

ВН

№5 МАЙ 2022

Инвестиции для среднего класса

Интервью
с Владимиром Крекотень

Дом для финансовой индустрии

Скорее жив

Всё о секьюритизации



Содержание

№5, МАЙ 2022



ТЕМА НОМЕРА: ИНВЕСТИЦИИ ДЛЯ СРЕДНЕГО КЛАССА

Инвестиции для среднего класса

Владимир Крекотень, генеральный директор компании «Ингосстрах-Инвестиции», рассказывает Ирине Слюсаревой об инвестиционных возможностях в период финансовых потрясений и объясняет, почему инвестиционная компания ориентируется на клиента из среднего класса.

4

НОВОСТИ

3 Стратегия для рынка

Общее собрание членов НАУФОР утвердило приоритетные направления деятельности ассоциации на 2022 год.

ТЕМА НОМЕРА: ТЕМА ИНВЕСТИЦИИ ДЛЯ СРЕДНЕГО КЛАССА

14 Дом для финансовой индустрии

По материалам выступления президента НАУФОР Алексея Тимофеева на общем собрании 17 мая 2022 года.

26 Скорее жив

В НАУФОР состоялся круглый стол, участники которого обсудили состояние отечественного рынка облигаций и его перспективы.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

42 Всё о секьюритизации

Потенциал неипотечной секьюритизации крайне высок. За последние пять лет на рынке сформировался класс клиентов, готовых инвестировать в такие продукты. А несколько сделок секьюритизации NPL привлекли значительный спрос среди квалифицированных инвесторов-физических лиц.

48 Путем консенсуса

Третейское разбирательство имеет ряд преимуществ перед государственным судопроизводством и доказало свою высокую эффективность квалифицированных инвесторов-физических лиц.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

50 Игра на дивидендах

Котировки рублевых гособлигаций (ОФЗ), российский рубль, а также фондовый индекс РТС заметно выросли по итогам мая благодаря сильному торговому салдо, ограничениям на операции с капиталом для нерезидентов, а также снижению ключевой ставки ЦБ РФ.



Инвестиции для среднего класса

Создание финансовой подушки безопасности— модель поведения, которую резонно было бы называть продуманной, ответственной, зрелой. И никак иначе.

С другой же стороны...

Ну вот смотрите. Если в марте человек не продал доллары по 100-110-120, то теперь испытывает сожаление, глядя на ценник обменного пункта. Как ни парадоксально, те же чувства он испытывает, глядя в ту же сторону и вспоминая, что доллары он таки купил. В марте. И хорошо еще, если только по 100.

Если у человека был ИИС, то теперь, глядя на присылаемый отчет, он испытывает что? — верно, сожаление. Еще более интересно понять, что испытывает человек, покупавший на свой счет иностранные бумаги или евробонды. Ну и стоит ли пытаться найти верное определение для переживаний владельца долларового/еврового депозита?

Из всего этого половодья чувств есть выход: можно почитать интервью, которое дал нашему журналу Владимир Крекотень.

Дельные вещи говорит человек и финансист.

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

Арт-директор **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение, ретушь и
подготовка к печати **Ксения Ключкина**
Фотография на обложке **Сергей Отрошко**

Учредитель **НАУФОР**
12900, Москва, 1-й Коптевский пер., д. 18, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

Автор редизайна **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.

Стратегия для рынка

ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ЧЛЕНОВ НАУФОР УТВЕРДИЛО ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АССОЦИАЦИИ НА 2022 ГОД

Во вторник, 17 мая, в Москве состоялось общее собрание членов НАУФОР. Повестка включала утверждение отчета президента НАУФОР и председателя Совета директоров о деятельности ассоциации в 2021 году, а также утверждение приоритетных направлений деятельности. Перед членами ассоциации выступили председатель Совета директоров НАУФОР Олег Вьюгин и Президент НАУФОР Алексей Тимофеев.

Приоритетными направлениями деятельности Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) в 2022 году были названы: 1) преодоление стрессовой ситуации, сложившейся на финансовом рынке; 2) участие в нормотворчестве; 3) стандартизация деятельности членов НАУФОР; 4) осуществление контроля деятельности членов НАУФОР; 5) обучение и оценка квалификации специалистов финансового рынка; 6) аккредитация программ автоконсультирования и автоследования; 7) проведение публичных и информационных мероприятий.

В плане преодоления рыночного стресса было отмечено, что в число первоочередных задач НАУФОР входит сохранение внутреннего инвестиционного

спроса, защита интересов получателей финансовых услуг, сохранение базы финансовых инструментов, обращающихся на внутреннем рынке, адаптация финансовой инфраструктуры, индустрии финансовых посредников и индустрии коллективного инвестирования к новым условиям.

Серьезное внимание документ уделит участию НАУФОР в нормотворчестве.

В 2022 году, сказано в документе, НАУФОР будет участвовать в работе над следующими изменениями в законодательство: сохранение ИИС первого типа; повышение привлекательности ИИС второго типа; введение индивидуальных инвестиционных счетов третьего типа; создание ИИС-ПИФ (ИИС, открываемых управляющей компанией ПИФ); отмена налога на доходы физических лиц, полученные в виде купонов и дисконта по государственным ценным бумагам и корпоративным облигациям российских эмитентов; отмена налога на доходы физических лиц от операций с ценными бумагами, в части дохода, который образовался исключительно вследствие изменения курса иностранной валюты.

Также НАУФОР в 2022 году продолжит работу над другими

проектами нормативных актов, направленными на развитие финансового рынка. В том числе, над проектами о предоставлении специализированным инвестсоветникам возможности использовать упрощенную систему налогообложения; о предоставлении брокерам функций налогового агента по налогу на доходы физических лиц - резидентов в отношении доходов по иностранным ценным бумагам; о передаче функции налогового агента от управляющей компании ПИФ брокеру-депозитарию; о расширении круга простых структурных продуктов, которые могут предлагаться физическим лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами, и ряде других.

НАУФОР также считает исключительно важным развитие индустрии негосударственных пенсионных фондов и намерена принять участие в обсуждении возможных направлений такого развития.

Общее собрание утвердило представленные документы.

С докладом А. Тимофеева и фотоотчетом общего собрания НАУФОР можно ознакомиться на с. 14-25.



Владимир Кречотень
генеральный директор компании
«Ингосстрах-Инвестиции»

Инвестиции для среднего класса

Нужно работать с клиентами, которые способны принимать решения, уже заработали какие-то деньги и готовы инвестировать долгосрочно

Владимир Кречотень, генеральный директор компании «Ингосстрах-Инвестиции», рассказывает Ирине Слюсаревой об инвестиционных возможностях в период финансовых потрясений и объясняет, почему инвестиционная компания ориентируется на клиента из среднего класса.

Фотографии Сергей Отрошко

— Владимир, кто является клиентом компании «Ингосстрах - Инвестиции»?

— Самый недолюбленный, на мой взгляд, клиент в России — это представитель среднего класса. Замечу, что мы в компании определяем принадлежность к среднему классу не по имущественному цензу, а скорее по поведению. В нашем понимании, главная поведенческая черта представителя среднего класса — самостоятельность. Это люди, способные принимать решения, а дальше нести ответственность за них. В частности, эти люди готовы инвестировать, тратить время на то, чтобы разобраться в способах управления своим благосостоянием.

Вот именно для среднего класса мы и строим свой инвестиционный бизнес.

Сегодня в России хорошо разработаны ниши либо для очень состоятельного клиента, либо для

клиента массового, который приходит в банки открывать депозит, а ему в этот момент продают заодно те или иные инвестиционные продукты. Мы совершенно определенно хотим занять другую нишу: хотим работать только с теми клиентами, которые готовы инвестировать долгосрочно, уже заработали какие-то деньги и понимают, что вечно работать не хотят (да и не всегда смогут). Это наш сегмент. Очевидно, что практически на 100% это физические лица.

Однако в то же время мы — управляющая компания, притом успешная. Которая работает на фондовом рынке 25 лет и все это время хорошо управляла активами корпоративных клиентов. Эту экспертизу никуда не деть. Развивая её, мы поняли, что эти же услуги — после соответствующей переупаковки — можно продавать клиен-

там-физлицам. Тому самому среднему классу.

Поэтому корпоративный сегмент в нашей клиентской базе остается, но фокус меняется, мы перенастраиваемся на средний класс.

— В РФ примерно 80 миллионов лиц трудоспособного возраста. Сколько из них примерно можно отнести к среднему классу?

— Если оценивать не по размеру счета, то порядка 20–25 миллионов человек. А счет не показатель, он может меняться. И, как правило, он как раз меняется по мере взросления человека, с ростом его семьи. Если человек все время разумно

век хочет купить автомобиль, то читает автообзоры и тесты. Если хочет инвестировать, то идет на инвестиционные информационные ресурсы. Мы, в свою очередь, тоже стремимся к тому, чтобы люди инвестировали осознанно. Это первая часть нашего маркетинга. Мы не хотим импульсивных покупок: хотим, наоборот, чтобы наши клиенты делали долгосрочные, осознанные вложения.

Понятно, что финансовый кризис вносит корректировки. Часть инструментов выпадает; часть, наоборот, становится более востребованной. Банковские ставки растут. Хотя мы надеемся, что

в какую нишу идти, какую продуктовую линейку строить. В итоге сошлись на том, что нашим клиентом является не отдельно взятая persona, а семья. Наша задача — забота о росте благосостояния каждого члена этой семьи. Следует решать их финансовые задачи, помогая эффективно планировать и организовывать достижение целей с помощью осознанного инвестирования.

Таким образом, мы позиционируем себя как инвестиционную компанию, которая входит в жизнь клиента и сопровождает всю его семью на всём жизненном цикле этой семьи, предлагая актуальный инструментарий для сохранения и приумножения капитала на любом жизненном этапе каждого члена семьи.

— Как у вас обстояли дела до 24 февраля: что вы предлагали клиентам и на что делали стратегические ставки?

— Наша линейка инвестиционных продуктов исторически сложилась как достаточно широкая и охватывает практически все классы активов. Во-первых, паевые фонды — мы всегда были сильны в этом сегменте. По итогам 2020 года наш облигационный ПИФ был признан лучшим фондом рублёвых облигаций; очень надеюсь, что мы войдем в число лидеров и по результатам 2021 года. Для человека, который ищет пассивные инвестиции, это очень хороший инструмент. Особенно если выстроить экономику продукта таким образом, чтобы можно было купить его онлайн, продать онлайн, получить отчетность онлайн. Следует заметить, что дистрибуторами открытых фондов в основном являются крупные банки, работающие через физические каналы. У нас в группе крупного банка нет, это было еще одной причиной строить продвижение в онлайн.

Когда процесс обслуживания полностью вынесен в цифровую среду, клиент может с минимальными затратами времени и инвестировать, и контролировать происходящее. В этом направлении мы сильно продвину-

Мы считаем, что на горизонте до 2025 года можем дойти до отметки 25–30 миллионов человек, имеющих потенциал для инвестиций, поскольку у них или уже есть что инвестировать, или они способны на обозримом горизонте накопить капитал для инвестиций. Это именно тот средний класс, о котором должна заботиться финансовая система.

управлял своими доходами/расходами, то его доходы растут. Мы считаем, что на горизонте до 2025 года, несмотря на текущий кризис, можем дойти до отметки 25–30 миллионов человек, имеющих потенциал для инвестиций, поскольку у них или уже есть что инвестировать, или они способны на обозримом горизонте накопить капитал для инвестиций. Это именно тот средний класс, о котором должна заботиться финансовая система. Не говорим, что о других заботиться не надо, но этот сегмент на сегодня точно обделен вниманием инвестиционной индустрии.

— Маркетинг для среднего класса нужно специально настраивать?

— Да, нужно работать на этот сегмент фокусированно, принимая в расчет образ мышления, поведение этих людей. Им не свойственно импульсивное поведение, они делают практические шаги только после исследования структуры предстоящих расходов. Если такой чело-

они будут снижаться, иначе это может повредить росту экономики. Сейчас регулятор стоит перед сложным выбором. Нужно думать, с одной стороны, о росте национальной экономики, с другой стороны, об инфляции. Сейчас год-два будет решаться достаточно тяжелая задача такой вот балансировки. Но для экономики сейчас будет важнее рост, а значит, инструменты, которые мы продаем клиентам, тоже будут расти. Инвесторам будет во что вкладываться.

Эксперты прогнозируют, что к концу 2024 года ставка придет в район 4,5–6%. Вернется на докризисный уровень примерно за 2–3 года.

И по инфляции прогнозы позитивные: некоторые считают, что уже к концу года ожидаемая инфляция будет ниже 10. Но вряд ли значительно ниже.

И вот теперь мы можем вернуться к начальному вопросу: о том, что следует предлагать нашему целевому клиенту. Мы долго изучали рынок, чтобы понять,





лись. В конце 2021 года начали трансформацию нашего цифрового бизнеса: запустили сайт, запустили личный кабинет и дали клиентам возможность приобретать паи наших фондов онлайн. В XXI веке возможность покупки продуктов онлайн — это, скорее, гигиена; мы сделали то, что нужно было сделать, возможно, еще 3–4 года назад. Тем не менее, для наших клиентов открылась возможность без посещения офиса приобретать паи девяти открытых фондов. В линейке присутствуют разные инструменты, начиная от самых консервативных (таких, как ОПИФ «Ингосстрах казначейский», который преимущественно размещает активы в рублевые облигации и входит в топ-3

В текущий момент думаем о том, чтобы начать паковать долгосрочные инвестиционные портфели для крупных инвесторов, которые хотят собрать пакет российских акций на 10–15 лет и таким образом сохранить свои деньги. Многие инвесторы верят в то, что российская экономика будет проходить через структурные изменения.

фондов с самой низкой волатильностью на рынке), и заканчивая ОПИФ «Ингосстрах — передовые технологии», который в прошлом году показал доходность 36,49% и занял второе место среди всех фондов, инвестирующих в иностранные активы.

Появился и второй трек развития: от открытых паевых фондов мы решили сделать шаг в область биржевых фондов. Потому что брокерский рынок продолжает расти быстрее, чем рынок открытых паевых фондов. В прошлом году мы запустили 3 биржевых фонда с очень маленьким чеком на вход. Чтобы инвестор мог ежедневно купить наш фонд буквально на сдачу от какой-то покупки.

Честно сказать, как в воду глядели: в конъюнктуру попали очень точно. В декабре мы выпустили на рынок биржевой фонд «Ингосстрах Инфляционный»,

который уже к концу марта заработал клиентам +9% в рублях. Инфляция резко выросла, но инвесторы всю эту инфляцию практически отработали.

Кроме того, выпустили два облигационных фонда: «Ингосстрах – корпоративные облигации» и «Ингосстрах – облигации ЕМ». Первый фонд пользовался большим спросом со стороны наших корпоративных клиентов, но розничного инвестора пока не привлек.

— По причине?...

— ...низкой ликвидности в биржевых стаканах. В начале года мы планировали развивать партнерские программы по увеличению узнаваемости наших биржевых фондов и росту ликвидности. Но часть партнеров попала под блокирую-

щие санкции, им стало не до биржевых фондов.

Инфляционный фонд продолжает оставаться в топе интереса со стороны инвесторов. Мы получили запросы от ряда крупных онлайн инвестиционных платформ на то, чтобы наши фонды продавались на их полках. Сейчас отстраиваем процессы таким образом, чтобы наши фонды мог покупать любой клиент, имеющий счета в любой брокерской компании.

