такая опция заложена в бюджет. Это единственный фактор, который может двигать формальные показатели экономического роста. Однако прирост уже не будет таким, какой был в уходящем году.

С учетом вклада всех этих факторов, можно считать, что в следующем году значения экономического роста будут находиться в отрицательной зоне. Я не исключаю даже варианта с падением ВВП на 5–6%.

— Не самый ужасный результат, сравнительно с обещанным Апокалипсисом.

— Ну да. Но все возможности роста связаны с государственными

складские запасы, которые позволили смягчить шоковый весенний период. Только к третьему кварталу текущего года мы увидели, как истощились запасы прибыли в коммерческом секторе.

Банк России сумел стабилизировать рубль. И поскольку правительство отказалось от бюджетного правила, то рубль оказался на вполне разумном уровне. Валютный курс последних 2–3 месяцев — это более адекватная цена российского рубля. Рубль, конечно, мог быть и еще крепче, если бы российские компании-экспортеры не оставляли выручку за рубежом. Но, насколько я понимаю, им намекнули, чтобы лишнего они не ввозили: только тот объем валюты, который нужен для пополнения оборотных средств. Поэтому рубль/доллар сейчас 60–65, а не 50.

Это текущая ситуация.

Что касается импорта технологий и высокотехнологичных продуктов, то

инвестиции упали примерно так же, но чистый экспорт был положительным, а главное, бюджетные расходы резко выросли — последние два фактора смягчили негативное воздействие на ВВП двух предыдущих.

Поэтому провал был не 10%, как ожидали многие, а гораздо меньше.

Теперь о глубине прогнозов. Готов согласиться, прогнозировать на год вперед вряд ли имеет смысл. Слишком много факторов неопределенности. Но можно рассуждать.

Порассуждать можно, а сделать прогноз — нельзя (улыбается).

Пройдемся по тем же факторам. Потребительский спрос не будет двигателем экономики, это понятно. Неопределенность и периодические шоки, снижающие уровень реальных доходов, — все это не будет способствовать потребительской активности. Источников роста потребительского



расходами, а они не безграничны. Расходятся резервы, расходуется ФНБ. Предпринимались попытки более широко использовать возможности государственного займа, но это не сработает. Любые резервы когда-нибудь заканчиваются. Но следующий год они поддержат.

Напомню, это не прогноз, а рассуждения. Они основаны на том, что не будет дополнительных шоков. Мы не упоминали инвестиции, поскольку они вносят меньший вклад в ВВП. Их значение не сильно скажется на агрегированном показателе. Но понятно, что и в этом, и в следующем году их значение будет отрицательным.

Растущие бюджетные расходы имеют неинвестиционный характер. Это OPEX, а не CAPEX.

Может ли РФ обойти санкции на продажу энергоносителей альтернативными способами: например, расширив собственный танкерный флот? Предложив собственную страховку танкеров?

Российскую нефть перевозят/перевозили в основном мальтийские и греческие танкеры. Собственных российских танкеров недостаточно. Нужно, кажется, 2 крупнотоннажных судна в сутки, чтобы перевезти по альтернативным маршрутам ту нефть, которая не пойдет в Европу. Понятно, что в Европу российская нефть никаким образом не пойдет. Она пойдет только туда, где правительства согласны договариваться на этот счет с РФ. Но все равно России нужны танкеры и нужно страхование перевозок. Это ключевой вопрос, информация о нем в настоящий момент противоречива.

Китайские власти заявили, что не признают российскую страховку. Но в Китай нефть идет по трубопроводу, поэтому им легко делать такие заявления. Турецкие власти колеблются, но проверку наличия страховок у танкеров,

идущих через Босфор, уже начали, что привело к скоплению на рейде порядка 25 танкеров, наполненных нефтью.

Ясность настанет в процессе.

— Как прошел через сложный 2022-й российский финансовый рынок?

— Во втором квартале российские банки имели большие убытки, но сейчас они вышли из зоны убыточности. Это, конечно, средняя температура по больнице, потому что банки очень разные. Но наиболее крупные — скорее всего, покажут прибыль. Пусть небольшую.

### Модель Московской биржи за счет широкой продуктовой линейки еще раз подтвердила свою устойчивость к финансовым и экономическим шокам.

Неслучайно Банк России заявил, что отменит послабления, которые давал в начале периода турбулентности. Тогда регулятор разрешил до конца года отложить формирование резервов на возможные потери по заблокированным активам, позволил зафиксировать курс и стоимость ценных бумаг, использовал еще несколько мер поддержки. Неизвестно, все ли послабления будут отменены, но тренд очевиден. Регулятор видит лучше всех, а видит он, что банковский сектор выдержал испытание шоком. И, как говорится, стабилизировался.

