



Андрей Столяров

доцент кафедры фондового рынка и рынка инвестиций  
Государственного университета – Высшая школа экономики,  
канд. экон. наук

## КРИЗИС РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В 2008 ГОДУ – ВНЕШНИЙ ВИРУС?

В 2008 г. российскому фондовому рынку удалось отличиться. Даже на фоне общего мирового кризиса, коснувшегося всех мировых финансовых рынков, российский рынок умудрился показать рекордный результат: его падение составило более 75%. Попытаемся разобраться в причинах такой исключительности российского рынка, проанализировать, чем вызвано его падение, и, самое главное, оценить его дальнейшие перспективы.

### КРИЗИС 1998 И 2008 ГОДОВ: НАЙДИ ОТЛИЧИЯ

Прежде всего поражает совпадение дат: 1998 и 2008 гг. Но при таком внешнем совпадении есть существенные различия. В 1998 г. российский фондовый рынок пал жертвой кризиса развивающихся рынков. Кризис августа 1998 г. в России был лишь звеном в общей хронологии кризисных явлений на *emerging markets*. Подобные потрясения пережили страны Юго-Восточной Азии и Латинской Америки. Но в 1998 г. этот кризис почти не коснулся развитых рынков. Наоборот, после падения фондовых рынков на развивающихся рынках капитал вернулся на развитые рынки и начал «надувать пузырь» на американском рынке доткомов, который стал рушиться только в 2000 г. Опять-таки в 1998 г. падение российского рынка явилось следствием ошибок го-

сударственного управления. Кризис тогда был вызван, кроме обвального падения цен на энергоносители, неправильной валютной политикой (завышенный курс рубля), сохраняющимся дефицитом государственного бюджета, приведшим к пирамиде ГКО, слабостью финансовой сферы в целом и банковской системы в частности, попыткой следовать рекомендациям Вашингтонского консенсуса. Все это в совокупности привело к событиям августа 1998 г. В рамках данной статьи не хотелось бы оценивать правильность или неправильность тех мер, которые были приняты тогда. Важнее вывод: при прочих равных условиях кризис 1998 г. был кризисом «рукотворным».

При первом взгляде на кризис 2008 г. все выглядит вроде бы по-другому. В отличие от кризиса 1998 г., кризис 2008 г. кажется «иностранным заразой». До лета прошлого года макроэкономические по-

казатели российской экономики выглядели впечатляюще. Российский ВВП рос темпами, намного опережающими темпы роста развитых и даже многих развивающихся экономик, уступая лишь Китаю и Индии. При этом гордостью российских финансовых властей являлось постоянное увеличение золотовалютных резервов (Россия вышла по этому показателю на 3-е место, уступая только Японии и Китаю). При этом не отставал и российский фондовый рынок. Не показав значительных результатов в 2007 г., индекс РТС в мае 2008 г. устремился к новым рекордным высотам. Большинство аналитиков в начале прошлого года прогнозировали к концу года *targets* на уровне от 2400 до 3000 пунктов по индексу РТС. Предположить, что в октябре 2008 г. индекс достигнет отметки 550 пунктов, вернувшись тем самым к отметке 1997 г., можно было только



в страшном сне. Тем не менее этот сон стал явью.

Российский фондовый рынок меньше чем за полгода упал более чем в 4 раза. Что же произошло? В чем причина? Плясать на костях — занятие неблагодарное. Но важно понять причины, которые привели к такому падению.

## ЧТО ПРОИЗОШЛО С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ?

До осени 2008 г. среди экспертов (причем не только российских, но и международных) была популярна теория декаплинга, предполагающего, что в условиях мирового финансового кризиса развивающиеся рынки смогут чувствовать себя более уверенно, чем развитые рынки. Эксперты говорили о том, что, в отличие от 1990-х гг., положение развивающихся экономик выгодно отличалось в лучшую сторону. Большинство развивающихся стран характеризовалось высокими темпами роста, сбалансированным бюджетом (причем профицитным), невысоким уровнем государственного долга, стабильным финансовым положением, растущими золотовалютными резервами. Кроме того, у них был накоплен положительный опыт управления в условиях кризиса. И, кроме того, самое главное: у развивающихся стран существовал (и существует) колоссальный потенциал роста внутреннего спроса. Именно на него эксперты и рассчитывали. Предполагалось, что растущий внутренний спрос на развивающихся рынках поможет спасти тормозящую мировую экономику, создаст барьер, который сможет смягчить замедление или падение роста экономики развитых стран. В 1970-е гг., когда Ден Сяопин предлагал программу реформ китайской экономики, западные экономисты скептически относились к этим начинаниям, говоря о том, что «только капитализм может спасти Китай». В 2008 г. многие эксперты заговорили о том, что в условиях начала рецессии «только Китай может спасти капитализм». Фондовые рынки развивающихся стран подтверждали эту логику.