Следующий трек — закрытые паевые фонды. Мы начали развивать этот бизнес в прошлом году, сформировали команду. Основной фокус был на коммерческой, логистической недвижимости. Но в текущий момент думаем о том, чтобы начать паковать долгосрочные инвестиционные портфели для крупных инвесторов, которые хотят

собрать пакет российских акций на 10–15 лет и таким образом сохранить свои деньги. Многие инвесторы верят в то, что российская экономика будет проходить через структурные изменения; под эти изменения они готовы формировать долгосрочный портфель. Он очень хорошо формируется в виде ЗПИФ, и мы уже работаем с рядом инвесторов в этом направлении.

— Теперь при формировании фонда делаете ставку не на недвижимость, а на портфели долгосрочного роста для крупных клиентов?

— Да. Больше внимания уделяем формированию стратегических инвестиционных портфелей для частных клиентов.

Человек многое может пережить и, как правило, ко многому приспосабливается. Мы найдем новые зоны роста, новые отрасли экономики, которые будут расти. Мы не раз уже показывали всему миру возможность перестроиться и внутренне, и экономически. Подстроимся под меняющийся мир и на этот раз. Я уверен, Россия понадобится строить инфраструктуру, заниматься производственной переработкой нефтепродуктов, высокотехнологичным производством, придется замещать импорт станков, поднимать машиностроение, автомобилестроение — как коммерческое, так и гражданское. Этим будут заниматься лучшие умы, туда потекут деньги, а растет в экономике то направление, в которое идет приток инвестиций. Но мы не можем точно прогнозировать, какие именно отрасли будут расти следующие 15 лет. Потому и нужен ЗПИФ, который позволил бы управляющим пристальнее наблюдать за процессом.

— А крупный инвестор в вашем понимании как описывается?

— Описывать крупного инвестора через объем его ресурсов сейчас бессмысленно: говорить надо не о размере капитала, а про то, какой у

инвестора взгляд и отношение к рискам. Крупный инвестор — он более долгосрочный. У крупного инвестора, конечно, есть возможность проводить и краткосрочные сделки, но в моменте это не даст огромной прибыли, потому что вложения огромные. Но на горизонте 3–4–5 лет это положение меняется. Чем крупнее инвестор, тем более длинный инвестиционный горизонт он может себе позволить. Тем мельче инвестор, тем сложнее ему думать 10–15 летними горизонтами. Хотя реальный горизонт прогнозирования инвестиций практически у любого человека больше, чем ему

Мы сделали большое исследование по иранскому рынку, на базе которого показывали клиентам, что ничего катастрофического не случится. Да, безусловно, некоторые привычные импортные товары ушли с полок магазинов и вернуться на них не скоро, но мир не ограничивается Европой.

кажется. Он открывает депозит лишь на год, поскольку не хочет загадывать надолго, а потом оказывается, что перекладывает этот депозит из банка в банк уже 10–12 лет. Это фактически и есть его реальный инвестиционный горизонт.

Также мы традиционно поддерживаем бизнес индивидуального доверительного обслуживания. Здесь работали над качеством обслуживания, в частности, меняли форму предоставления отчетности и улучшили качество работы личного кабинета. Кроме того, мы активно развиваем направление ИИС, одновременно снижаем порог входа в стратегии доверительного управления. Уже сегодня порог входа в такие продукты в нашей компании составляет 100 000 рублей. Но мы понимаем, что это все еще много по сравнению с открытыми фондами (где порог входа по нашим продуктам составляет 1000 рублей) и биржевыми ПИФаами (где порог входа составляет около 100

рублей). Снижение порога входа в стратегии доверительного управления связано с технологической трансформацией, которую мы уже начали. Но на этом поле предстоит еще много всего сделать.

Интересным направлением видится концепция ИИС третьего типа в качестве аналога счета 401 в США. К сожалению, текущие пенсионные программы в России не решают в полной мере те задачи, которые перед ними стоят. Доходность инвестирования в такие программы невысокая в силу консервативного подхода к размещению средств. Активы пенсионных фондов размещаются единообразно, удовлет-

воря интересы, в первую очередь, пожилых клиентов, которые готовы в ближайшее время выйти на пенсию. При этом в России фактически нет программ стимулирования долгосрочных инвестиций, удовлетворяющих потребности более молодого поколения, которое готово нести повышенные риски. Таким продуктом должен стать ИИС-3, где операторы платформы могут предлагать индивидуальные программы для каждого клиента с присущим ему уровнем риска.

— Как отреагировали ваши клиенты на введение финансовых санкций против РФ?

— На геополитическую эскалацию наши клиенты отреагировали достаточно спокойно. Ход событий никто не мог предсказать, поэтому первая реакция клиентов была — все продать. Но далее, после коммуникаций с нашими менеджерами и управляющими, выяснилось, что насущной необходимости продавать свои активы — нет. А,

например, российские акции (которые в моменте пострадали больше всего, упав на рекордные 44,35%), продавать в принципе не следует. На фоне случившейся девальвации и введенных мер валютного контроля этот актив является лучшим. Так, иранские акции уже после введения «жестких» санкций в период с 2017 года по 2021 год выросли на 126%, в долларах США.

Безусловно, есть активы (преимущественно еврооблигации недружественных стран), судьба которых остается под вопросом. Эти активы заблокированы в иностранных депозитариях (например, в Euroclear), на сегодняшний день по этим бумагам клиенты не получают купоны и не могут их реализовать по справедливой стоимости. На внебиржевом рынке дисконты для таких активов доходят до 30–40%, инвесторы не готовы ликвидировать свои позиции по таким ценам. Думаю, в течение какого-то времени будет найден выход, который позволит ликвидировать позиции таких клиентов по справедливой оценке.

— Каковы были ваши антикризисные действия?

— В марте наши продающие подразделения в основном снимали тревожность у клиентов. Мы провели большое количество мероприятий, направленных на поддержку наших текущих и потенциальных клиентов.

Мы сделали большое исследование по иранскому рынку, на базе которого показывали клиентам, что ничего катастрофического не случится. Да, безусловно, некоторые привычные импортные товары ушли с полок магазинов и вернуться на них не скоро, но мир не ограничивается Европой. Большую часть товаров можно заменить аналогами. Поэтому не стоит паниковать, скупая валюту по ценам банков. И тем более сломя голову бежать из страны. Такая стратегия, вероятнее всего, приведет к финансовой и психологической деградации.



Непосредственно после 24 февраля мы выстроили для клиентов практически круглосуточную поддержку, организовали ряд вебинаров с нашими управляющими, которым клиенты могли задать уточняющие вопросы и снять тревожность. Наши социальные сети оперативно обрабатывали любую поступающую с рынка новость и выдавали подписчикам квалифицированные комментарии. Поэтому отток наших клиентов и денежных средств удалось свести к минимуму. Более того, на площадке московского отделения организации «Деловая Россия» мы открыли Инвестиционный клуб, в рамках которого планируем регулярно

организовывать бизнес-завтраки, на которых наши управляющие будут рассуждать о текущей ситуации на рынках, а участники клуба — предлагать к обсуждению свои идеи насчет перспективных инструментов инвестирования.

Интересным открытием стал перевод наших коммуникаций из традиционных иностранных социальных сетей в российские — тот же VK, например. Мы отметили, что число репостов и просмотров там выросло многократно.

Перечисленные мероприятия не прошли даром, и наши инвесторы начали покупать российские активы — и акции, и облигации. Вырос

интерес и к фондам недвижимости. Была набрана дополнительная команда аналитиков для покрытия российского рынка акций. Усилена команда, которая развивает направление закрытых паевых инвестиционных фондов. В рамках текущих ограничений линейка продуктов сократилась практически вдвое, она сводится к российским активам и активам дружественных стран. Но мы постарались сконцентрировать усилия в этом направлении и надеемся, что качество продуктов вырастет.

Я работаю на фондовом рынке с 2004 года. На моей памяти случилось несколько кризисов: 2004 года, потом

2006, потом 2008, потом 2014, потом 2020. Современный мир живет в состоянии постоянной перезагрузки: единичные просадки ничего не определяют. Все равно что в 15 лет впервые окунуться в море, слегка хлебнуть воды и решить, что никогда больше не будешь купаться. Надо просто перестроиться, научиться плавать. Вот и к нынешнему кризису надо отнестись так же: понять, почему он случился, пересмотреть свое отношение к рискам. И продолжать инвестировать.

У каждого свой порог риска. Но не нужно останавливаться. Перед взрослым человеком все равно будет стоять задача управления своим благосостоянием.

Многие клиенты осознали, что такие инвестиционные возможности, которые возникают сейчас, бывают всего несколько раз в жизни. Не воспользоваться ими — жалеть потом об упущенных шансах всю свою жизнь.

— Приходят ли новые клиенты? Новые деньги?

— К нам пришли новые деньги старых клиентов. Старых денег, кстати, было не так уж много: мы сравнительно молодой игрок на фондовом рынке. И вот сейчас почти все действующие клиенты довели деньги, поскольку правильно поняли, что кризис — время покупать активы по более интересным ценам. Новые клиенты тоже появились. Но биржа не торговала почти весь март, весь месяц был тихим, впервые в моей жизни.

В то же время за март открыто 750 тысяч новых брокерских счетов на рынке.

— Каким, по вашим прогнозам, будет в кратко- и среднесрочной перспективе поведение клиентов-физлиц? Как можно в нынешних условиях поддержать их интерес к инвестированию?

Безусловно, последние события повлияли на отношение клиентов к фондовому рынку в целом и инвестиционным инструментам, в частности. Так, например, ещё недавно казавшиеся надежными инвестиции в ценные

бумаги на западных торговых площадках теперь не могут рассматриваться как средства стабильного сохранения и приумножения капитала. А обвал стоимости российских ценных бумаг для части клиентов стал душем не просто холодным — а ледяным.

В текущей конфигурации, мы думаем, какое-то время на рынке будет царить затишье. Часть клиентов решит зафиксировать убытки и переложить средства в банковские депозиты (тем более, ставки по депозитам сейчас демонстрируют многолетние максимумы). Однако по мере снижения ключевой ставки ЦБ, а вслед за ней и снижения ставки по депозитам, мы ожидаем возрождения интереса клиентов к российскому фондовому рынку. Особенно учитывая, что справедливые оценки стоимости многих компаний находятся на гораздо более высоком уровне, чем сейчас. На горизонте 3-6 месяцев при отсутствии новых геополитических «встрясок» мы рассчитываем на постепенное перетекание активов клиентов из депозитов обратно в инструменты фондового рынка.

Для сохранения интереса необходимо говорить про систематические инвестиции. Это позволит снизить психологический дискомфорт клиента от выбора точки входа в рынок.

Кроме того, необходимо развивать финансовую грамотность. Например, сегодня инвестиции в еврооблигации РФ дают доходность на уровне 6–7% годовых, при этом кредитный риск этого инструмента заметно ниже, чем риски российской банковской системы. Но клиенты по-прежнему держат свои валютные активы в банках или под матрасом.

Мир, начиная с 2022 года, начинает локализоваться. Происходит регионализация экономики — противоположность глобализации. Мир начинает играть в закрытые экономические зоны. Мировая система сейчас проходит через фазу серьезной переза-

грузки. Раньше мы думали, что самое главное — дать российскому инвестору возможность покупать из одного мобильного приложения активы по всему миру. Сейчас мы как компания начали думать, что самое главное — давать российским клиентам российские активы, право собственности на которые не будет зависеть от действия или бездействия других стран. В России. За рубли.

Рынок должен подготовиться к структурной перестройке экономики, научиться выводить компании малого и среднего бизнеса, более быстрые и гибкие в текущих условиях, на IPO, дать им возможность привлекать средства физических лиц. Профессиональные участники со своей экспертизой смогут стать провайдером такой перестройки. □


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



Дом для финансовой индустрии

По материалам выступления президента НАУФОР Алексея Тимофеева на общем собрании 17 мая 2022 года

Фотографии Павел Перов

НАУФОР сегодня

НАУФОР является крупнейшей саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний, единственной саморегулируемой организацией для управляющих компаний паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

Сегодня членами НАУФОР являются 443 компании, в разной комбинации совмещающие лицензии брокеров, дилеров, депозитариев, инвестиционных советников и управляющих компаний ПИФ и НПФ. Это «дом» для трех индустрий: брокеров, управляющих компаний ПИФ/НПФ и инвестиционных советников.

Помимо Совета директоров, где представлены представители каждой из этих индустрий, функционируют три совета: Совет по брокерской деятельности, Совет управляющих компаний, Совет по инвестиционному консультированию. В НАУФОР работает также 11 комитетов, они представляют

собой еще более специализированные структуры, включающие не только топ-менеджеров или руководителей бизнесов (представленных в Советах), но также специалистов.

НАУФОР осуществляет аккредитацию программ автоконсультирования и к этому времени зарегистрировала и аккредитовала 18 программ (это наибольшее количество среди всех саморегулируемых организаций).

НАУФОР занимается (под эгидой СПКФР) независимой оценкой квалификации на финансовом рынке, которая сменила ранее применявшуюся процедуру аттестации специалистов финансового рынка. В 2021 году НАУФОР выдала 306 свидетельств об оценке квалификации, также Ассоциация добилась от СПКФР разрешения проводить конвертации прежних аттестатов ФСФР в свидетельства. В рамках такой конвертации НАУФОР выдала в 2021 году 1820 свидетельств.

НАУФОР является одним из авторов и администраторов Стандартной документации для внебиржевых производных финансовых инструментов,



совместно с Национальной финансовой ассоциацией, Ассоциацией банков России и Ассоциацией российских банков.

НАУФОР имеет три региональных представительства — в Санкт-Петербурге, в Екатеринбурге и в Казани. Штат НАУФОР — около 60 сотрудников.

НАУФОР как лоббист

Целью НАУФОР как лоббистской организации является обеспечение условий ведения бизнеса и развития финансового рынка в целом.

В 2021 году НАУФОР отстаивала расширение круга структурных продуктов, доступных неквалифицированным

инвесторам. Должным образом урегулированные, эти инструменты могли бы обеспечить инвесторам финансовое разнообразие.

Удалось договориться о том, что некоторые из простейших структурных продуктов (с линейной зависимостью между доходом и стоимостью базовых активов) остались доступны неквалифицированным инвесторам. Началась дискуссия с Центральным банком о том, какие именно индексы должны быть позволены в качестве базового актива для структурных продуктов. К сожалению, перечень таких индексов был вновь ограничен Центральным банком.

НАУФОР считается одним из инициаторов создания института индивидуальных инвестиционных счетов, развитие ИИС 2-го типа и создание ИИС 3-го типа. Задачей НАУФОР стало также сохранение ИИС-1 как наиболее эффективного и востребованного механизма стимулирования инвестиций розничных инвесторов, альтернативного депозитам.