У отдельных банков положение непростое. Но они не имеют существенно значения в российской экономике.

Ну а то, что происходит на фондовом рынке, мы прекрасно видим. Колоссальные потери частных инвесторов из-за замороженных активов, превращение рынка акций из инвестиционного в чистый трейдинг.

А что на МосБирже?

В какой-то момент казалось, что биржевой рынок потеряет обороты.

Но модель Московской биржи за счет широкой продуктовой линейки еще раз подтвердила свою устойчивость к финансовым и экономическим шокам. Биржа работает на всех рынках, и в то же время модель позволяет зарабатывать процентный доход на денежных остатках. В периоды резких изменений центр образования доходов как бы перетекает из одного ее сегмента в другой, но в целом итог положительный. Так бывало и в моменты прежних кризисов, так получилось и сейчас.

Процентный доход, понятно, был хороший. Объемы сделок на денежном, валютном рынке, рынке репо дали более высокий комиссионный доход, чем в прошлом году. Потери были на рынке акций и на рынке облигаций. Срочный рынок сжался, но сейчас начал разворачиваться.

— Сейчас большое количество сделок на рынке акций совершает частный инвестор. Есть ли в таком положении риски?

— Рынок акций стал сейчас очень краткосрочным, это рынок спекулянтов — в техническом смысле, не в оценочном. Есть инвестинг, а есть трейдинг. Долгосрочный инвестор покупает и держит. Сейчас часть инвесторов держит свои бумаги вынужденно, потому что их активы заморожены. А инвесторов, которые покупают, чтобы держать, сейчас практически нет. Сейчас рынок занимается только трейдингом. Это необычно, я бы сказал. Поэтому отечественные брокеры начали разворачивать инвестиционные подразделения в иностранных дружественных юрисдикциях, чтобы дать возможность



российскому инвестору диверсифицировать свои вложения.

Мировой опыт показывает, что фондовый рынок способен генерировать долгосрочную доходность только тогда, когда есть преобладающая уверенность в среднесрочном росте экономики этого рынка (страновая, региональная, глобальная). Поэтому, наверное, трейдинг на российском рынке — на сегодняшний момент естественное рыночное поведение.

— Можем ли мы из этого сделать вывод, что ИИС 3-го типа не взлетит? Ведь он рассчитан на долгосрочного инвестора?

Пусть он будет: кто-то, возможно, им воспользуется. Но двигателем рынка

в моменте этот инструмент не станет. Поэтому я бы не трогал сейчас ИИС первого типа.

— Можно ли ожидать, что в сложившейся ситуации более активно станут выходить на биржу (в частности, с размещением облигаций) средние компании? Какие меры могли бы помочь их выходу?

— Долговой рынок в широком смысле, конечно, более устойчив к негативу. Он, скорее, связан с финансовым здоровьем самих заемщиков. Но поскольку макроэкономическая ситуация оказалась под контролем (хотя и не позитивной), то долговой рынок чувствовал себя относительно нормально. Однако большого спроса на инвестиции нет, поэтому нет и

растущего аппетита занимать. Понятно, что суверен будет занимать, будет пытаться увеличивать объем заимствований. У крупных компаний больше возможностей с привлечением на долговом рынке.

Средние компании тоже занимают, хотя им получается дороговато: 10–11–12%, но они все же привлекают долговой капитал. Есть спрос на инвестиции в сельском хозяйстве, пищевой промышленности, торговле. Большим потребителем инвестиционных ресурсов была бы оборонная промышленность, но там велика доля государства, так что вряд ли оборонные компании пойдут за деньгами на фондовый рынок.



Нефтяным и металлургическим компаниям сейчас, скорее всего, нужны только оборотные средства. Хотя через облигационные займы можно привлечь и оборотный капитал.

— Вы сказали недавно, что сейчас фондовый рынок не является отражением российской экономики, потому что с него ушли фонды. Но, возможно, есть способы увеличить присутствие на российском фондовом рынке собственных институциональных инвесторов? В частности, может ли стать более активным присутствие НПФ?

— Регулирование негосударственных пенсионных фондов устроено таким образом, что они не заинтересованы в активном инвестировании, работают

скорее как хранители. Да и внутреннее их целеполагание настроено так, что менеджмент фондов не стремится много зарабатывать для пенсионеров. Идея скорее в том, чтобы гарантированно сберечь.