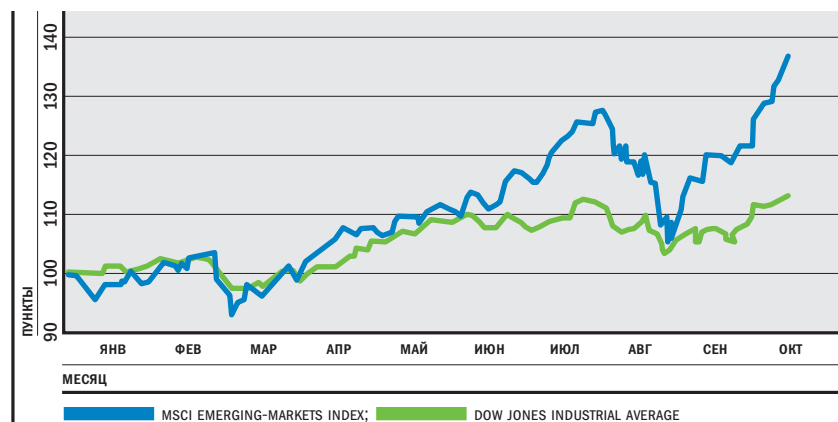
На графике, опубликованном в журнале «Экономист» (рис. 1), видно, что индекс *MSCI*, отражающий динамику развивающихся рынков, при стабилизации ситуации на американском фондовом рынке начинал расти просто колоссальными темпами. Причем фондовые рынки развивающихся рынков росли быстрее развитых рынков.

В 2007 г. капитализация развивающихся рынков выросла, по оценке МВФ, с 12 трлн до 20 трлн долл. В 2008 г. разви-

вающиеся рынки продолжали бить рекорды. Российский рынок не был исключен. Кроме него многие фондовые рынки развивающихся стран побили рекорды (в частности, бразильский). В 2007 г. таких рекордов достиг китайский рынок. Но инвесторов, жадно бросившихся покупать «недооцененные активы» на развивающихся рынках, ждал весьма неприятный сюрприз. При ухудшении ситуации на американском и европейском рынках инвесторы с тем же энтузиазмом, с которым прежде покупали, стали распродавать ак-

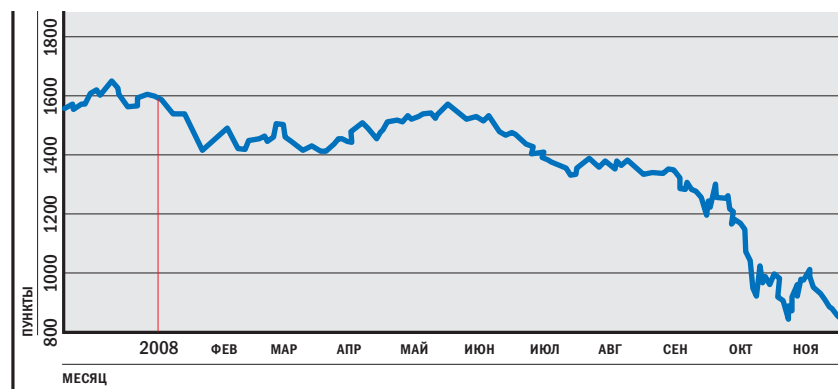
сильнее, чем предполагалось большинством экспертов. В условиях глобализации, усиления финансовой и экономической взаимозависимости всех национальных экономик шок от осознания тех неприятностей, с которыми столкнулась американская экономика, в итоге затронул и экономики развивающихся стран. Причем если в 2007 г. кризис в Америке воспринимался просто как один из многих кризисов, из которых американская экономика в последние десятилетия спокойно выходила, то теперь он коснулся

Рисунок 1. ИНДЕКСЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ (MSCI) И DOW JONES В 2007 Г.



Источник: Thomson Datastream.

Рисунок 2. ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ В 2008 Г.



Источник: агентство Bloomberg.