Важной инициативой НАУФОР было предложение дать возможность управляющим компаниям открывать ИИС-ПИФ непосредственно внутри себя для тех инвесторов, которые не собираются делать это через брокера или доверительного управляющего. НАУФОР намерена

НАУФОР

Регуляторные инициативы НАУФОР 2021 – Q1 2022 (1)

1. Расширение круга структурных продуктов, доступных неквалифицированным инвесторам – физическим лицам
2. Развитие института индивидуальных инвестиционных счетов: сохранение ИИС-1, улучшение условий по ИИС-2, введение ИИС-3 и ИИС-ПИФ
3. Отмена валютной переоценки при налогообложении доходов в иностранной валюте по всем обращающимся ценным бумагам
4. Распространение правил определения налогооблагаемого дохода по вкладам на доход по обращающимся облигациям
5. Возложение на брокеров функций налогового агента в отношении доходов по иностранным ценным бумагам
6. Создание возможности выпуска в России ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте

НАУФОР

Регуляторные инициативы НАУФОР 2021 – Q1 2022 (2)

7. Ускорение выдачи инвестиционных паев
8. Предоставление специализированным инвестиционным советникам права использовать упрощенную систему налогообложения
9. Предоставление возможности финансовым организациям поручать проведение идентификации в целях ПОД/ФТ неакредитованным финансовым организациям (кросс-идентификация)

НАУФОР

Изменения в регулировании 2021 – Q1 2022 – инициативы НАУФОР

1. Исключение из перечня организаций, осуществляющих операции с денежными средствами или иным имуществом, инвестиционных советников, не совмещающих свою деятельность с иной проф. деятельностью
2. Замена типовых правил ПИФ на требования к ним
3. Введение возможности выдела имущества в натуре из ПИФ
4. Введение возможности выплаты дохода по паям
5. Изменение правил уплаты вознаграждения за управление фондами целевого капитала

в течение 2022 года реализовать эту идею, несмотря на все происходящее на фондовом рынке.

НАУФОР продолжает выступать за отказ от валютной переоценки при налогообложении доходов и предлагает эту идею Министерству финансов для обсуждения.

Очень важным НАУФОР считает выравнивание налогооблагаемой базы для депозитов и купонных выплат по облигациям. Некоторое время назад от НДФЛ были освобождены депозиты в сумме, не превышающей 1 млн рублей (необлагаемая сумма доходов рассчитывается как произведение 1 млн рублей и ключевой ставки ЦБ РФ, действующей на начало года). При этом аналогичной льготы для купонов по облигациям предложено не было, кроме того, налогообложению стали подлежать суверенные облигации, прежде не облагавшиеся вовсе. Это исказило мотивацию инвесторов, выбирающих между депозитами и облигациями наиболее надежных эмитентов. Налоговая нейтральность должна быть восстановлена.

НАУФОР предложила законопроект по упрощению механизма выдачи инвестиционных паев, который, к сожалению, не был поддержан. Тогда мы предложили иной механизм, ускоряющий выдачу инвестиционных паев. Он отчасти реализован на уровне нормативных документов Центрального банка: в новых требованиях к правилам паевых инвестиционных фондов отсутствует требование о выдаче инвестиционных паев на следующий день. Осталось ввести в нормативные акты Центрального банка правило о том, что расчет стоимости чистых активов и расчетная стоимость инвестиционного пая может осуществляться не только на конец дня, но и в течение дня.

НАУФОР работала над возможностью предоставления специализированным инвестиционным советникам права использовать упрощенную систему нало-

гообложения, для того чтобы освободить их от НДС. Сейчас эта проблема осталась существенной только для компаний среднего уровня. Инвестиционные советники с оборотом до 8 млн, вознаграждением до 8 млн рублей в год — от НДС уже освобождены. Но мы обязательно решим проблему в полном объеме.

Очень важная тема — предоставление возможности кросс-идентификации. Управляющие компании, брокеры могут поручить осуществление идентификации своих клиентов банкам, но вот друг другу поручить такую идентификацию не могут. НАУФОР считает это несправедливым.

В течение 2021 года НАУФОР добились исключения специализированных инвестиционных советников из перечня организаций, осуществляющих операции с денежными средствами. Инвестсоветники больше не подчиняются правилам ПОД/ФТ, — точнее, они ограничены более простой формой отчетности, и это очень важно. Соответствующие поправки в 115-ФЗ сделаны. Значимых препятствий для формирования индустрии инвестиционных советников в законодательной плоскости нет, что предполагает увеличение этой индустрии в ближайшем будущем.

В течение 2021 – начале 2022 года произошла замена типовых правил на требования к правилам паевых инвестиционных фондов. Это была инициатива НАУФОР, в том числе. Теперь управляющие компании приобрели гибкость в определении условий своего взаимодействия с пайщиками. Это отражает зрелость индустрии, ее готовность к реализации более сложных схем взаимодействия между управляющей компанией и пайщиками паевого инвестиционного фонда.

Мы добились введения возможности выплаты дохода по паям. Теперь, если пайщик нуждается в деньгах, ему не надо продавать пай, он может рассчиты-

вать на своего рода дивиденды по паям. Со стороны индустрии мы видим спрос на то, чтобы воспользоваться такой возможностью.

Мы добились введения возможности выдела из состава активов ПИФ имущества в натуре, что тоже повышает гибкость работы индустрии коллективных инвестиций.

Наконец, те управляющие компании, которые управляют эндаументами, получили более гибкие и удобные возможности взимания вознаграждения за управление фондами целевого капитала. И одновременно были расширены возможности инвестирования средств фондов целевого капитала: прибавилась возможность инвестировать в биржевые фонды, а также в клиринговые сертификаты участия.

НАУФОР как саморегулируемая организация

Идея саморегулирования базируется на том, что индустрия справляется с регулированием отношений между финансовыми организациями и их клиентами лучше, чем государственный регулятор. Здесь очень важным является умение регулировать на основе принципов и далее применять эти принципы в контроле, реализовать контроль на основе принципов.

В последние два года НАУФОР усиленно развивает направление контроля, более активно, чем любая другая саморегулируемая организация на финансовом рынке.

Разработка стандартов деятельности

НАУФОР понимает важность делегирования Банком России большего числа полномочий на уровень саморегулируемых организаций и намерена доказать, что регулятор может в этом положиться на СРО.

Стандарты определяют границы юрисдикции СРО и юрисдикции Центрального банка. Договариваясь

с Центральным банком о том, что НАУФОР урегулирует те или другие отношения на уровне стандартов, мы, по существу, договариваемся о том, что это становится нашей ответственностью, а не ответственностью Центрального банка.

В течение 2021 года — в начале 2022 года НАУФОР сделала в области стандартизации деятельности на финансовом рынке следующее.

1. Внесены изменения в базовые стандарты защиты клиентов брокеров и пайщиков паевых инвестиционных фондов, устанавливающие правила проведения *appropriateness*-тестирования. Это компромиссное решение было достигнуто в ходе дискуссии о брокерском тестировании, Банк России согласился с тем, что это будет регулироваться на уровне стандартов саморегулируемых организаций.
2. Разработана новая редакция внутреннего стандарта НАУФОР о порядке определения СЧА ПИФ и стоимости инвестиционного пая. В результате появился очень гибкий механизм, который должным образом смогли сформулировать только профессионалы. Это стало успехом НАУФОР как саморегулируемой организации, достигнутым в процессе определения границ юрисдикции ассоциации, согласием, которое найдено в процессе обсуждения с Центральным банком.
3. На фоне дискуссии о структурных продуктах были внесены дополнения в стандарт взаимодействия с физическими лицами (стандарт предложения финансовых инструментов). Эти дополнения установили, как именно должен оформляться паспорт для облигации со структурным доходом, а также предусмотрели необходимость включения в паспорт сценарного анализа, сводного индикатора риска и некоторых других сведений. Кроме того, этот стандарт мы распространили на управляющие компании паевых

НАУФОР

Разработка стандартов 2021 – Q1 2022

1. Изменения в базовые стандарты защиты клиентов брокеров и пайщиков ПИФ (порядок проведения аргументов-тестирования)
2. Новая редакция внутреннего стандарта НАУФОР о порядке определения СЧА ПИФ и стоимости инвестиционного пая
3. Изменения во внутренний стандарт НАУФОР о взаимодействии с физическими лицами (паспорт для облигаций со структурным доходом, сценарный анализ и сводный индикатор риска для сложных финансовых инструментов, распространение на УК ПИФ правил предложения финансовых инструментов)
4. Внутренний стандарт утверждения специализированным депозитарием отчета о прекращении ПИФ
5. Внутренний стандарт согласования специализированным депозитарием изменений правил ПИФ, паи которого ограничены в обороте
6. Внутренний стандарт НАУФОР «Требования к предоставлению услуг инвестиционного консультирования посредством программ автоследования» (меры по минимизации влияния на объем и ценнообразование, бенчмарк стратегии, точность следования)

НАУФОР

Контроль (1)- реорганизация

1. Согласование с Банком России приоритетных областей контроля – 27 областей контроля
2. Совершенствование методов контроля – «контрольные закупки», в том числе упрощение
3. Совершенствование дисциплинарной ответственности – выравнивание санкций за нарушение базовых и внутренних стандартов, повышение штрафов, введение в Дисциплинарный комитет независимого директора, совершенствование механизма обжалования – создание Комитета Совета директоров
4. Увеличение количества (1/3 штата) и развитие компетенции сотрудников
5. Привлечение сторонних лиц к участию в контроле

НАУФОР

Контроль (2) - проверки

2020		2021
113	Все проверки	156 (+38%)
55	Плановые проверки	83 (+51%)
58	Внеплановые проверки	73 (+13%)
27	По жалобам	27*
26	По инициативе НАУФОР и ЦБ	26
3	Контрольные закупки	40** (14 упрощенные)

64/95

Количество организаций, допустивших нарушение/количество нарушений

91/252

* по 17 жалобам, полученным в 2021 году проверка закончена в 2022 году

** контрольные закупки проводились в отношении 20 организаций

инвестиционных фондов (до того он распространялся только на брокеров и управляющих).

4. Нами были написаны два стандарта (достаточно технических) для спецдепозитариев: во-первых, внутренний стандарт утверждения специализированным депозитарием отчета о прекращении ПИФ; во-вторых, стандарт согласования специализированным депозитарием изменений правил ПИФ, паи которого ограничены в обороте.
5. НАУФОР подготовила очень важный (в какой-то степени революционный для российского регулирования) документ: внутренний стандарт требований о предоставлении услуг в форме автоследования. В этом документе впервые появилось описание мер минимизации влияния на ценнообразование на финансовом рынке, здесь появились такие понятия, как «бенчмарк» «стратегия», «точность следования», а также требование о раскрытии информации об этих параметрах для розничных инвесторов и клиентов инвестиционных советников, которым предлагают сервис автоследования.

Контроль соблюдения стандартов

Прежде, чем взять на себя ответственность за регулирование тех или иных стандартов, нужно обеспечить контроль исполнения этих стандартов участниками рынка. Поэтому в 2021 и отчасти 2020 годах НАУФОР занималась реформой контрольной функции.

Мы договорились с Банком России о приоритетных областях контроля. Их 27. Так делают и регуляторы за рубежом, определяя те нарушения, преследование за которые считают наиболее важным в зависимости от обстоятельств. Например, перед кризисом наиболее важной и болезненной темой был мисселинг, поэтому он стал одной из приоритетных областей контроля, согласован-

ных НАУФОР с Центральным банком на ближайшее время.

Это не означает, что мы не контролируем остальные положения стандартов. Для этого мы проводим специальные проверки и проверки на основании жалоб. Но в плановых проверках фокусируемся на обозначенных 27 пунктах.

Центральный банк сфокусирован на надзоре соблюдения нормативных актов, законов и подзаконных нормативных актов, в том числе своих собственных указаний. А НАУФОР сфокусирована на контроле базовых стандартов и внутренних стандартов. Если мы обнаруживаем нарушение нормативных актов, то должны сообщить об этом Центральному банку. И уже сам Центральный банк решает, нужно ли ему провести дополнительную проверку или привлечь за нарушение финансовую организацию на основании наших данных. А если Центральный банк обнаруживает признаки нарушения стандартов, то сообщает об этом НАУФОР, и мы в этом случае проводим проверку.

В части совершенствования методов контроля мы фокусировались, главным образом, на механизме «контрольных закупок», а также создали механизм «лайт» (механизм «контрольной закупки» без открытия брокерского счета). Благодаря этому нам удалось многократно увеличить возможности по выявлению этого нарушения путем проведения «контрольных закупок».

Мы усовершенствовали дисциплинарную ответственность. Почему-то нарушение базовых стандартов предполагало более значительную ответственность, чем нарушение внутренних стандартов. Мы это исправили.

Мы повысили уровень штрафов до миллиона рублей в случае грубого и неоднократного нарушения стандартов. Сегодня НАУФОР является саморегулируемой организацией с самой высокой планкой штрафов.

НАУФОР

Контроль (3) — дисциплинарные санкции

2020		2021
24	Санкции	49
11	Замечания	12
6	Предупреждения	12
4	Предписания о принятии мер	11
1	Требования об устранении нарушений	26
2 (90 тысяч рублей)	Штрафы	5 (480 тысяч рублей)
7	Освобождение от ответственности	24

НАУФОР

Контроль (4) — разъяснения

1. Обзор практики контроля за порядком определения инвестиционного профиля
2. Проект обзора практики контроля за определением инвестиционного профиля
3. Проект обзора практики контроля за предложением финансовых инструментов

НАУФОР

Финансовый рынок – кратко 2021-Q1 2022 (1) – инструменты

- Отечественные акции: 210 эмитент - TOP10 (5 нефтяных) компаний по капитализации – 67%, TOP10 (4 нефтяные) по обороту – 63,3; капитализация в Q1 – 47,3 трлн, в 2021 выросла на 22%, в Q1 упала на 25%; оборот в 2020-м удвоился, в 2021 увеличился на 25%, в Q1 – 9,3 трлн IPO - 8 российских компаний привлекли в 2021 г около 280 млрд руб. – в два раза больше, чем в 2020
- Облигации: 379 эмитентов; объем по номиналу – 34,3 трлн руб.; оборот 2021 – 10,1 трлн руб., оборот в Q1 – 1,6 трлн руб.
- Иностраные акции: >1600 иностранных акций на обеих биржах; оборот в 2021 г равен оборот отечественных, Q1 – 61 млрд долл. (по СлБ)
- Срочный рынок – 2021 – 50,4 трлн руб., Q1 - 13 трлн руб.

НАУФОР

Финансовый рынок – кратко 2021-Q1 2022 (2) – брокеры, ДУ, ИС

- Брокеры, ДУ, ИС – 457 компании (в том числе 11 специализированных компаний- ИС) и 57 ИС-индивидуальных предпринимателей, 45% брокеров/ДУ совмещают деятельность с банковской, 61 компания-ДУ – с деятельностью УК
- Брокеры, ДУ - клиенты-розничные инвесторы – 20,2 млн счетов, рост в Q1 продолжался (+12% на МБ), ок 6-7 млн «реальных» розничных инвесторов (около 6 млн - клиенты брокеров, 840 тыс - клиенты ДУ); объем активов на конец 2021 – 9,4 трлн руб., (8,2 трлн - на брокерских счетах, 1,2 трлн – на счетах ДУ); ок 5 млн ИИС (преимущественно брокерские ИИС-1) - 551 млрд руб.; доля в обороте в 2021 40% - акции, 10% - облигации, 43% - срочный рынок. В портфелях 48% - отечественные акции и паи, отечественные облигации – 22%, иностранные акции и паи – 16%, иностранные облигации - 14%
- Брокеры, ДУ - клиенты-юридические лица – 11,2 трлн руб., на брокерских счетах – 10,6 трлн руб., в ДУ – 0,6 трлн руб. на конец 2021

НАУФОР

Финансовый рынок – кратко 2021-Q1 2022 (3) – УК ПИФ

- УК – 261 компания, СЧА ПИФ – 7,1 трлн руб. на конец 2021, количество пащиков 7,7 млн (из них 5,6 – пащики биржевых ПИФ)
- ПИФ для неаквалифицированных инвесторов: СЧА 2021 - 1,5 трлн руб., Q1 - 1,37 трлн руб.* (снижение на 12,4%), 750 млрд руб. – открытые, 197 млрд руб. – биржевые ПИФ. Активы – ОПИФ – российские акции 36%, облигации – 30%, иностранные ценные бумаги – 31%, БПИФ - российские акции – 15%, российские облигации – 30%, иностранные ценные бумаги – 42%
- ПИФ для квалифицированных – СЧА 2021 - 5,6 трлн руб. Активы ЗПИФ - российские акции - 25%, облигации – 5%, иностранные ценные бумаги – 2%, недвижимость 14%, вклады в уставные капиталы – 17%, паи российских ПИФ – 14%.