Можно ли это изменить?

Наверное, можно. Есть примеры того, как работают пенсионные фонды на крупных финансовых рынках — американском, европейском. Но у нас боятся работать по такой модели. Правительство решило, что отвечает за все пенсионные выплаты, не только государственные. Поэтому модель выстроена так, что единственная цель — не допустить потерь. Риск того, что реаль-

ный рост пенсии будет отрицательным, кажется проще абсорбировать. В западных фондах иначе. Там скорее ориентируются на долгосрочную способность фонда выполнять обязательства по выплате будущим пенсионерам. Возможно, российским структурам имело бы смысл более внимательно проанализировать подобный опыт.

— Как вы оцениваете влияние на финансовую сферу заморозки активов? Возможен ли неттинг хотя бы части обязательств? Иные пути возврата этих активов (скажем, судебные)?

— Заморозка, конечно, действует угнетающе. Для инвестора-физлица психологически важно, что он реинвестирует

доход. А убыток реинвестировать невозможно. Поэтому он не готов инвестировать новые деньги. Это делают только профессиональные инвесторы, которые допускают неизбежность потерь, но настоящее искусство заключается в умении их отыграть и активной инвестиционной стратегии. Как знаменитый американский инвестор Кэтти Вуд. Фонд под её управлением периодически несет заметные убытки, после падения заходит с другой стороны, снова инвестирует в недооцененные

Свифт — это общий доверительный инструмент межбанковской передачи финансовой информации о переводах. Власти могут пытаться создавать альтернативные системы расчетов, минуя твердые валюты. Такие попытки мы видим. Если власти сумеют предложить бизнесу реальные инструменты, то он будет ими пользоваться.

активы. Это особый, конечно, пример, который ярко показывает, как действует профессиональный инвестор. Однако у большинства, когда половина активов заморожена, аппетит к инвестированию неизбежно пропадает.

Возможность обмена активами — не только и не столько вопрос частного сектора. Переговоры такого рода не обойдутся без участия регуляторов, но и политически, и с технической точки зрения это очень сложный процесс. У замороженных активов есть владельцы подсанкционные, есть неподсанкционные (большинство). Поэтому неттинг должен проходить с соответствующей очисткой, это не просто.

В качестве мейнстримного обозначился путь подачи на получение лицензии о разморозке средств, по которому сейчас пошли и отдельные брокерские компании, и физические лица. Они подают информацию о владельце активов,

можно проверить, находится ли он под санкциями. Министерство финансов Бельгии неожиданно заявило, что готово принимать такие лицензии. Есть, кстати, пример, когда это удалось сделать: но буквально один.

— Активы той стороны тоже заморожены в России...

— ...они их списали. Во всяком случае, крупные фонды и банки, номинально оставаясь владельцами, практически эти активы списали в ноль. Как, например, некоторые российские финансовые

институты (называть не буду) зарезервировали практически под 100% активы, зависшие в НРД. Хотя Банк России дает здесь послабления, но люди помыслили и решили рубить хвост не по частям, а сразу.

Если вдруг удастся эти средства разморозить, то появится неожиданный дополнительный профит. Это правильный подход: структура получает здоровый баланс, с ней работают дальше.

— Каково сейчас состояние сферы расчетов? Можно ли считать, что весь возможный вред нашей стороне уже причинили?

— Нет, почему. Можно еще что-нибудь изобрести (*смеется*). Можно, например, вообще сделать так, что ни один российский финансовый институт не сможет проводить расчеты в конвертируемых валютах. Но окошко оставлено. Потому что, пока идет экономическое взаимодействие, полностью блокировать расчеты по внешнеэкономическим сделкам бессмысленно.

Взаимодействие уменьшилось, но осталось.

Если удастся свести любые торговые отношения России (прежде всего, с Европой и США) в ноль, — рассчитывать в твердых валютах станет просто не зачем. Тогда импорт будет проводиться уже в мягких валютах. Но пока экономические отношения остаются. И в реальности обнулить их довольно трудно. Особенно в том, что касается потребительских товаров.

— Огромная часть потребительских товаров физически производится в ЮВА. И они по сотням каналов идут в РФ. Уже. Просто раньше человек покупал боты в магазине «Гуччи», а сейчас эти же самые боты ему приносит на дом байер, который напрямую работает с китайской фабрикой. Кстати, сильно дешевле.

— Санкции нужны для того, чтобы нанести экономический ущерб противнику. Санкции против, условно, брендовой одежды/обуви никакого ущерба российской экономике не приносят. Именно поэтому окошко и не закрывается до конца.