тивы на развивающихся рынках. Причем степень падения оказалась не меньше, а даже больше, чем на развитых рынках.

Что же произошло? Почему инвесторы, уверовавшие в теорию декаплинга, вдруг разочаровались в ней? Почему индекс *MSCI*, отражающий сводную динамику фондового индекса развивающихся стран, показал падение более чем в 2 раза (рис. 2)?

## ЛЮБИМЫЙ ВОПРОС: КТО ВИНОВАТ?

Самое простое объяснение: мировой финансовый кризис оказался намного

того, что долгие годы считалось символом финансового могущества финансовой системы США — инвестиционных банков *Bear Stearns* и *Lehmans Brothers*, страховой компании *AIG*, банковского холдинга *Citigroup*, федеральных агентств *Fannie Mae* и *Freddie Mac*. Уникальность кризиса вызвала волну паники и обрушила фондовые рынки развитых стран (американские индексы упали на 40%! ). Что уж тут говорить о развивающихся рынках, для которых по определению характерна высокая волатильность. Кроме того, выяснилось, что из-за высокой интеграции развивающихся рынков в мировую экономику упования на глубокий потенциал



внутреннего спроса оказались не вполне состоятельными. Все развивающиеся страны замедлили свои темпы роста. Даже Китай вынужден разрабатывать меры антикризисного характера, направленные на стимулирование внутреннего спроса.

А тут еще падение цен на нефть было еще чем в 4 раза всего за полгода — с почти 150 до 35 долл. за баррель. А российский индекс — хоть мы и говорили о том, что наш фондовый рынок диверсифицируется, снижается доля нефтегазового комплекса, — по-прежнему в значительной степени зависит именно от нефти и газа. Да и состояние государственного бюджета на фоне падения нефтяных котировок стало вызывать большое опасение у инвесторов.

Но беды российского фондового рынка на этом не заканчиваются. В августе вспыхивает война в Южной Осетии и Абхазии, которая не усилила любовь инвесторов к российским активам.

Вообще, что и говорить — не повезло. Кризисы всегда подкрадываются незаметно, даже если их и ждешь. Казалось, что тут обсуждать? Во всем виноваты жадные американские профессиональные участники рынка ценных бумаг, превратившие замечательный инструмент по секьюритизации ипотечных активов в нечто, имеющее безобидное название *sub-prime*, но сумевшее разрушить долгодлительный «бычий» рынок на фондовом и товарном рынках, придумавшие массу инструментов, производных и запутавших окончательно несчастных и доверчивых инвесторов. Вообще, рынок есть рынок. Стихия, одним словом. Жалко, но ничего не поделаешь. Хорошо, что у нас на этот случай есть «мешочек», который называется золотовалютные резервы. А вот если бы его не было? Даже не хочется и думать об этом.

### НО НЕ ВСЕ ТАК ПРОСТО...

«Все счастливые семьи похожи друг на друга, каждая несчастливая семья несчастлива по-своему». Это к чему? А это к тому, что причины нынешнего кризиса только кажутся внешними.

Возникает вопрос: с чем, собственно, связан такой мощный подъем фондовых рынков развивающихся стран и «пузырь» на рынке *commodities*? Какая в этом заслуга России? Может быть, это иностранные инвесторы искали тихую гавань или готовились к тому, что Москва быстро превратится в международный финансовый центр, затмив славу Лондона и Нью-Йорка?

На самом деле все гораздо проще. Нефтяные цены — они или от Бога, или

от лукавого, это кому как нравится. Но месторасположение того, кого нельзя называть, но кого все знают, — ФРС США, которая в последние годы если не сбрасывала деньги с вертолета, то последовательно держала процентные ставки на низком уровне, пытаясь создать допинг для слабеющей экономики потребителей. В условиях низкой доходности инструментов с фиксированной доходностью на рынке развитых стран и неопределенности перспектив развития американской экономики инвесторы готовы были покупать «осязаемые» активы — нефть, золото, пшеницу, свинину, металлы, другие товарные радости. Развитый рынок производных освобождал их от необходимости складировать эти атрибуты вечных ценностей и давал возможность покупать производные — фьючерсы. Ну а дальше аналитики аргументированно объясняли, почему растут товарные активы в условиях надвигающейся рецессии в крупнейшей экономике мира (!!!). А почему? А потому что есть спрос со стороны растущих экономик. Потому что есть хедж-фонды, которые в начале 2008 г. использовали нехитрую арбитражную операцию на американском фондовом рынке: покупай акции компаний, связанных с энергоносителями (они все равно не упадут в цене), и продавай акции финансовых компаний на развитых рынках.