*оценка на 25.02

Мы ввели в Дисциплинарный комитет представителя Совета директоров – независимого директора.

Для предварительного рассмотрения жалоб на решение Дисциплинарного комитета создан специальный комитет, и две компании такой возможностью уже воспользовались. В одном случае Совет директоров поддержал предложение комитета и уменьшил размер ответственности, возложенной на компанию. Во многих случаях, когда мы начинаем дисциплинарное расследование, компании находят возможность устранить нарушение еще до рассмотрения вопроса в Дисциплинарном комитете. Более того, они стараются урегулировать свои отношения с клиентом. Если речь идет о жалобах клиента, то в очень многих случаях к моменту рассмотрения дела в Дисциплинарном комитете компания приходит, уже имея на руках проблемы, урегулированные с клиентом.

Наш подход «не наказывать, но исправить» по-прежнему актуален.

Мы стали проводить больше проверок, выявлять больше нарушений. Если бы проверки проводились Центральным банком, они сопровождалась бы санкциями Центрального банка. В нашем же случае соотношение освобождения от ответственности и привлечения к ответственности составляет 24 к 49.

Мы занимаемся разъяснительной работой. Чем дальше, тем больше контроль будет осуществляться на основе принципов. Мы думаем о принятии Кодекса этики, который заполнит пространство регулирования отношений на основе принципов.

О кризисе на финансовом рынке

Мы видим значительное падение объемов рынка. В России сейчас около 6-7 млн розничных инвесторов, в объемах сделок они стали играть очень большую роль. Средства, инвестированные розничными инвесторами в отечественные

акции, превышали инвестиции в индустрии ПИФ и НПФ.

На рынке акций на инвестиции розничных инвесторов приходилось 40%, что сопоставимо с оборотом нерезидентов. В 2021 году произошло качественное изменение индустрии коллективных инвестиций, в значительной степени благодаря биржевым паевым инвестиционным фондам. 5 млн 600 тысяч инвесторов-пайщиков БПИФ являются также клиентами брокеров. При нормальном развитии событий уже в этом году мы бы увидели радикальное изменение отношения к индустрии биржевых фондов со стороны розничных инвесторов.

Новые условия деформировали среду, в которой мы находились. Мы получили большое количество иностранных санкций в отношении отдельных российских финансовых организаций и компаний реального сектора, затруднение взаимодействия с иностранными контрагентами, заморозку иностранных активов российских инвесторов в Euroclear (которая препятствует обслуживанию внешнего долга российскими корпорациями), перевод активов из Euroclear в другие учетные институты. Происходит делистинг российских эмитентов с иностранных бирж, расконвертация депозитарных расписок, российские ценные бумаги исключаются из фондовых индексов и индексов emerging markets, некоторые финансовые организации лишены доступа к SWIFT, утрачен доступ к информационным системам (Bloomberg и другие), средства нерезидентов заморожены, введены ограничения на вывод капитала.

Все это сказалось на состоянии российского финансового рынка, привело к падению его капитализации, сокращению биржевого оборота. Рост первого квартала не показателен, сейчас мы это видим очень хорошо — на фондовом и срочном рынке, по крайней мере. Процесс проведения IPO остановился, процесс заимствований за рубежом исключен. Сделки с иностранными

НАУФОР

Кризис на финансовом рынке (1) – новые условия

- Введение иностранных санкций в отношении большого количества российских финансовых организаций и крупнейших российских эмитентов
- Ужесточение процедуры compliance («теневые санкции») в отношении с российскими контрагентами
- Фактическая «заморозка» иностранных активов российских инвесторов, учитываемых в Euroclear
- Делистинг российских эмитентов с иностранных бирж, в том числе DR, исключение ценных бумаг связанных с Россией из фондовых индексов emerging markets
- Отключение российских организаций от ключевых торговых и информационных сервисов глобального финансового рынка (SWIFT, Bloomberg)
- Запрет продаж ценных бумаг для нерезидентов
- Ограничения на вывод капитала
- Запрет коротких продаж

НАУФОР

Кризис на финансовом рынке (2) – негативные последствия

- Падение капитализации российского рынка акций
- Сокращение биржевого оборота на фондовом и срочном рынках
- Остановка проведения IPO, почти полная остановка выпуска российских облигаций, невозможность привлечения финансирования из иностранных источников, в т.ч. через выпуск еврооблигаций
- Невозможность совершения резидентами сделок с иностранными ценными бумагами, права на которые учитываются в Euroclear
- Невозможность обслуживания долга перед резидентами по облигациям, права на которые учитываются в Euroclear
- Невозможность совершения сделок с паями ПИФ, в состав которых входят иностранные ценные бумаги
- Невозможность хеджирования за рубежом
- Перераспределение клиентской базы
- Искажение конкурентной среды

НАУФОР

Перспективные направления деятельности

1. Поддержание внутреннего инвестиционного спроса со стороны розничных инвесторов
2. Стимулирование внутреннего спроса со стороны институциональных инвесторов
3. Защита интересов получателей финансовых услуг
4. Поиск модели участия иностранных инвесторов в операциях на российском рынке
5. Сохранение базы финансовых инструментов, обращающихся на внутреннем рынке
6. Адаптация финансовой инфраструктуры, индустрии финансовых посредников и индустрии коллективного инвестирования к новым условиям

ценными бумагами, права на которые учитываются в Euroclear, заморожены, затруднено обслуживание долга перед резидентами (обслуживание долга перед нерезидентами осуществляется).

Затруднен расчет стоимости чистых активов и расчетной стоимости инвестиционного пая, а также выкуп, операции с паями фондами приостановились. Российские компании лишились возможности хеджироваться за рубежом.

Происходит перераспределение клиентской базы и искажение конкурентной среды. Это означает, что есть компании, которые могут предлагать своим клиентам самый широкий спектр услуг, и есть организации, которые такой возможности лишились. Это пока не отражается на структуре финансового рынка, но, наверное, может отразиться. Мы видим разную мотивацию, разное отношение к кругу услуг, который должен быть доступен розничным инвесторам. Несмотря на конфликты, сопровождающие этот процесс, индустрия в целом находит решение для большего числа клиентов, обслуживавшихся в финансовых организациях, попавших под санкции.

Например, есть возможность решения проблемы с индивидуальными инвестиционными счетами для клиентов, которые пострадали в результате перевода их активов на иные счета. В закон вносятся поправки, предусматривающие множественность индивидуальных инвестиционных счетов и обратную силу, чтобы дать возможность присвоить тем счетам, которые будут или были открыты, статус ИИС.

Планы на 2022 год

Изменения, произошедшие на фондовом рынке, настолько драматичны, что далее мы в значительной степени обречены действовать ситуативно. В этих обстоятельствах гораздо важнее руководствоваться определенными подходами

в выборе тех или других регуляторных решений.

Нужно поддерживать внутренний инвестиционный спрос со стороны розничных инвесторов и стимулировать его со стороны институциональных инвесторов. Ближе к осени мы ожидаем начала дискуссии о негосударственных пенсионных накоплениях. Активизация НПФов на рынке акций является исключительно важной, поскольку приходится исходить из соображения, что другого инвестора, кроме внутреннего, не будет.

Мы поддерживаем меры по защите интересов получателей финансовых услуг, в целях поддержания их интереса к операциям на фондовом рынке. В этих условиях активизируется и тема создания компенсационного фонда. Есть консенсусное мнение, что такой фонд должен быть создан при саморегулируемой организации. Если в закон будут внесены соответствующие изменения, то мы решим, как именно этот фонд должен работать.

Предстоит найти новую модель участия иностранных инвесторов. Очень важной задачей является сохранение разнообразия финансового инструментария. Интерес розничных инвесторов к фондовому рынку был связан не только со снижением ставок по депозитам, налоговым стимулированием и разнообразием технологических решений (их активно предлагали финансовые организации). Но и с разнообразием финансового инструментария, позволившего обеспечить диверсификацию портфелей. Чем больше финансовые инструменты позволяют диверсифицировать портфели инвесторов на внутреннем рынке, тем более успешно этот рынок будет развиваться.

Адаптация предстоит и инфраструктуре. И бирже, и другим финансовым институтам придется пересмотреть

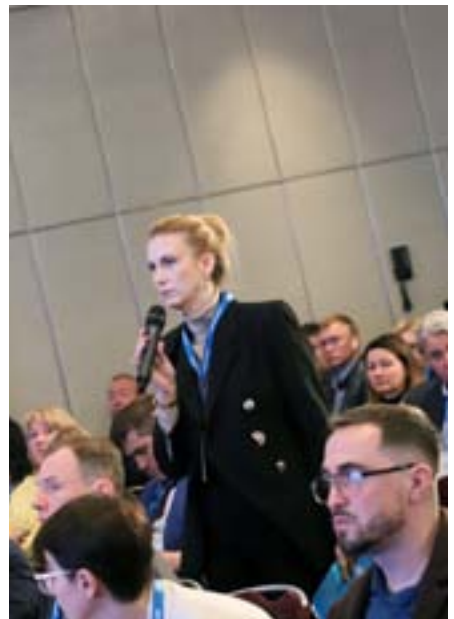
роль, которую играли их операционные компании, работающие за рубежом, поскольку они являются иностранными контрагентами. Пересмотр потребуется в плане уровня безопасности, который эти институты могут теперь предложить своим клиентам.

Российский фондовый рынок всегда был динамичным и творческим. Он уже прошел через череду кризисов и сумел справиться с каждым из них. Я глубоко уверен в том, что отечественный рынок справится и с текущими трудностями. ■









Скорее жив

В НАУФОР состоялся круглый стол, участники которого обсудили состояние отечественного рынка облигаций и его перспективы

Фотографии Павел Перов

Участники: Евгений Жорнист (портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал»); Василий Иванов (управляющий директор УК «Открытие»); Александр Какулин (глава дирекции консультационно-брокерского обслуживания «БКС Мир инвестиций»); Алексей Ковалев (аналитик отдела макроэкономического анализа ФГ «Финам»); анонимный участник (стратег крупной российской инвестиционной компании); Виктор Тунев (главный аналитик УК «Ингосстрах-Инвестиции»).

Модератор — Ирина Слюсарева (главный редактор журнала «Вестник НАУФОР»).

Ирина Слюсарева. Реакцией российского рынка облигаций на 24 февраля был в сильнейший истории обвал котировок, взлёт CDS на Россию до исторически высокого уровня в 917 пунктов и так далее. Что происходило на рынке облигаций с того момента по настоящее время? Как менялись макропоказатели? Что происходило с рублем, с госфинансами, какова была ликвидность облигационного рынка?

Виктор Тунев. Имеет смысл анализировать отдельно рынок рублевых облигаций и рынок еврооблигаций. Эти два рынка сейчас будут существовать раздельно. Цены на каждом из них тоже будут формироваться совсем по-разному.

Ситуация, запущенная 24 февраля, конечно, не имеет прецедентов, и простых решений для нее, наверное, не существует. Рублевый рынок испытал мощное падение, связанное с решением Банка России повысить ставки. По моему мнению, в этой ситуации ставку можно было так сильно не дергать. Если вводятся ограничения на потоки капитала, то ставка может находиться на любом уровне: ведь отток средств перекрыт. Но в тот момент никто не мог предвидеть параметров ближайшего будущего, так что были приняты те решения, которые приняты. Сейчас есть надежда на то, что Банк России быстро нормализует денежно-кредитную политику, а тот приток валюты, который сейчас идет в страну, позволит вернуть рынки рублевых облигаций примерно в то состояние, которое имело место до 24 февраля. Со ставками,



которые описываются однозначными цифрами, с более низкими спредами, чем сейчас.

Рынок еврооблигаций — другая история. Можно только гадать, как он будет функционировать дальше. Закрытый счет капитала и санкции взаимны, в итоге либо инвестиции тех инвесторов, которые вкладывались в евробонды, будут надолго заморожены, либо для них найдутся какие-то обходные пути. И для российских владельцев, и для иностранных.

Ирина Слюсарева. Тогда, может быть, сразу обсудим, что происходит и будет происходить с нерезидентами: сколько их, каков объем их инвестиций

на рынке облигаций, что будет с их инвестициями?

Виктор Тунев. Нерезиденты на российском облигационном рынке в основном представлены в сегменте еврооблигаций: им принадлежит примерно половина объема евробондов российских компаний. Существенна доля нерезидентов и на рынке ОФЗ: примерно 18%, в денежном выражении 2,8 трлн рублей. Причем сейчас эта доля существенно сократилась, за предыдущие полгода нерезиденты продали российских госбумаг примерно на 600 млрд рублей. Понятно, что сейчас нерезиденты смогут получать выплаты только по рублевым российским бумагам и только на счета типа С.

Но российский минфин пообещал (пока только на словах) всем нерезидентам возможность в случае разблокировки ЗВР получить свои средства в иностранной валюте, причем по тому курсу, по которому им зачислили рубли на счет типа «С».

Можно прогнозировать, что в случае разблокировки ЗВР нерезиденты вернут свои инвестиции плюс то, что получатся заработать за период, пока длилась заморозка их бумаг. Это оптимистичный сценарий.

Ирина Слюсарева. А умеренный сценарий какой? Согласимся, перспектива разморозки российских ЗВР выглядит не очень вероятной.

Виктор Тунев. В умеренном сценарии нерезиденты останутся в рублях навечно и смогут лишь реинвестировать вложенные средства без возможности выхода из этих вложений. Что же касается еврооблигаций, то, как я уже сказал, предугадать, как разрешится этот сюжет, пока сложно.

Василий Иванов. Виктор довольно полно осветил основные события российского рынка облигаций. Лично я выделяю следующие главные моменты. На рынке ОФЗ основным было введение ограничений на сделки с нерезидентами: эта мера способствовала стабилизации локального рынка. На стабилизацию работал и отказ минфина от размещения ОФЗ. Далее, для рынка суверенных еврооблигаций РФ очень важно было предложение министерства финансов о выкупе у российских держателей за рубли еврооблигаций со сроком погашения в апреле 2022 года (сделанное за 2–3 дня до погашения). Такая позиция минфина улучшает положение российских инвесторов. С учетом того, что суверенные еврооблигации (объем которых порядка 40 млрд долларов) в пропорции примерно 1:1 разделены между российскими и иностранными держателями. Это дает резидентам возможность получать выплаты в рублях, которыми они могут распоряжаться. Это лучше, чем блокировка на счет «С» или неполучение купона. Оцениваю эту меру как позитивную. Предположу (это только предположение), что она будет способствовать возникновению локального рынка суверенных еврооблигаций: российские инвесторы будут торговать между собой, поскольку рынок объемом порядка 20 млрд долларов достаточно ликвиден. Это порядка 10% совокупного рынка ОФЗ. В такой ситуации рынок может сложиться.