— Может ли расширение экономического воздействия с другими игроками поменять форматы расчетов? Если Свифт отключают, то может ли отрасти что-то иное?

— Свифт — это общий доверительный инструмент межбанковской передачи финансовой информации о переводах. Власти могут пытаться создавать альтернативные системы расчетов, минуя твердые валюты. Такие попытки мы видим. Если власти сумеют предложить бизнесу реальные инструменты, то он будет ими пользоваться. Но выбор делают компании.

Ценообразование по значимым товарам в мире происходит преимущественно в долларах. Можно обозначить цену в рупиях, йенах, юанях, динарах — для расчетов все это будет пересчитано в доллары. Вот если Китай будет принимать от России рупии при расчетах за

какие-то поставки, то это совершенно иная ситуация. Однако Китай не будет принимать рупии. А Индия не будет принимать юань. Она может предложить рассчитаться в рупиях, но тогда это просто бартер.

В этом все дело.

Теоретически возможно задействовать в таких схемах корзину валют: юань, рупия, дирхам, рубль, реал. Но пока такой проект не кажется мне реальным. Китай не под санкциями, он предпочитает договариваться. Отстаивает свои позиции твердо, но дипломатическим путем.

— Сейчас продлено разрешение публичным компаниям не сообщать чувствительную информацию. Как вы оцениваете эту меру? Как вы оцениваете ситуацию в сфере рейтинговой деятельности после ухода «большой тройки»?

— Право не публиковать отчетность вызвано угрозой санкций. Угроза санкций сохраняется, поэтому Минэк за продление этого права. Публичная отчетность имеет не только финансовую составляющую. По ней можно составить представление и о планах компании, ее стратегии, сделках, партнерах, органах управления и так далее. Часть этой информации может помочь тем, кто формулирует санкционный режим. Поэтому компании должны сами решать, как быть, какой подход выбрать, что и как раскрывать. Им придется делать выбор: терять ли ресурсы публичного финансового рынка или принять риск санкционных ограничений. Тем более что они по этому вопросу находятся в очень разных условиях.

Уходу с рынка «большой тройки» рейтинговых агентств, понятно, радоваться не приходится. Это была конкурентная система. нынешняя российская система рейтингования неконкурентна. Есть крупнейшее агентство, за которым стоит государство. Хотя с профессиональной точки зре-

ния команда неплохая, там работают хорошие аналитики.

Рейтинги нужны компаниям для того, чтобы работать на финансовых рынках. Компания, имеющая высокий рейтинг, может привлекать ресурсы проще и дешевле. Сейчас привлечение на внутреннем рынке идет, как мы говорили, преимущественно через облигационные займы. В этом формате компании научились работать и без рейтингов. В нынешней ситуации этого, возможно, достаточно.

Система рейтингов, которая развивалась, когда в России присутствовала большая тройка, была направлена на то, чтобы российские компании могли пользоваться источниками международного капитала. Сейчас такой возможности, как мы понимаем, нет.

— Опубликован проект «Основных направлений развития финансового рынка». Как вы оцениваете основные идеи документа?

— Самое важное, что эта стратегия направлена на развитие. Вынужденная ущербность этой стратегии состоит в том, что это все-таки стратегия изолированного рынка. Изолированный рынок, со всех точек зрения, путь местечковый и бесперспективный.

— А в мировой экономике не будет происходить фрагментация?

— Такая тенденция есть. Глобализация позволила мировой экономике долго и устойчиво расти. Глобализация вытянула южноазиатский регион до конкурентного, скажем так, уровня. Экономика глобального Запада давала для этого технологии и финансовый капитал. Но как это часто бывает, теперь в ЮВА возникли идеи самодостаточности. А Запад стал воспринимать эти экономики уже не как сателлитов, а как конкурентов. Хорошо бы, если речь шла только об экономической конкуренции. Но вместе с ростом экономической мощи появляются политические притязания на миро-

вое лидерство. Тут и заканчивается глобализация.

Появилась тенденция на создание анклавов: такой анклав пытается создать, в частности, Китай.

В общем, тренд на деглобализацию с большой вероятностью приведет к формированию биполярного мира, с полюсами, о которых нетрудно догадаться. Но, думаю, этот этап тоже будет пройден, установятся новые правила игры, возникнет новая конкурентная среда, оформившаяся по новым правилам, и снова начнется время глобализации. Особенно если учитывать, что цифровые технологии (за которыми будущее) позволяют создавать систему горизонтальных связей. Это — инструмент новой глобализации. ■