То же самое происходило и с фондовыми рынками развивающихся стран. Достаточно привести одну, но, на мой взгляд, очень убедительную цифру. По данным ФРС США, на начало сентября 2008 г. американские инвесторы вложили в иностранные акции более 5 трлн долл. (!!!). Они тоже читали про декаплинг и тоже хотели заработать на этом празднике жизни. Вот только когда проблемы на американском рынке оказались серьезнее, чем предполагалось, потребовались деньги, кэш. А где его взять? А там, где он был, — в товарных активах, в акциях развивающихся и развитых стран, в облигациях стран с устойчивым финансовым положением, таких, к примеру, как Россия. На этом фоне спред доходности российских суверенных еврооблигаций подскочил до 900 пунктов, превысив отметку в 12% доходности. Что уж тут говорить об акциях российских компаний!

Здесь хотелось бы обратить внимание на то, что в последнее время модно ругать фундаментальную экономическую теорию. И то она не объясняет, и это она не предвидела. А уж сочетание «теория эффективного рынка» и вовсе воспринимается как ругательство. Как можно, основываясь на рациональности поведения

инвесторов, объяснить тот факт, что инвесторы покупают американские дисконтные облигации (*T-Bills*) с отрицательной доходностью, т. е. по цене выше номинальной стоимости? Как разумный инвестор может продавать акции компании по цене, которая меньше совокупной стоимости денежных средств компании? А по моему мнению, наоборот, кризис демонстрирует рациональность (разумность) поведения инвесторов, по крайней мере, в краткосрочной перспективе.

В условиях кризиса сломался прибор для определения фундаментальной стоимости активов. Как можно говорить о справедливой стоимости российских акций, если коэффициент дисконтирования (*WACC*, или средневзвешенная стоимость капитала) меняется каждый день, когда нельзя прогнозировать величину денежных потоков не только на 5–10 лет вперед, но и на следующий квартал? В этих условиях действует только один фундаментальный фактор — *Cash is the King*. И вот здесь мы возвращаемся к тому, с чего начали. Аналогом кэш являются американские государственные облигации — самый большой и ликвидный фондовый инструмент в мире, инструмент, объемы торгов по которому превышали в 2008 г. 600 млрд долл. в день, исключая сделки РЕПО, где наберется еще пара триллионов. Мне не хотелось бы сейчас обсуждать кредитное качество этих инструментов — я просто констатирую факт. В условиях кризиса инвесторы уходят в кэш, провоцируя рост курса доллара против других валют на фоне удручающей макроэкономической статистики по США. Чем она хуже, тем ниже доходность на рынке американских казначейских облигаций, тем больше спрос на то, за что можно это купить, — на американские доллары.

Все, о чем говорилось выше, вроде известно многим. К чему, когда мы говорим о российском кризисе 2008 г., эти общие рассуждения о падении отечественного фондового рынка? Как это объясняет, почему падение фондового рынка России оказалось более значительным, чем в других странах?

Да потому и упал рынок, что рос в последние годы не за счет увеличения средств внутренних инвесторов. Это, кстати, парадоксальный факт, на который в условиях сильного роста российского фондового рынка никто не обращал внимания. Российский фондовый рынок достиг капитализации свыше 1,5 трлн долл. При этом число внутренних розничных инвесторов на российском фондовом рынке не превышало 500 тыс. человек. Активы российских инвестиционных фондов не превосходили 800 млрд руб.



(что по нынешнему курсу меньше 30 млрд долл.). И то, в значительной степени эти активы приходились на закрытые фонды, которые никакого отношения к розничным инвесторам не имели. Примерно такая же величина наблюдалась и у других источников длинных инвестиционных ресурсов — российских негосударственных пенсионных фондов. Кроме того, рост капитализации российского фондового рынка сопровождался снижением доли *free-float*, количества акций в свободном обращении, возрастанием доли государственных или окологосударственных корпораций.