В результате есть вероятность того, что котировки российских суверенных еврооблигаций на локальном рынке

отвяжутся от котировок глобального рынка.

Московская биржа еще не запустила торги корпоративными еврооблигациями и суверенными еврооблигациями РФ, есть только внебиржевые индикативные котировки. Для нас эти котировки не выглядят привлекательно: среднесрочные облигации индикативно торгуются по 85-95% от номинала, долгосрочные нам брокер высвечивал по 50-70%. Так что ждем, когда спреды сузятся. Но в любом случае это уже совсем не те цены, которые действовали в начале апреля, когда зарубежные ETF переоценивали суверенные российские облигации по 20-40% от номинала.

Как видим, разница в два раза.

Мне это видится как своего рода обратная аналогия другой ситуации. В свое время был локальный рынок акций Газпрома и рынок ADR на них. Нерезидентам локальный рынок не был доступен.

В текущей ситуации надеемся, что цены на российском внутреннем рынке будут более благоприятны для отечественного инвестора.

Ирина Слюсарева. Кроме российских инвесторов, никто больше не сможет попасть на отечественный облигационный рынок?

Василий Иванов. Этот вопрос связан с ограничениями на движение капитала. Здесь практически все зависит от позиции ЦБ: будет ли он заинтересован в возникновении арбитражной возможности. Конечно, многие участники хотели бы получить возможность такого арбитража. Купить там по 20, а здесь продать, условно, по 60–80. Но дать ли такую возможность, определит позиция Банка России.

Евгений Жорнист. Про рынок коллеги фактически все рассказали. Поэтому я бы сосредоточился на анализе макроэкономической ситуации. Эти вопросы, как

мне кажется, мы пока в меньшей степени затронули.

После 24 февраля, как известно, было заморожено порядка 300 млрд долларов российских золотовалютных резервов: та часть ЗВР, которая размещалась в долларовые и евровые ликвидные активы. С другой стороны, РФ ограничила выплаты нерезидентам по внешнему долгу: они не могут ни продать эти бумаги, ни получить по ним дивидендный доход. При этом объем внешнего долга РФ составляет 480 млрд долларов. Думаю, с учетом того, что часть этого долга принадлежит все же резидентам РФ, это примерно сопоставимые цифры. Нам заморозили примерно 300 млрд ЗВР, мы в ответ заморозили ценные бумаги нерезидентов сопоставимого объема.

Если говорить о том, как себя ведет экономика. Пока оценить это довольно проблематично, поскольку цифры имеются только по марту. С другой стороны, еще не в полной мере сказались санкции. Но вы видим, что по счету текущих операций в марте был хороший приток валюты, порядка 19 млрд долларов, что почти аналогично цифрам января и февраля. Вместе с тем бюджет по итогам 3 месяцев тоже сверстан с профицитом. Сейчас уже можно говорить, что выглядит экономика неплохо.

В последних числах февраля случилась очень сильная девальвация, курс рубля к доллару ушел за 120, при этом ЦБ, как здесь уже сказано, круто поднял ключевую ставку. Но относительно ключевой ставки я придерживаюсь другого мнения, чем высказанное. В конце февраля шел достаточно сильный отток денег из банковской системы, на пике — ушло порядка 7 трлн рублей. Повышение ставки до уровня 20% привело к тому, что ликвидность в банковскую систему вернулась довольно быстро. Помимо этого повышения, ЦБ предпринял огромное количество других мер поддержки, в результате ситуа-



цию довольно быстро стабилизировал. Предпринятые регулятором меры валютного и капитального контроля привели к тому, что курс стал укрепляться и вернулся к уровням до 24 февраля.

Безусловно, регулятор находился и продолжает находиться в очень сложной ситуации. Но я бы оценил его действия очень высоко.

Сейчас денежные власти, безусловно, будут снижать ставку. Да, инфляция растет и, скорее всего, еще будет расти. Но нужно понимать, что сейчас она имеет природу инфляции не спроса, а скорее предложения. Многие представители Центрального банка уже довольно открыто говорят, что в новых условиях

регулятор будет себя вести гораздо мягче, чем раньше. Соответственно, можно ожидать снижения ставки. Собственно, один раунд снижения уже случился. Уверен, этот тренд продолжится.

И можно, соглашусь, отметить, что спреды по корпоративным бумагам очень сильно разошлись. Можно говорить о том, что причина этого — неординарная ситуация, что некоторым отраслям/компаниям в такой ситуации будет сложно. Но я считаю, что это расхождение неоправданное, тем более, что оно не точечное, а происходит по всему рынку. Спреды по рублевым облигациям, безусловно, будут сжиматься.

Доходности ОФЗ постепенно тоже будут идти вниз. Хотя сейчас можно сказать, что они уже довольно сильно снизились — в ожидании смягчения денежно-кредитной политики Банка России.

В отношении еврооблигаций рынок сейчас будет двигаться в сторону выплат, номинированных в рублях. Платить в валюте через Евроклик можно, но выплаты не доходят до локальных участников, что не нравится ни участникам, ни регулятору, ни самим эмитентам. Поэтому выплаты будут идти в рублях и через НРД, чтобы деньги доходили в первую очередь до отечественных инвесторов.



Полагаю, что в этом сегменте будет происходить разделение. Как говорил Силуанов, те компании, которые имеют положительную валютную выручку и приносят доход в страну, возможно, получат разрешение делать выплаты инвесторам в валюте. Правда, надо учитывать, что компании под санкциями не могут так делать чисто технически; их выплаты нерезидентам, по-видимому, будут производиться в рублях и поступать на счет типа «С». Но если компания-экспортер не находится под санкциями, то она может платить иностранным инвесторам в долларах, а локальным в рублях. Несомненно, некоторые экспортеры так и будут поступать. Точечно.

Тогда таким компаниям не грозят иски о банкротстве. Потому что, если компания не платит, то у нее возникает риск получить иск.

Ирина Слюсарева. Иск-то эмитент получит. Но дальше-то что — всегда ли инвестору имеет смысл судиться с эмитентом? и есть ли уверенность, что решение суда точно будет таким, как нужно инвестору?

Евгений Жорнист. Решение может быть разным. Многое зависит от юрисдикции, в которой происходит процесс. Скорее всего, понятно, каковы будут результаты по искам за пределами РФ.

Ирина Слюсарева. Можно ли также предсказать, каковы будут результаты

взысканий по этим искам... Коллеги, вопрос риторический. А просто вопрос такой: можно ли считать, что объем замороженных российских ЗВР примерно компенсируется объемом замороженных инвестиций нерезидентов в иностранные активы?

Евгений Жорнист. Да, цифры сопоставимы. Следует сказать, что по первому выпуску еврооблигаций, которые имеют ISIN, начинающийся с XS (то есть, хранятся в Clearstream или Euroclear), российский Минфин производил купонные выплаты в долларах из замороженных ЗВР. Такие платежи, насколько помню, проходили два раза. А потом Минфин США (точнее, его подразделе-

ние — Office of Foreign Assets Control, OFAC) заблокировал выплаты накопленного купона и основной суммы долга по выпуску еврооблигаций «Россия-2022», погашение которого по графику произошло на 4 апреля 2022 года, из средств замороженных золотовалютных резервов России. OFAC хотел добиться, чтобы РФ платила либо из новых валютных поступлений, либо объявила дефолт. Выплаты в рублях американский минфин хотел пресечь.

Минфин РФ в результате выкупил еврооблигации «Россия-2022» у локальных участников за рубли, а всем остальным заплатил рублями вместо долларов на счет типа «С».

Виктор Тунев. Если позволите, я бы хотел дополнить. По моим расчетам, Россия заблокировала средства нерезидентов в объеме, существенно превышающем 300 млрд долларов (то есть, объем своих замороженных ЗВР). Если посмотреть на текущую международную инвестиционную позицию РФ, то иностранные инвестиции в Россию составляют, грубо, около 1 трлн долларов (может, немного меньше). В принципе, все эти активы заморожены: нерезиденты не смогут получить никакую часть этих денег в иностранной валюте. Только в рублях.

Можно сравнить. Там заморожены около 300 млрд российских золотовалютных резервов плюс активы ряда российских граждан (может быть, совокупно наберется еще 300 млрд). А против этих замороженных российских активов — фактически заморожено около 1 трлн долларов инвестиций нерезидентов в российские активы.

Ирина Слюсарева. Ну, яхты/виллы/счета ДУ — боль скорее индивидуальная...

Коллеги, у меня небольшое организационное сообщение. Как вы знаете, в целом мы не практикуем анонимность. Но один из участников нашего стола не захотел, чтобы его имя упоминалось.

Поэтому передаю вам его мнение относительно предложенных к обсуждению вопросов в достаточно точном пересказе.

Вся эта реплика, до самого конца — слова не мои, но нашего анонимного участника.

Итак, как сказал сотрудник одной крупной инвестиционной компании, пожелавший остаться неназванным, для начала следует сказать, что в России довольно радикально поменялась бюджетная конструкция. Случился отказ от бюджетного правила, случился переход к дефицитному бюджету. В этой ситуации минфину ничего не надо занимать. Это естественным образом ограничивает предложение ОФЗ на первичном рынке. И вполне вероятно, что такая же ситуация сложится в будущем году. Здесь основная проблем заключается в том, что даже если вернуться к исполнению бюджетного правила, то немедленно возникнет вопрос: где сберегать те деньги, которые таким образом изымаются из системы. На начало февраля 2022 года идея была в том, что изымаемые деньги сберегаются в валюте. Но оказалось, что это не очень хорошая идея. Поэтому надо понять, каким образом возможна реализация бюджетного правила в новых условиях. И стоит ли его реализовать в прежней форме.

Поскольку, если бюджетное правило не будет реализовываться, то первичное предложение на рынке гособлигаций будет радикально меньшим, чем в прежние годы.

Второй момент, не менее важный. Заморозка инвестиций нерезидентов на рынке государственных облигаций (плюс более ранний запрет им вкладываться в любой вид госдолга, выпущенного после определенной даты) уже лимитировали, так или иначе, потенциальный приток этих инвестиций. Сейчас на рынке государственного российского долга иностранцев нет. Присутствуют

на этом рынке, во-первых, российские банки: им нужно держать в портфеле ОФЗ потому, что этот инструмент наиболее удобно позволяет балансировать активы/пассивы. Что касается всех остальных инвесторов (это УК, пенсионные фонды, частные инвесторы), то для них рублевая облигация не выглядит слишком привлекательным активом. Потому что в РФ высокая инфляция и низкая (относительно инфляции) процентная ставка. В реальном выражении ставка отрицательная. Возможно, это изменится в 2023 или к началу 2024 года. Но пока рублевые облигации не выглядят особенно интересными.

Поэтому если говорить о ценообразовании на рынке ОФЗ, то тут все довольно четко: есть банковская система, есть стоимость фондирования, отсюда и рисуется кривая доходности ОФЗ. Сейчас она слегка инвертирована, но вернется к нормальной форме в тот момент, когда участники рынка перестанут ждать, что ставка будет быстро снижаться. А этот момент недалек. Напомню, что в конце 2014 года, когда ставку поднимали до 17%, она просуществовала на этом уровне примерно 1,5 месяца.

Евгений Жорнист упомянул, что в конце апреля ожидает еще одного снижения ключевой ставки. Я разделяю это мнение. Но дальнейшее движение уровня ставки будет более сложным. Все-таки ЦБ, судя по его заявлениям, фундаментально не намерен отходить от политики инфляционного таргетирования. Поэтому ситуация в плане ценообразования на рынке ОФЗ примерно понятна.

Что касается рынка корпоративных облигаций, то здесь практически ничего не поменялось. Иностранцы здесь если и присутствовали, то разве что как единичные игроки с маленькими позициями. В этом сегменте есть спред относительно кривой доходности. Исходя из этого, и будут формироваться уровни цен в различных

сегментах рынка корпоративных облигаций. Единственный нюанс — активно развивавшийся в последние годы рынок ВДО. Он в ближайшее время особо развиваться не будет. Потому что если даже теоретически предположить, что кто-то из этих эмитентов может занимать, то доходности, по которым они это могут делать, сейчас являются запретительными, во-первых. А во-вторых, именно этот сектор в момент экономического кризиса — а у нас сейчас кризис — будет, скорее всего, страдать наиболее сильно. Скорее всего, в этом сегменте будут происходить реструктуризации, и дефолты. Что отпугивает многих инвесторов, и это совершенно справедливо.

Кстати. В предварительно присланных вопросах для этого круглого стола был, помнится, вопрос о том, заработает ли вообще «мост» между европейскими структурами (Euroclear и Clearstream) и НРД. Хотел бы сказать и об этом. Сейчас этот мост не работает. Откроется ли он, не очень понятно. У меня есть ощущение (не более, чем ощущение), что он откроется — но лишь на ограниченное время. Чтобы все переводы, которые хотят совершить участники рынка, были сделаны. После этого, возможно, мост закроется навсегда. Но это не прогноз, подчеркну. Это сценарий, который может реализоваться. А может, мост и заработает стабильно, в более-менее нормальном режиме. Все это не очень понятно пока. Но если предположить, что моста нет, то в такой ситуации наш внутренний рынок еврооблигаций будет отрываться от рынка внешнего. Василий упоминал, что ценообразование на внутреннем рынке будет весьма специфичным.

Если предположить, что российская финансовая система трансформировалась в своего рода закрытый контур, то валюта в нем не особо кому нужна. Деть ее особо некуда. Ставки по валютным

депозитам в начале марта резко подскочили, это (как и повышение ключевой ставки) было сделано осознанно — для того, чтобы предотвратить отток средств частных инвесторов из банковской системы. (К сожалению, этих мер не хватило, пришлось применять ограничения по движению капитала). Но высокая ключевая ставка — временное явление: такой высокой она будет не всегда. Потому что валюта, еще раз, особо никому не нужна. И может сложиться так, что ставка по валютным облигациям (и корпоративным, и суверенным) отвяжется не только от мировых аналогов, но вообще от долларовых ставок. Потому что если нет связи между рынками, то и ценообразование на каждом из них может быть разным. Не хочу сказать, что это обязательно произойдет. Но это может случиться.

В сегменте суверенного риска ценообразование может быть примерно следующим. Есть кредитный риск РФ, он определяется ставками на рынке ОФЗ плюс премия за хедж. В зависимости от движения валютного рынка премия может быть даже нулевой. Альтернатива — поиск способов вложить валюту в другие инструменты. В депозитах доход нулевой, что-то можно получить в еврооблигациях.

Но самый интригующий вопрос — что будет происходить на внешнем контуре. По всем формальным признакам РФ движется к системному дефолту. К ситуации, когда подавляющая часть российских заемщиков не может платить по своим валютным долгам. Причем речь идет не только о еврооблигациях, но обо всех долгах, включая кредиты.

Учтем, что дефолт возникает в одном из двух случаев: 1) либо эмитент платить не хочет; 2) либо он платить не может. А тут появилась новая, совершенно небывалая опция: эмитент хочет платить; он может платить; но чисто технически заплатить ему мешают. Реально этот

дефолт не имеет экономического смысла, — он выморочный, скажем так. Хотя ищутся разные формулировки, способы облечь ситуацию в красивую словесную форму. Однако проблема есть: срок платежа наступил, а платеж не осуществился. Что дальше? Дальше заемщики должны собраться и проголосовать за объявление дефолта: вероятность этого события чрезвычайно велика. Но эмитент ведь не отказывается платить, да и деньги у него есть. Платежи отказывается проводить банк-контрагент. В этой ситуации эмитент может предложить заемщикам реструктуризацию: например, предложить изменить место держания глобального сертификата, то есть, перейти из Евроклира в НРД. И добавить рубль в качестве резервной валюты платежа (как это сделано в некоторых проспектах еврооблигаций минфина).

Кто-то на такую реструктуризацию согласится, кто-то нет.

Резон соглашаться для российских инвесторов, которые остались во внешнем контуре, понятен: они переходят в контур внутренний и получают деньги. Даже в рублях их это устраивает.

У иностранцев возникает развилка. С одной стороны, во внутреннем контуре они получают хорошее возмещение, с другой стороны, все платежи будут идти на счета типа «С» (если только правительственная комиссия не скажет иного, что сомнительно с учетом заморозки резервов). Дальше варианты: можно получить рубли на счет типа «С» и далее поучаствовать в первичном размещении ОФЗ (что запрещено санкциями), либо сидеть в рублях и ждать их освобождения (отдельный вопрос, случится ли оно). Второй вариант: не соглашаться на реструктуризацию и идти взыскивать деньги с заемщика в зарубежных юрисдикциях. Тут ситуация очень разная — в зависимости от наличия у заемщика заграничных активов, от их объема. Самый большой заемщик — минфин,



но у него есть иммунитет, судиться с минфином можно только в РФ. Шанс взыскать с РФ можно оценить на примере швейцарской компании «Noga», которая с 1996 года пытается взыскать примерно 40 миллионов долларов. Безуспешно.

В общем, что произойдет, неясно. Но должно быть найдено системное решение. И первая ласточка прилетела: Совкомбанк планирует предложить обмен еврооблигаций на локальные облигации. Для тех, кто держит активы в НРД, это сделать просто. Как это будет реализовано через Евроклир — вопрос. Евроклир сам ждет разъяснений по России от Еврокомиссии и

Центрального банка Бельгии. Но у Еврокомиссии много других дел, так что скоро этот вопрос не решится.

Есть еще коллизия с заморозкой резервов. По этому пункту председатель российского ЦБ заявила, что регулятор готовит иск и будет судиться. Совершенно правильно, потому что у резервов есть иммунитет. Правда, судебное разбирательство может длиться сколько угодно долго. Если посмотреть на существующую судебную практику (уже есть некоторое количество кейсов), то в целом она складывается в пользу центральных банков. Вопрос в том, сможет ли выиграть дело в суде именно ЦБ РФ. С юридической точки

зрения есть ощущение, что скорее да, чем нет. Но как будет на деле, сказать сложно.

В действительности арест международных резервов крупного центрального банка ставит вопрос о том, правильно ли другим ЦБ иметь значительную часть резервов в активах, которые могут лишиться иммунитета? Очевидный ответ — неправильно, но тогда где же правильно их хранить?

Внятного ответа на второй вопрос пока нет.

Проблема состоит в том, что у США есть значительный дефицит по счету текущих операций, они зависят от притока иностранного капитала. Приток

иностранный капитал на рынок американского госдолга — не ключевая вещь, ключевая вещь — рынок акций. Однако для США не будет ничего приятного, если спрос на их государственные ценные бумаги снизится.

Еще одна проблема, более фундаментальная — это политика центральных банков глобально. Может сложиться так, что политика накопления валютных резервов будет признана необоснованной. Как будет меняться эта система, пока неясно, поскольку тут требуется глобальное переосмысление.

Чтобы закончить на оптимистичной ноте, скажу, что есть и хороший исход: он реализуется, если откроется мост между Евроклиром и НРД. Виктор упоминал, что объем рынка российских корпоративных облигаций составляет примерно 100 млрд долларов, а доля в нем иностранцев, видимо, выше 50%. Думаю, что с большим дисконтом российские участники рынка, которые работают через НРД, будут готовы выкупить эту долю. Произойдет миграция бумаг из Евроклира в НРД, после чего все возможные реструктуризации пройдут с большим успехом. Исчезнут вообще все проблемы.

Тогда реализуется сценарий, о котором упоминал Василий: возникнет большой внутренний рынок еврооблигаций. Потому что, кроме 100 миллиардов долларов инвестиций в корпоративные облигации, есть еще 40 млрд долларов инвестиций в суверенный долг. Возникнет ситуация, когда внутри страны будет работать рынок еврооблигаций, у которого есть рублевая часть и валютная часть. Валютная часть меньше и вряд ли будет расти; а вот рублевая будет развиваться.

Что касается прихода на российский облигационный рынок западных иностранных инвесторов, то это длительный процесс. И гораздо больше шансов, что российские инвесторы будут актив-

нее инвестировать в азиатские рынки, чем наоборот.

Когда образуется большой локальный рынок, мост НРД-Евроклир будет не нужен. Локальные инвесторы будут торговать с локальными инвесторами.

Следует при этом помнить, что для иностранной компании нет никаких проблем открыть счет в НРД.

Алексей Ковалев. Можно ли задать вопрос? Когда еврооблигации минфина начнут торговаться на Московской бирже? Минфин сказал, что будет платить в рублях. Можно ли тогда ожидать в плане ценообразования, что доходность долларовой облигации Россия-28, по которой выплаты будут получать в рублях, будет сопоставима с доходностью выпуска ОФЗ с погашением через 6 лет?

Аноним. Да, это возможно. Если посмотреть на рынок сейчас, то Россия-28 торгуется в районе номинала. Этот хедж стоит ноль, и неважно, как оформлен кредитный риск Российской Федерации: в виде евро или в виде ОФЗ. Ситуацию может изменить наличие валютной альтернативы для инвестирования. Поясню примером. У человека был валютный депозит в Сбербанке под 5%, потом ставка по депозиту стала нулевой, а он хочет по валютному активу получать какую-то выгоду. Если у него изначально были долларовые инвестиции и он хочет остаться в долларах, то покупает ОФЗ, потому что не хочет получить 0 от Сбербанка.

Евгений Жорнист. Но евробонд ведь не перестает быть валютной бумагой оттого, что выплаты по нему идут в рублях. Все расчеты происходят в долларах; выплата происходит по курсу. Соответственно, это по-прежнему валютная инвестиция, которая по-прежнему несет на себе валютный риск. Если курс расходится в два раза, то и доходность может быть разная.

Аноним. Тут ключевой момент, как я говорил, заключается в том, чтобы

курс был стабильным или укреплялся. У РФ сохраняется довольно приличный экспорт и сжался импорт. Импорт не восстанавливается никак. Поэтому мы будем иметь курс рубля скорее крепкий, нежели слабый. Это нехорошо для финансовой системы РФ, но фундаментально это так. И большая проблема в том, что, даже если сейчас убрать все ограничения по капитальным операциям, то не факт, что российские корпорации захотят часть своих активов держать в традиционных валютах. Потому что есть риск, что активы могут быть арестованы — по множеству разнообразных причин. Вот в одном из санкционных списков перечисляются обоснования против физлиц: главе крупной компании предъявляют за то, что он крупный налогоплательщик РФ..

Евгений Жорнист. Идея в том, чтобы оказать давление на госфинансы...

Аноним. Евгений, логику прикрутить можно куда угодно, тут сомнений нет, вопрос в том, что будет происходить с обменным курсом.

Этот вопрос сейчас открыт.

Ирина Слюсарева. Поскольку вы хотите уйти, то, может быть, сразу выскажетесь по следующему вопросу? Что происходит и будет происходить с нерезидентами?

Аноним. Все очень просто. На внешнем и внутреннем контуре очень разное ценообразование. На внешнем контуре, где как бы полноценный рынок, цены на российские еврооблигации колеблются в диапазоне от 20% до 40% от номинала. На внутреннем контуре, где инвесторы более уверены в том, что получат от эмитента деньги, некоторые суверенные бумаги торгуются примерно по номиналу; остальные — в диапазоне от 70% до 90%. Налицо гигантский разрыв между российским небиржевым рынком и небиржевым рынком за рубежом. Котировки находились в депрессивном состоянии,

потом выросли. Есть ли возможность расти дальше? Безусловно, да. И тут мы возвращаемся к дискуссии о ценообразовании, потому что сейчас доходности привлекательны. Вот упоминавшаяся Россия-28 приносит сейчас 12,75, это отличная ставка.

Этот рынок восстанавливается, очевидно, что он будет восстанавливаться дальше: по мере появления у инвесторов понимания, каким способом они будут получать платежи. В том, что российский минфин и крупнейшие российские заемщики будут платить по своему долгу, сомнений нет. Что кредитоспособность подавляющего числа эмитентов российских еврооблигаций высока — тоже факт.

Евгений Жорнист. Но не все будут платить в валюте?

Аноним. Это опять же вопрос возможности проводить платеж. Опция с рублями, судя по всему, всех устраивает. Она устраивает регулятора, потому что тогда все под контролем.

Евгений Жорнист. И нерезидентов?

Аноним. Нерезиденты остались за китайской стеной. Что касается нерезидентов и счетов типа «С». Напомню, что счета типа «С» не являются новинкой. Во время кризиса 1998 года были подобные счета, на них помещали рубли от погашения ОФЗ; далее устраивались с определенной периодичностью валютные аукционы, на которых нерезиденты могли покупать валюту. Потом этот режим отменили, был промежуточный период со счетами типа «О», потом все ограничения сняли и все нерезиденты смогли уйти с российского рынка.

Понятно, что нерезидентов сейчас не устраивают платежи в рублях, но у них есть вариант ничего не получать вообще, судиться в иностранной юрисдикции — или идти судиться в российскую юрисдикцию и получить рубли на счета типа «С».

Тут еще надо понимать, что нерезидент нерезиденту рознь. Турция, Израиль, Армения, Казахстан и прочие дружественные страны смогут конвертировать рубли как угодно.

А внебиржевой рынок восстанавливается.

Алексей Ковалев. Тоже постараюсь говорить с прицелом на будущее, тем более что все происходит довольно динамично. Разделю рынки евробондов и рублевых облигаций.

Сначала о евробондах. Из-за бездействия пресловутого моста наши клиенты не только не могут покупать российские евробонды, но и не могут получать по ним выплаты: ни купонов, ни тела долга. Возможно, положение изменится: ВТБ и Совкомбанк обещают оплату в рублях, по облигациям минфина, скорее всего, выплаты тоже будут в рублях. Потому что Антон Германович Силуанов говорит, что сначала надо уважить своих.

Пока больше вопросов, чем ответов. Лучше, чтобы российский резидент имел бумагу эмитента, который находится под санкциями, потому что он хотя бы в рублях что-то по ней получит. По долларовым выплатам пока не вижу особых перспектив.

Что касается рублевого рынка. Думаю, тут спреды достаточно быстро вернуться в области прежних значений. ОФЗ выглядят немного перекупленными, поэтому, думаю, сейчас будет повышаться интерес к корпоративным облигациям. **Александр Какаулин.** Коллеги уже достаточно много важного сказали о ситуации. Со своей стороны, попробую резюмировать и дополнить.

После 24 февраля произошло много событий. Были заморожены ЗВР; был введен валютный контроль, что позволило стабилизировать ситуацию на валютном рынке. Произошло экстренное повышение ставки ЦБ до 20%; многие компании попали под санкции и сейчас

испытывают трудности с обслуживанием внешнего долга, с поставкой своей продукции внешним контрагентам и так далее.

Безусловно, эта совокупность событий отразится на инфляционных ожиданиях. Скажется и на ВВП: по нашим прогнозам, российский ВВП в этом году может упасть более, чем на 10%.

Что касается рынка госбумаг. В условиях закрытого рынка сделки с локальными бумагами проходили на внебиржевом рынке. Еще до открытия рынка ОФЗ было понятно, что доходности по суверенному рублевому долгу будут ниже ставки ЦБ на тот момент. Так оно и было. Индикативно в рублевых ОФЗ мы видели большие биды на уровнях 17%: то есть, с доходностью ниже, чем ключевая ставка на тот момент, на горизонте 5 лет. Тем не менее, такие сделки проходили. Более длинные бумаги торговались по меньшей доходности.

Есть ожидания, что в дальнейшем ключевая ставка будет снижаться. Это повлечет снижение ставок по депозитам. И в будущем интерес к депозитам будет снижаться, а интерес к ценным бумагам (в частности, ОФЗ и корпоративным облигациям) — расти. Это повлечет приток инвестиций на фондовый рынок.

На рынке ВДО ожидаю череды разочарований. К перспективам его развития отношусь скептически: гораздо более вероятно его стагнация на текущих уровнях. В фокусе внимания инвесторов будут корпоративные облигации эмитентов с хорошим кредитным качеством.

Рынок евробондов фактически поделится на два рынка: локальный и внешний, и цены там складываются по-разному. Количество контрагентов, которые торгуют с РФ, существенно сократилось. Часть сделок проходит за пределами страны, это касается инвесторов, имеющих брокерские счета за рубежом. Количество контрагентов, с которыми РФ работает, существенно



сократилось. Какие-то сделки проходят: как правило, для клиентов за пределами страны. Но в целом ликвидность серьёзно снизилась, спреды широкие.

Для улучшения ситуации на внебиржевом рынке еврооблигаций достаточно реализовать схему конвертации выпусков в локальные с последующими выплатами купонов и погашений в рублях. По большому счету, для этого эмитенту необходимо раскрыть держателей акций, чтобы осуществлять платежи без участия Евроклира. На мой взгляд, это хорошее решение в текущих условиях.

Также может быть хорошей практикой проведение большого количества

тендер-оферов по выпускам с приближающейся датой погашения. Мы видели пример с еврооблигациями «Россия-2022», когда клиенты самостоятельно могли погасить выпуск в Минфине без участия Евроклира.

В принципе для ряда еврооблигаций может быть реализована схема конвертации в локальные бумаги, с последующими выплатами в рублях, о чем здесь уже говорилось. Это существенно улучшит перспективы корпоративных эмитентов. По большому счету, для этого эмитенту необходимо всего лишь раскрыть держателей, чтобы платить им уже напрямую. Мне это кажется неплохим решением в текущих условиях.

Ну и, конечно, хотелось бы, чтобы открылся мост между НРД и Евроклиром/Клирстримом: тогда произойдет сеттинг пула зависших на текущий момент сделок.

Сейчас у наших клиентов налицо большое желание продать выпуски западных эмитентов. Спрос на них существенно сократился. Тогда как интерес к покупке российских облигаций сохраняется.

Ирина Слюсарева. Американским компаниям (не только финансовым) предписано прекратить к 25 мая все операции с ценными бумагами банков ВЭБ и ВТБ. Как вы прогнозируете дальнейший сценарий?

Александр Какаулин. Очевидно, что в условиях затрудненных расчетов реализовать все бумаги банков, попавших под санкции, им не удастся. Возможно, будет новое предписание, но это достаточно сложно прогнозировать. Если вспомнить кейс 2018 года с «Русалом», то там сроки расчетов переносились несколько раз. Но тогда можно было свободно торговать. Мне кажется, что и в случае с бумагами ВТБ/ВЭБа предписание будет пролонгировано. Есть ожидание, что 25 мая ничего не случится; рынок будет ждать каких-то вариантов решений.

Алексей Ковалев. По «Русалу» все выплаты проходили в рублях.

Ирина Слюсарева. Северсталь стала первой российской компаний, по еврооблигациям которой выплата купона в размере 12,6 млн долларов была заблокирована банком-корреспондентом (это Citigroup). Почему это произошло? каковы последствия для рынка и для эмитента? Возможны ли еще подобные прецеденты?