В условиях паники иностранных инвесторов, которые повели себя нерационально (как мы себе это объясняем), их продажи привели к обвальному падению российских активов, потому что вместо них — пустота. Для сравнения приведу только две цифры, и не по развитым (это не вполне справедливо), а по развивающимся рынкам. В Бразилии активы инвестиционных фондов превышали на начало 2008 г. 400 млрд долл. (!!!). В Китае на фоне роста китайского фондового рынка счастливыми обладателями акций китайских компаний стали 138 млн розничных инвесторов. Конечно, это не уберегло эти рынки от падения. Безусловно, можно говорить о трагедии китайских домохозяйств, купивших акции на самом пике, и о пагубном пристрастии китайцев к игре (игромания — заменой ей выступает покупка акций), но факт налицо.

За 10 относительно спокойных и благополучных лет нам не удалось создать класс отечественного инвестора. А между тем это тот костяк, на котором и держится национальный фондовый рынок. Ведь отечественному инвестору бежать-то по большому счету некуда. Именно от него зависит, насколько устойчивым может оказаться фондовый рынок в условиях кризиса.

У американской экономики много проблем. И я отнюдь не являюсь оптимистом в отношении перспектив быстрого восстановления американской экономики. Но вот что касается американского фондового рынка, то его хоронить рано. У него есть внутренняя институциональная основа — он базируется на внутреннем розничном инвесторе. Доля иностранных инвесторов на американском фондовом рынке по состоянию на 2005 г. составляет, по данным ФРС США, аж 7% (может быть, конечно, сейчас эта доля повысилась). А кто остальные? Рядовые американские домохозяйства. Почти 100 млн американцев являются акционерами американских компаний или напрямую, или через взаимные фонды.

## КТО ВИНОВАТ — РЕШИЛИ. А ЧТО ДЕЛАТЬ?

Это я к чему? Да к тому, что лучше сейчас направить усилия на решение реальной проблемы — создание механизма стимулирования внутреннего спроса на российские фондовые активы, создание широкого круга розничных и институциональных внутренних инвесторов. Без решения этой задачи не то что международного финансового центра не получится, а и национального фондового рынка не будет, поскольку покупать российские акции будут в результате все равно иностранные инвесторы (а делать они это будут, как в известном мультфильме: «мы делили апельсин — много нас, а он один»). И единственным гарантом и спасителем отечественного фондового рынка будут государственные деньги.

Хотелось бы пояснить, что я вовсе не выступаю против идеи развития международного финансового центра в России. Я целиком «за». Я согласен, что после кризиса (а он рано или поздно пройдет, причем также внезапно, как и начался) у России и его финансовой системы появится уникальная возможность — стать если не мировым, то, по крайней мере, региональным финансовым центром. Но нельзя ставить телегу впереди лошади. Сначала надо создать внутренний класс инвесторов, внутренний рынок ликвидности, с определением реального уровня процентных ставок, а уж потом думать о «пряниках» для иностранных участников.

Отдельно хотелось бы обратить внимание на фундаментальную оценку российских акций. На самом деле кризис выявил достаточно низкий уровень риск-менеджмента и корпоративного управления в российских акционерных обществах. Кризис показал, что капитализация частных компаний росла во многом за счет леввериджа, когда под залог крупных пакетов брались кредиты. На эти кредиты покупались новые активы, а под эти активы брались в свою очередь новые кредиты. Подобная стратегия позволяла наращивать капитализацию, но эта капитализация тоже носила дутый характер. Кроме того, «мудрость» этой стратегии очень напоминает анекдот начала 1990-х гг.: встречаются два предпринимателя и заключают договор о покупке товара, после чего один ищет товар, а второй — деньги. В условиях кредитного кризиса и обесценивания заложенных активов это привело к маржин-коллам и панической распродаже активов. На помощь спешит ВЭБ, способный спасти пострадавших. Непонятны критерии выбора наиболее эффективного управленца и менеджера. Кажется, глав-

ный — контроль над большими активами (*to bid is to fail*). Но эти критерии ничего общего с критериями эффективности управления, наверное, не имеют. А значит, нынешнее падение активов связано и с уровнем корпоративного управления в российских компаниях.

Но ведь аналогичная проблема характерна и для институциональной среды отечественного фондового рынка. Столь резкое падение российского фондового рынка осенью (как и обратное — столь резкий рост российского фондового рынка весной) необъясним без признания того, что российский фондовый рынок как был, так и остается непрозрачным, его финансовые институты имеют слабую капитальную базу, невысокую капитализацию и низкий уровень риск-менеджмента. За годы нефтяного изобилия участники рынка позабыли главную истину: одна из основных функций финансового института заключается в принятии на себя рисков и ответственности за них. Совершенствование торговой, учетной инфраструктуры — вещь, конечно, необходимая, поскольку снижает издержки для участников рынка, но, может быть, главное — создание новой институциональной среды, где участники рынка будут находиться в равных условиях, где рынок будет прозрачным, у участников будет достаточная капитальная база и заранее известные условия игры? А то закона, запрещающего инсайдерскую торговлю, как не было, так и нет.