Александр Какаулин. Это технический дефолт: компания попала под санкции, банк-агент не стал проводить платеж. «Северсталь» намерена инициировать подачу заявки на получение лицензий, которые могут потребоваться для бесперебойной обработки ее платежных поручений.

Повторение подобных кейсов в текущих условиях вполне реально.

Ирина Слюсарева. Что происходило на внебиржевом рынке?

Алексей Ковалев. На ОТС все закрылось. На текущий момент клиенты Финама торгуют друг с другом. (*Общий смех.*)

Евгений Жорнист. Про рынок ОТС. В НРД заперто большое количество бумаг, они могут торговаться. Режим переговорных сделок — это, конечно, хорошо. Но нам кажется, что в этой ситуации Московская биржа могла бы сделать больше. Мир привык торговать

евробондами в формате ОТС, но сейчас для российских участников это неважно. Запертые бумаги можно попробовать поместить в биржевой стакан и создать единый центр определения ценообразования. Чтобы были рыночные индикаторы и центр ликвидности. Это было бы хорошим решением. Выйти из страны эти бумаги все равно не могут. И другие бумаги зайти в страну не могут тоже. Соответственно, если бы биржа предприняла такие действия, это было бы позитивно.

Сейчас евробондами стало сложнее торговать еще и потому, что Блумберг в России теперь не работает. А там и сделки делались, и цены показывались. Всю эту инфраструктуру нужно каким-то образом замещать. Было бы правильно Московской бирже взять эту инициативу на себя, консолидировать на себе утраченные функции. Они бы смогли, мне кажется, и рынку помочь, и получить выигрыш для себя.

Кроме того, хотел бы не согласиться с предыдущим спикером относительно возможности снижения ключевой ставки. Он прогнозировал, что она будет снижена еще раз, а потом как бы зафиксирована. Я так не думаю. Банк России довольно открыто сейчас описывает свои возможные действия, чего раньше не было. Так вот, выступая в парламенте, Набиуллина сказала, что регулятор сохраняет цели по инфляции, но видит, что экономике нужны дешевые кредиты. Это было сказано прямым текстом. И да, я думаю, что отечественную экономику придется перестраивать. При текущем уровне ставок это невозможно. Поэтому я убежден, что Банк России будет снижать ключевую ставку и дальше.

А если ставка будет снижена, то можно будет подискутировать и относительно перспектив сегмента ВДО. Если ставка будет снижена, то компаниям этого сегмента станет легче переключиваться, уровень возмож-

ности дефолта в системе тоже будет снижаться.

Василий Иванов. Присоединюсь к пожеланиям Евгения в адрес Московской биржи: очень бы хотелось, чтобы она предприняла действия, которые способны помочь формированию ликвидного локального рынка еврооблигаций. Мы сейчас воздерживаемся от совершения операций с суверенными еврооблигациями, поскольку спреда по этим бумагам могут достигать 7%. А такая разница вполне сопоставима с результатом работы управляющего за полгода (а то и за год). Естественно, при таких спредах мы сделки делать не будем. Хотелось бы, чтобы появился рынок, на котором все его участники видят цены и механизмы их формирования. При этом механизм ценообразования на еврооблигации, с высокой вероятностью, будет в разные моменты разный, в зависимости от того, со стороны какой группы инвесторов будет преобладать спрос. Так, одни участники рынка будут сравнивать доходности еврооблигаций со ставками валютных депозитов, другие с доходностью ОФЗ и ожиданиями по курсу доллара и тому подобное. В качестве аналогии можно привести ОФЗ со ставкой купона, привязанной к RUONIA, которые, как правило, интересны для банков, ориентирующихся на маржу к RUONIA. Но в отдельные моменты котировки цен на такие бумаги определяли действия инвесторов, для которых бенчмарком была доходность соответствующих по срокам ОФЗ с фиксированным купоном. Другой пример — это ОФЗ, индексируемые по инфляции, которые в первую очередь интересны пенсионным фондам и другим инвесторам, ставящим себе целью заработать доходность «инфляция+». Но в отдельные моменты котировки цен на такие бумаги также определяли действия инвесторов, для которых бенчмарком была доходность соответствующих по срокам ОФЗ с фиксированным купоном.

Виктор Тунев. Хотел бы сделать несколько комментариев. Во-первых, поддержку Евгения в отношении того, что надо активно развивать внутренний биржевой рынок облигаций. Надеюсь, в России пойдут именно по этому пути. Отечественный инвестор привык работать через мобильные приложения с доступом прямо в биржевой стакан.

Что касается внебиржевого рынка и истории с мостом, я здесь скептичен. Мост, скорее всего, не заработает, там есть не решаемые чисто юридические проблемы. Но есть возможность создать обходные пути, разделить инвесторов и потоки. Допустим, те резиденты, которые хотят получать купоны в долларах, должны перевести свои бумаги из НРД в Евроклир. Должны, конечно, быть созданы и пути прохождения в обратную сторону: из Евроклира в НРД. Главная проблема в том, что разделить денежные потоки будет сложно из-за того, что в проспекте эмиссии конкретно прописан ряд параметров: поэтому разделение возможно только после реструктуризации.

В принципе рынок разделится на несколько составляющих. Одна категория — эмитенты, которые предпочитают платить в долларах: это, прежде всего, экспортеры, не попавшие под санкции. Для них платить в долларах важно потому, что потом на эти компании нельзя будет наложить взыскания за рубежом при экспорте их продукции. Но если они будут платить в долларах, то этим будут нарушаться права резидентов в НРД. Смогут ли эмитенты разделить эти потоки, большой вопрос. Вторая категория — эмитенты, которые будут принципиально платить в рублях. Это банки, которые находятся под санкциями, или сама РФ как суверенный заемщик.

Будет различаться и ценообразование. За рубежом оно будет происходить на дефолтном уровне. В России ценообразование тоже будет разным. В каналах,

где оплата происходит в рублях, ценообразование будет происходить по нормальным рыночным моделям. При проведении оплаты через тот же Евроклир цены могут быть любыми.

Следующее соображение касается политики Банка России. Я не вижу в ней существенного изменения. Делаются заявления вполне в духе традиционной линии поведения регулятора. У политики ЦБ три составляющих: инфляция, экономическая стабильность и экономический рост. В каждый период превалирует та или иная составляющая. В период пандемии регулятор снизил ставку, поскольку посчитал, что инфляционные риски несущественны. Сейчас наблюдался инфляционный шок. Но шок со стороны не спроса, а предложения. Реагировать на него изменением ставки бессмысленно. Поэтому ЦБ допустил, что этот шок можно не компенсировать высокой процентной ставкой. Инфляционный всплеск с начала года до конца марта 10%, по итогам апреля будет 12%. Консенсус-прогноз аналитиков на 2022 пока выше 20%, но, скорее всего, будет ниже, и большая часть инфляции этого года фактически уже пройдена. Инфляция вернется к однозначным значениям. Прогноз аналитиков на следующий год — порядка 8%. При том, что курс рубля имеет тенденцию к укреплению, прогнозы по инфляции окажутся завышенными. В этом смысле поддержку коллег: тоже думаю, что Центральный банк будет снижать ставку. И, возможно, мы даже не представляем, насколько быстро он может это сделать. Мой прогноз: до конца года ключевая ставка опустится до 10%.

Последнее, что хотел сказать, касается перспектив глобального накопления ЗВР. Здесь употреблялся термин «системный дефолт». Я бы этот термин применял очень осторожно. Скорее, употребил бы термин «фейковый дефолт». Или «имитационный дефолт». Как раз параллель

с дефолтом 1998 года очень хорошо выявляет суть. Тогда дефолт был реальным. РФ могла заплатить инвесторам рублями, но не захотела это сделать. А сейчас мы и можем заплатить в долларах, и хотим, но нам не дают. Это обратная история, а не аналогичная.

Кстати, по итогам 1998 года инвесторы, в конце концов, все свои средства получили. Сейчас, полагаю, все закончится так же: все, кто не продаст свои активы по бросовым ценам, получат причитающиеся выплаты.

Теперь вопрос, в чем же в принципе следует хранить международные резервы. Россия, наверное, единственная страна с плавающим курсом валюты, которая так активно накапливала резервы. Причем ради накопления, без оглядки на валютный курс. У других стран либо не было таких возможностей, как у Турции. Либо они, как тот же Китай, перестали это делать давно. Россия же долго жила в парадигме того, что резервы надо копить.

А на самом деле этот поезд уже ушел.

На самом деле суверенной стране резервы не нужны. Механизмы ограничения потоков капитала могут балансировать внешние шоки гораздо эффективнее.

Ирина Слюсарева. Теперь предлагаю обсудить перспективы инвестиций физических лиц на рынке облигаций. Виктор, прошу вас.

Виктор Тунев. Сейчас ликвидность на биржевом рынке корпоративных облигаций очень низкая. Ежедневный оборот этого сегмента составляет около 1 млрд рублей. В сегменте ОФЗ ликвидность существенно выше, но по историческим меркам тоже низкая. Думаю, что физические лица останутся одними из ключевых игроков и на рынке ОФЗ, и на рынке облигаций. Возможно, их активность в ближайшие месяцы даже вырастет в результате того, что нынешние высокие ставки рынка депозитов неминуемо



снижаться. В июне-июле депозиты, открытые под 20% и более сроком на 3 месяца, истекут.

И люди будут искать более высокие доходности, а корпоративный сектор сейчас предлагает очень хорошую доходность. Если в ближайшие месяцы мы не увидим волны дефолтов в первом-втором эшелоне (а мы их, скорее всего, не увидим), то инвестиции могут пойти на этот рынок. Проблемы будут разве что в секторе ВДО (высокодоходных облигаций). Здесь история может быть похожа на ситуацию 2008 года, когда сегмент просто умер из-за большого количества дефолтов. Но это зависит, прежде всего, от полити-

ки Банка России. От его готовности быстро снизить ставки и возобновить кредитование экономики.

Если динамика кредита восстановится до нормальных уровней (хотя бы 10% год-к-году), то все проблемы будут решаемыми.

Ирина Слюсарева. Василий, передаю вам слово. Может быть, также скажете о перспективах сегмента ВДО?

Василий Иванов. Разделю свой ответ на две части. Сначала расскажу, что происходит с текущими портфелями. Во-вторых, опишу, как обстоит с новыми деньгами.

Итак, текущие портфели. Все здесь присутствующие, думаю, помнят сце-

нарий 2015-2019 годов, когда в конце декабря 2014 ставка была поднята до 17%, а потом постепенно снижалась. Большинство ориентируется на эти цифры. Индекс ОФЗ тогда в течение 2015 вырос почти на 30%. А в течение пяти лет его рост превысил 100%.

О цифрах можно спорить. Более того, часть роста мы уже видели. Но, опираясь на базовый сценарий, можно предположить, что текущие портфели ОФЗ в обозримой перспективе восстановятся. Высоконадежные корпоративные облигации, вероятно, тоже будут подтягиваться к котировкам ОФЗ. Горизонт сейчас не обсуждаю, поскольку могут появляться новые предположения.

Что касается портфелей высокодоходных облигаций, то все уже высказались, что текущая ставка является для них запредельной. С одной стороны, высокая инфляция создала для компаний возможность увеличить свои финансовые потоки. С другой стороны, есть нюанс, связанный с рефинансированием. Эмитентам, для которых в ближайшей перспективе актуальны погашение или oferta, придется непросто. Причем таких ситуаций будет довольно много, поскольку ВДО, как правило, размещалась в диапазоне примерно 3 лет. Пролонгация займов по действующим сейчас ставкам — это, конечно, проблема. Допускаю, что многим эмитентам проблемы придется решать на переговорах и фактически просить пролонгировать выпуски по тем условиям, которые они реально могут обеспечить. В случае offerты такие проблемы решаются довольно просто. Хуже, когда предстоит погашение тела долга. Здесь эмитенту приходится договариваться о выкупе новой эмиссии или изменении условий выпуска уже конкретно, с крупными держателями, которые безусловно, тоже не заинтересованы в дефолте эмитента. Конечно, никто не ведет переговоры с каждым мелким физлицом, поэтому, если доля ритейловых покупателей невелика, то с ними, скорее всего, найдут общий язык (облигации погасят или их выкупят крупные держатели, согласившиеся на изменение условий выпуска). Но, если у эмитента не получается договориться с крупными держателями или их доля невелика, то вероятность неисполнения обязательств перед физическими лицами повышается. И в этом случае многое зависит от отношения конкретного эмитента с банками.

Остается только пожелать эмитентам сегмента ВДО, чтобы все у них сложилось хорошо. Но ручаться за то, что именно так и будет, я лично не готов.

Что можно сказать по второй теме: в отношении новых денег. Когда инфляция за рубежом составляет 8-10%, то мы как управляющая компания честно говорим клиенту-физлицу, что у него есть альтернатива. Можно вкладываться в депозит или облигации. Но есть еще рынок акций. Сейчас котировки на этом рынке хорошо упали; при этом прибыли крупнейших компаний в долгосрочной перспективе будут коррелировать с инфляцией. Так что нет полной уверенности, что в текущем моменте имеет смысл инвестировать именно в облигации. Есть смысл пристальнее изучить возможности сегмента долевой собственности.

Особенно, повторю, в свете того, что стоимости отдельных акций сейчас упали на 50% и даже на 70%. Так что конкуренция со стороны рынка акций сейчас будет высока.

В этих условиях значительная часть инвесторов высокодоходными облигациями просто не заинтересуется. Кроме того, когда люди покупают ценные бумаги, они предпочитают все-таки знать имя эмитента. На ситуацию влияет и еще один фактор — какими будут ставки по депозитам, привлекавшимися под текущий высокий процент.

В силу совокупности названных факторов я не думаю, что ВДО будут тем инструментом, который инвесторы стремятся купить в первую очередь.

Если говорить именно о физических лицах.

Евгений Жорнист. Скажу и я про физических лиц. Считаю, что физлица продолжают движение в сторону финансовых рынков, которое мы наблюдаем уже несколько лет. На депозитах сейчас совокупно лежит (в рублевом эквиваленте) 33 трлн рублей. Рублевых депозитов больше (27 трлн рублей). Можно получить привлекательную ставку доходности по депозиту на горизонте 3-6 месяцев. Но можно купить корпоративную

облигацию, по которой близкую доходность можно получить на горизонте 2-3 года. Это намного более привлекательно. К тому же, полагаю, ставки снизятся, а цены вырастут. Я полагаю, что в сегменте корпоративных облигаций можно будет заработать 25-30%. Это намного более привлекательно.

Как уже сказано, физические лица продолжают двигаться в сторону финансового рынка. Постоянно открываются новые брокерские счета: сейчас открыли счета 18 млн человек, и кажется, что это много. С другой стороны, численность работоспособного населения составляет 75 млн. Так что есть резерв для роста.

Процесс идет. И по мере того, как люди будут приходить на фондовый рынок, это будет увеличивать спрос.

Сам рынок рублевых облигаций будет расти. В отличие от рынка долларовых облигаций, который будет сокращаться. Все, что происходит с отечественным рынком сейчас, приводит к тому, что компании не будут занимать в валюте. Они будут занимать на локальном рынке в рублях. Поэтому рынок рублевых облигаций, как уже сказано, будет расти. Хотя в этом году Минфин не собирается размещать ОФЗ.