И наконец, я хотел бы остановиться на еще одной проблеме, которая вообще ускользает при обсуждении концепции международного финансового центра в Москве. Проблема вроде бы частная и вроде бы напрямую не связана с функционированием международного финансового центра — развитие российского внутреннего рынка государственных облигаций. В последние годы этот рынок находился если не в загоне, то, по крайней мере, не в центре внимания российских финансовых регуляторов. Все те предложения, которые были связаны с развитием этого рынка, оказались невостребованными. Это и формирование института первичных дилеров, и появление бумаг-бенчмарков, которые бы служили ориентиром в отношении доходности на российском облигационном рынке. В условиях профицита бюджета развитие рынка государственных облигаций рассматривалось как пятое колесо в телеге российского финансового рынка. Зачем этот рынок, когда у нас и так есть резервы на черный день? Более того, зачем делать конкурента рынку корпоративных облигаций, создавая эффект за-



мещения частных инвестиций государственными?

Что и говорить, определенная логика в таких построениях была. Но вот в чем проблема: отказываясь от создания полноценного развитого рынка государственных облигаций, присущего, кстати, всем развитым странам, Россия вступила на путь построения финансовой системы, где ориентиры доходности определяются на рынке государственных облигаций другой страны или в лучшем случае на рынке ставок *LIBOR* в Лондоне. Причем такое определение безрисковой доходности, которая, кстати, учитывалась и в моделях *DCF*, отражало сложившийся факт: центр ликвидности российской финансовой системы был вытеснен за национальные границы. И в этой связи хотелось бы еще раз посмотреть на проблему российских золотовалютных резервов, которые еще недавно казались избыточными. Государство изымало сверхдоходы, складировало их на черный день, инвестируя в американские полугосударственные и государственные бумаги. Главным мотивом таких действий выступала абсолютная ликвидность и надежность инструментов, в которые они размещались. Вроде все замечательно, и можно только порадоваться. Стоит, однако, и испугаться: а вдруг такого механизма не было.

Но ведь что произошло в период кризиса? Помимо оттока капитала, вызванного спекулятивным капиталом (из песни слов не выкинешь), возникла еще одна проблема, связанная с необходимостью платить частным и, что совсем интересно, государственным компаниям проценты по кредитам и еврооблигациям, которые эти компании в годы нефтяного изобилия активно занимали. В итоге государство приходит им на помощь в качестве кредитора и замещает их. Но встает вопрос: может быть, имело смысл подумать об этой проблеме заранее? Причем не так, чтобы вообще запретить заимствование государственным компаниям за рубежом (а где им было заимствовать, если там и ставки были ниже, и сроки длиннее, и суммы больше?), а подумать о создании национальной финансовой системы? Может быть, целесообразно было заранее создать или, по крайней мере, начать создавать условия для формирования полноценной банковской системы, способной снабжать кредитными ресурсами национальную промышленность, а не превращать банковскую систему в своеобразного посредника между мировым рынком капитала и отечественными потребителями кредитных ресурсов? Естественно, что в условиях кредитного кризиса, когда тем, кто раньше предлагал эти

ресурсы российским банкам, уже было не до этого, российским банкам стало просто нечем кредитовать отечественного заемщика. В итоге роль кредитора опять таки отдается государству и его уполномоченным банкам.

Конечно, создание полноценного эффективного рынка государственных облигаций — задача сложная. Создать такой рынок, который бы привлек иностранных инвесторов, непросто. А между прочим, на любом развитом рынке внутреннего государственного долга доля иностранных инвесторов превышает 30% (за исключением японского, где низкая доходность государственных облигаций делает японские бумаги непривлекательными).

Причем интересно, что есть публикации, в которых авторы ругают на чем свет стоит крупнейшие рейтинговые агентства (*Moody's*, *S&P*, *Fitch*) за предвзятость, непрофессионализм, политический крен и бог знает за какие еще грехи. Нельзя сказать, что вся эта критика абсолютно несправедлива. Но скажите: а как можно точно оценить потенциал подобной финансовой системы?

К примеру, можно вернуться к отрицательной реальной доходности, которая была на российском рынке облигаций до кризиса. Развивать рынок государственных облигаций в условиях высокого профицита бюджета — нонсенс. А занимать под отрицательную реальную доходность (когда процентные ставки ниже уровня инфляции) не нонсенс? А то, что при этом инфляция не хочет снижаться, — не нонсенс? Кстати, этот феномен (отрицательная реальная доходность инструментов с фиксированной доходностью) отсюда же. Это прямое следствие сложившейся системы, когда ценообразование долговых инструментов определяется не на национальном рынке. В итоге доходности оторваны от реальных макроэкономических категорий. Это и к разговору о справедливой стоимости российских акций. Как же можно говорить о реальной неочевидности российских акций, когда встает вопрос об определении стоимости капитала компании (а он, как мы только что отметили, не так прост)? Получается, что реальные ставки доходности долгое время были занижены. Это приводило к завышению оценок справедливой стоимости компаний. Ведь на развитых рынках доходность не может долгое время быть отрицательной. А если и будет (как, к примеру, в Японии), то это признак долговременной рецессии.

Конечно, можно возразить, что привлекательность рынка государственных облигаций развитых стран связана прежде всего с резервным статусом их валют.

Но если мы хотим реально, а не на бумаге создавать мировой финансовый центр, наверное, надо подумать, как сделать национальную валюту привлекательной для иностранных инвесторов. Боюсь, что, призывая братьев-белорусов покупать российскую нефть и газ за рубли, этого не добиться. А вот существование реально эффективного рынка государственных ценных бумаг такую задачу решить может. По крайней мере, надо попытаться. А иначе можно придумывать всякие «пряники» для иностранных инвесторов, а потом в условиях спекулятивной атаки на национальный валютный рынок судорожно разрабатывать меры по ограничению свободного передвижения капитала.

## НАПОСЛЕДОК О ХОРОШЕМ

Но кризис на российском фондовом рынке имеет и свои положительные стороны.

Во-первых, в отличие от развитых стран, у нас очень небольшая доля розничных инвесторов. А значит, даже столь сильное падение российского фондового рынка не привело к существенному снижению доходов российских домохозяйств, в отличие от американских домохозяйств, где на вложения в акции приходится 25% финансовых вложений домохозяйств. Не столь существенно это отразилось и на рынке пенсионных накоплений, поскольку он находится в зачаточном состоянии. Кстати, будет забавно, если все-таки примут решение учитывать финансовые вложения не по реальной цене, а по цене приобретения. Мотивировка такова: сейчас активы торгуются не по реальной справедливой цене. А занижение цен приведет к тому, что инвесторы могут разочароваться в негосударственной пенсионной системе как таковой. Странная позиция: если все уверены, что портфели пенсионных фондов вырастут, в чем, собственно, проблема? Надо просто доходчиво объяснить, что фондовый рынок может не только расти, но и падать.

Может быть, проблема в другом? Фондовый рынок может долго не расти. Кто в это не верит — посмотрите на индекс *Nikkei*, который достиг максимального значения в 1990 г. (39 000 пунктов) и больше на такой уровень не возвращался. Сейчас он составляет около 8000 пунктов, а на пике был все равно в 2 раза ниже максимальных значений. И что теперь делать бедным японцам? Двадцать лет учитывать активы по несуществующим ценам?

Во-вторых, именно невысокий уровень развития коллективных инвестиций и низкая вовлеченность частных инвесто-



ров в инвестирование на фондовом рынке позволяют сосредоточиться на главной проблеме: как сделать инвестирование сбережений российских домохозяйств в инструменты российского фондового рынка интересным для этих домохозяйств, как максимально расширить внутреннюю базу инвесторов. В принципе эти меры понятны. Это и налоговое стимулирование долгосрочных инвестиций, и создание благоприятного имиджа российского фондового рынка, и формирование институциональных основ для создания эффективного и прозрачного ценообразования (где обязательно должны быть меры по защите инвесторов от использования инсайдерской информации и манипулирования ценами), и создание механизма защиты частных инвесторов на российском фондовом рынке (в частности, создание компенсационных фондов). Работы — непочатый край. И, как мне кажется, эта работа имеет больший смысл, чем создание непонятного муляжа под названием «мировой финансовый центр». Дело в том, что без расширения внутренней базы инвесторов рынок все равно в итоге будет зависеть от настроений иностранных инвесторов, а они, как уже известно, очень переменчивы в своих настроениях.

В-третьих, опыт двух прошедших кризисов бесценен. Из них можно сделать выводы для построения национальной независимой эффективной финансовой системы, эффективного фондового рынка, который должен быть направлен на удовлетворение потребностей национальных инвесторов и эмитентов. Если этот рынок будет интересен для отечественной экономики, конкурентоспособен, если российские фондовые активы будут представлять реальную (не придуманную) ценность, а российская торговая инфраструктура — отвечать всем требованиям современного развития, тогда на этот рынок придут и иностранные инвесторы, и иностранные эмитенты. Обратное вряд ли возможно. А если и возможно, то встает вопрос: а что даст российской экономике существование мирового финансового центра, если все равно основные ресурсы будут привлекаться с международных рынков капитала? В 2007 г. на IX Конференции российских профессиональных участников был предложен интересный механизм IPO российских компаний: запретить размещение российских акций за рубежом в принципе. И при этом отметить ограничения на конвертацию российских акций в депозитарные расписки. Естественно, это предложил представи-

тель крупной российской инвестиционной компании, которая хотела бы получить деньги 2 раза — за размещение и за конвертацию. С точки зрения бизнеса этой компании — замечательно. Но вот опять-таки, а с точки зрения национальных инвесторов и эмитентов? Им от такого международного финансового центра ни холодно, ни жарко — только растут издержки. Поэтому именно на этом (т. е. создании механизма трансформации сбережений домохозяйств в инвестиции для реального сектора) и надо акцентировать внимание при создании международного финансового центра.

И в-четвертых, формирование международного финансового центра невозможно без создания действительно независимой национальной финансовой системы, центра ликвидности в национальной экономике, без полноценного функционирования рынка государственных бумаг, определения реального уровня процентных ставок на национальном финансовом рынке. Эти задачи, может, еще сложнее, чем привлечение внутренних инвесторов на фондовый рынок. Но в случае их решения Москва если и не станет финансовым центром, то, по крайней мере, перестанет быть финансовой периферией. ■

#### НОВОСТИ НДЦ

## НДЦ предоставил дистанционный доступ к учетной системе

НДЦ завершил очередной этап работ по модернизации своей технологической платформы, в рамках которого для клиентов НДЦ организован дистанционный доступ к принятой в опытную эксплуатацию обновленной учетной системе, создаваемой при содействии компании *Tata Consultancy Services* (Индия) на основе лидирующего системного программного обеспечения *Oracle* и аппаратного обеспечения *Hewlett-Packard*. Дистанционный доступ обеспечивает возможность оперативного получения ин-

формации об остатках ценных бумаг на счетах депо депонентов НДЦ, а также исполнения ряда инвентарных операций. Таким образом, реализована рекомендация международного рейтингового агентства *Thomas Murray* по снижению операционного риска НДЦ, учитываемого при определении общего публичного рейтинга центрального депозитария.

Промышленное внедрение дистанционного доступа для клиентов НДЦ запланировано на III кв. 2009 г.

## НДЦ и ING Wholesale Banking включают в систему междепозитарных расчетов SSS акции 5 новых эмитентов

С 14 января 2009 г. НДЦ и «ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО» (*ING Wholesale Banking*) расширяют перечень эмитентов, операции с акциями которых проводятся по Схеме ускоренных расчетов (*Speedy Settlement Scheme, SSS*). В перечень эмитентов включены 5 новых компаний: ОАО «НОВАТЭК», ОАО «Уралкалий», ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА», ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ»», ОАО Банк ВТБ.

Таким образом, общее число эмитентов, акции которых включены в схему SSS, достигло 37.

Напомним, что технология SSS, разработанная НДЦ сов-

местно с *ING Wholesale Banking* и успешно функционирующая с ноября 2007 г., предназначена прежде всего для сокращения времени на поставку акций и оптимизации расчетов по сделкам, заключенным между клиентами НДЦ и *ING Wholesale Banking*. Акции, переведенные по схеме SSS из *ING Wholesale Banking* в НДЦ, могут быть в тот же день выставлены на торги на ЗАО «ФБ ММВБ». Акции, купленные на торгах ЗАО «ФБ ММВБ», могут быть переведены в *ING Wholesale Banking* в тот же день после завершения клиринговой сессии.