Относительно перспектив рынка ВДО соглашусь с коллегами: в условиях высоких ставок привлекательность этого рынка снижается. А риски на нем могут быть большими. Поэтому кратно возрастает значимость кредитного анализа. Экономика сейчас точно будет переживать, и у ряда компаний появятся перспективы роста, особенно если иностранные конкуренты уходят. Физикам в отношении ВДО имеет смысл обращаться к профессионалам, а не принимать решения самостоятельно.

Алексей Ковалев. Соглашусь с коллегами: нынешняя ситуация благоприятна для перетока капитала с долгового рынка на рынок equity.

Относительно выбора между облигациями и депозитами. Для физлица в ситуации такого выбора может играть роль разница в режимах налогообложения для этих двух сегментов. Клиент-физическое лицо должен не только платить НДФЛ на купон, но и заплатить налог на прирост цены, а сейчас весь наш рынок торгуется ниже номинала.

Кроме того, реальные ставки по многим облигациям сейчас имеют отрицательные значения. Два этих фактора могут ограничить объемы инвестиций физлиц в облигационный сегмент.

И, конечно, многое осложняет волатильность спредов. У нас сейчас находится в разработке несколько идей в сегменте рублевых корпоративных облигаций. Я стал анализировать изменения доходности одного интересного эмитента и увидел нечто особенное: там доходность вчера была 20%, а сегодня она уже 14%! Аналитики не успевают рисеч написать, как цифры уже изменились. *(Обиций смех)*.

Что касается перспектив различных сегментов. Насколько я понимаю, регулятор, конечно, следит за инфляцией. Но в нынешней ситуации считает более важным снижение ставки для стимуляции кредитной активности. И здесь регулятор будет искать баланс в каждый момент времени. Людям все-таки должно быть интересно нести деньги и на депозит тоже.

Что касается ставки, то она будет снижаться. Поэтому, в частности, я бы не ставил крест на перспективах ВДО. **Александр Какаулин.** Доля физических лиц на рынке облигаций не очень велика. В момент, когда рынок ОФЗ открылся, с их стороны генерировался определённый интерес, но сложившиеся там доходности их несколько разочаровали.

Тем не менее, точечный спрос физлиц на покупки рублевых облигаций (и ОФЗ, и корпоративных) присутствует. Учитывая планы регулятора по даль-

нейшему снижению ключевой ставки, и, соответственно, вытекающему из этого снижению доходности по депозитам (а высокие ставки действовали только на очень короткие сроки), ждем перетока части средств из депозитов на рынок рублевого долга. Портфели клиентов, безусловно, испытали снижение, но если эмитенты качественные, то к погашению все должно восстановиться.

В сегменте ВДО (высокодоходные облигации) ожидаем увеличения числа неисполнения обязательств.

Добавлю, что инвестиции в акции могут быть интересны не каждому частному инвестору. Во-первых, они могут ему не подходить по риск-профилю. Во-вторых, акции имеют более существенную волатильность, чем облигации. Если рассматривать акции как альтернативу, то, на мой взгляд, наиболее привлекательными выглядят акции компаний с высокими дивидендными выплатами.

Но в перспективе это хорошее направление.

Многим инвесторам дивидендная история кажется привлекательной. Им нужна своего рода рента. Со своей стороны, мы предлагаем клиентам дивидендные истории как альтернативу акциям. В этом году дивиденды у многих компаний, возможно, существенно уменьшатся. Но в перспективе это хорошее направление.

Василий Иванов. Вот тут в списке есть еще вопрос о том, как повлияло на рынок закрытие биржи. Хотел бы сказать об этом пару слов.

С нашей (как управляющей компании) точки зрения закрытие биржи повлияло на рынок облигаций положительно. Во-первых, были остановлены панические продажи. Которые опасны, в частности, тем, что иногда пробивают уровни по сделкам репо с ОФЗ. И тогда идут массивные вынужденные продажи бумаг, когда

сделки закрывают по любым ценам. Что влечет огромные потери для инвесторов.

Предположу, что на валютном рынке было немало частных лиц, с высокой вероятностью покупавших доллары по курсу выше 110–120, платя при этом еще и комиссию. Хорошо, что благодаря закрытию биржи на рынке облигаций не случилось событий, которые повлекли бы столь же негативные последствия для инвесторов.

Евгений Жорнист. Согласен, закрытие биржевого фондового рынка сыграло позитивную роль. Возможно, надо было и валютный рынок закрыть на какое-то время. Курс сходил на уровни выше 100, в результате поднялись цены даже на товары, которые производятся в России. Чисто на ожиданиях, что все и дальше будет расти

Но и Банку России, и Московской бирже я бы поставил в минус реализацию механизма открытия рынка, — прежде всего, рынка облигаций. В первый день мы видели и очень низкие биды со стороны ЦБ, и принудительное закрытие определенных позиций. Рынок это быстро отыграл, но эти шоки можно было не допускать. □



СЕКЬЮ
РИТИЗ
АЦИЯ

Юлия Абушеева

руководитель управления обслуживания ипотечного покрытия и инвестиционных фондов АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

Светлана Вареник

начальник отдела учета и контроля ипотечного покрытия управления обслуживания ипотечного покрытия и инвестиционных фондов АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

Анна Горелова

старший юрист юридической фирмы «ЛЕКАП»

Анастасия Кутына

руководитель направления маркетинга и продаж АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

Всё о секьюритизации

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СДЕЛОК НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ МОЖЕТ СТАТЬ ОДНИМ ИЗ ГЛАВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ БАНКОВСКИХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПО РАЗГРУЗКЕ КАПИТАЛА

Потенциал неипотечной секьюритизации крайне высок. За последние пять лет на рынке сформировался класс клиентов, готовых инвестировать в такие продукты. А несколько сделок секьюритизации NPL привлекли значительный спрос среди квалифицированных инвесторов-физических лиц.

В декабре 2021 года саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» и Ассоциация банков России подготовили развёрнутый совместный доклад «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», который вызвал большой интерес среди всех участников рынка. Вдохновившись докладом, а также с учетом сложившейся экономической ситуации на рынке капиталов, мы хотели бы поделиться своим взглядом на проблемы, с которыми сталкивалась неипотечная секьюритизация, предложить рынку определенные решения в текущих условиях, а также осветить потенциаль-

ную роль специализированных депозитариев в таких сделках.

Потенциал неипотечной секьюритизации крайне высок. За последние пять лет на рынке сформировался класс клиентов, готовых инвестировать в такие продукты, а несколько сделок секьюритизации NPL привлекли значительный спрос среди квалифицированных инвесторов-физических лиц. Помимо прочего в ближайшем будущем использование неипотечных секьюритизаций (включая NPL) может стать одним из главных инструментов для банковских организаций по разгрузке капитала.

Причины непопулярности неипотечной секьюритизации

Однако в настоящий момент сделки неипотечной секьюритизации носят единичный характер. Поэтому вначале рассмотрим причины непопулярности неипотечных секьюритизаций. А затем — способы повышения привлекательности таких сделок среди организаторов.

Итак, причины непопулярности неипотечной секьюритизации таковы: дороговизна и недостаточный объем активов originатора; слабая стандартизация программ кредитования; непрозрачность состава портфеля; препятствующие налоговые аспекты; слабая конкурентная инфраструктура; нехватка контроля со стороны ревьюера; недостаточное количество инвесторов на рынке; залоговые особенности.

Разберем каждую причину более подробно.

Дороговизна и недостаточный объем активов originатора

На сегодняшний день стоимость организации сделки неипотечной секьюритизации довольно высока. Это объясняется тем, что каждая такая секьюритизация носит нетиповой характер, а, следовательно, требует большего объема ресурсов со стороны вовлеченных в сделку участников. Таким образом, возрастает стоимость обслуживания у управляющих организаций специализированного финансового общества, присвоения рейтинга рейтинговым агентством, услуг юридического консультанта, внешнего сервисного агента (при необходимости) и иных лиц. В среднем сделка становится рентабельной при общем объеме выпуска от 1 (одного) миллиарда рублей. При этом интерес к новым неипотечным структурам зачастую имеет

меньшие объемы из-за недостаточного объема активов определенного типа для объединения в целях секьюритизации, что приводит к отказу в целом от подобных сделок.

Полагаем, что данную проблему можно было бы разрешить путем типизации (разработки единой формы документации) для определенных классов сделок: например, сделки по секьюритизации потребительских кредитов, автокредитов либо просроченной задолженности (запрос на секьюритизацию которой в обозримом будущем оценивается как высокий).

Слабая стандартизация программ кредитования

Во многих банках отсутствуют стандартные программы кредитования по многим категориям кредитов, от потребительских кредитов до МСП. Кредиты часто выдаются по индивидуальным условиям, в связи с чем возникают трудности при формировании однородного пула активов, достаточного для выпуска облигаций в желаемом объеме, либо для получения необходимого рейтинга по облигациям.

У рейтинговых агентств возникают трудности при оценке пулов разнородных активов (прав требований по задолженностям), поскольку в таком случае необходимо анализировать достаточно большое количество рисков. Кроме того, однородность позволила бы снизить долю младшего транша по сделке, что увеличило бы доходность подобных инструментов.

Помимо прочего, проблемы однородности портфеля в настоящий момент можно также связывать с государственными кредитными каникулами (при «коронакризисе» / при санкциях), так как введение таких каникул не считается событием неисполнения обязательств заемщиками, но при этом такие активы уже нельзя

учитывать в объеме обеспечения, как прежде. Полагаем, что в документации по секьюритизации обязательно должны быть оговорки на предмет замены таких обязательств заемщиков в общем пуле активов.

Непрозрачность состава портфеля

Отчеты по неипотечным секьюритизациям не содержат необходимой для инвесторов информации для анализа портфеля, что может вносить свою лепту в текущей ситуации на рынке, когда инвесторы будут опасаться приобретать активы без детального анализа обеспечения по облигациям. Потенциальные владельцы облигаций предпочитают получать детальную информацию о диверсификации портфеля по отраслям экономики, регионам размещения, типам залогового обеспечения по кредиту, платежной дисциплине заемщиков и так далее. Обезличенные данные с такой статистикой по портфелю позволили бы инвесторам проводить структурный анализ и принимать взвешенные решения при покупке таких ценных бумаг, особенно если вопрос касается просроченных долгов.

В этом смысле ипотечная секьюритизация качественно отличается от любой неипотечной, так как ипотечный агент обязуется публиковать реестр ипотечного покрытия. Полагаем, что при структурировании сделок в будущем следует учитывать этот аспект, в том числе с технической точки зрения, так как для организатора может оказаться проблематичным осуществлять выгрузку такой информации.

Препятствующие налоговые аспекты

Некоторые виды активов, которые могли бы активно секьюритизироваться на нашем рынке, экономически нецелесообразно передавать на баланс

специализированного общества в связи с увеличенной налоговой нагрузкой. Так, например, можно сказать о лизинговых платежах. При перечислении лизинговых платежей лизингополучатель обязан уплачивать НДС. В связи с этим, для целей подобной сделки необходимо будет учитывать аспекты перечисления налоговых платежей, связанных с лизингом, в том числе начисления НДС при уплате аванса и при уплате выкупных лизинговых платежей.

Для целей эмиссионной документации необходимо будет определять порядок уплаты НДС. Помимо прочего, вопрос уплаты НДС тесно связан с тем, на кого будут оформлены транспортные средства: на originатора либо на специализированное общество. Данный вопрос является следствием проблемы с НДС. С одной стороны, передача прав требования по лизинговым договорам в пользу СФО, без перевода собственности на транспортные средства, упростит процесс перехода прав требования на СФО, так как не будет необходимости перерегистрировать все транспортные средства на СФО. С другой стороны, в случае банкротства originатора все транспортные средства могут попасть в общую залоговую массу originатора, что и является проблемой при рейтинговании подобных сделок.

Полагаем, что на вопрос секьюритизации лизинговых платежей необходимо будет посмотреть в свете меняющихся реалий в экономике вообще и сфере лизинга, в частности. Не исключаем, что предоставление лизинговым компаниям возможности осуществлять секьюритизации с учетом снятого вопроса по НДС может оказать немалую помощь всей сфере.

Слабая конкурентная инфраструктура
Количество профессиональных участников рынка, готовых проводить сделки

неипотечной секьюритизации на высоком уровне, сильно ограничено. Быстрее развивать инструменты неипотечной секьюритизации позволит, во-первых, появление новых квалифицированных институциональных участников; во-вторых, разработка новых программ поддержки со стороны государства (включая поручительство по примеру ДОМ.РФ).

Нехватка контроля со стороны ревизора

В сделках ипотечной секьюритизации большую и важную роль играет специализированный депозитарий. Наличие спецдепозитария обусловлено сформированной нормативной базой по ипотечным секьюритизациям, а для неипотечных секьюритизаций такая база попросту отсутствует.

Полагаем, что для сделок неипотечной секьюритизации в целях снижения инвестиционных рисков необходимо было бы предусмотреть аналогичный по смыслу институт. Поскольку уже существующие специализированные депозитарии обладают большим опытом участия в ипотечных сделках, контрольно-ревизионные функции можно было бы передать им. Специализированный депозитарий мог бы совмещать их с функциями по хранению документации, контролем обеспечения по облигациям, предоставлением консультационных услуг инвесторам.

Недостаточное количество инвесторов на рынке

За последние пять лет сформировался класс лиц, в целом готовых инвестировать в такие продукты. Но, несмотря на это, количество инвесторов под специфические неипотечные сделки всё ещё не является достаточным. Прежде чем начать подготовку к сделке, организатору предварительно необходимо провести маркетинговое исследование,

чтобы понять, будет ли спрос на данную бумагу. Чем более непривычен тип актива, тем с большим количеством трудностей на стадии рейтингования, регистрации эмиссионной документации и размещения может столкнуться организатор.

Полагаем (и уже предлагали выше), что спрос можно было бы увеличить путем типизации определенных классов сделок. Помимо прочего, может помочь предоставление более привлекательных процентных ставок, отталкивающихся от ключевой ставки Банка России, либо широкая популяризация подобных инструментов путем объяснения инвесторам основных целей и задач секьюритизаций (повышение ликвидности банков, поддержка определенных отраслей бизнеса и так далее).

Залоговые особенности

Как правило, залогом по неипотечным секьюритизациям выступает залоговый счет и однородные права требования к должникам по пулу активов.

Все денежные средства от должников поступают на залоговый счет, после чего распределяются по каскаду платежей. Такой каскад и его объемы прописываются в эмиссионной документации. Тем не менее, расходование средств с залогового счета для инвесторов может выглядеть недостаточно прозрачным, так как эмитенты не публикуют соответствующие данные. Полагаем, что дополнительный контроль расходования средств мог бы помочь усилить привлекательность подобных инструментов. Такой контроль может осуществлять представитель владельцев облигаций.

В отличие от ипотечных конструкций, в сделках неипотечной секьюритизации отсутствуют обязательные требования по соотношению размера обеспечения с объемом задолженности по облига-

циям, что увеличивает риск дефолта эмитента в глазах инвестора, несмотря на то, что практика таких дефолтов отсутствует.

Факторы повышения привлекательности сделок непотечной секьюритизации

Повысить привлекательность сделок непотечной секьюритизации могли бы несколько факторов: новая роль специализированного депозитария; мультиоригинаторные сделки; применение блокчейна; финансовая грамотность; структурные облигации; способы принятия рисков.

Распишем все более подробно.

Новая роль спецдепа

Спецдепозитарий может стать более значимым участником институциональной инфраструктуры, выступая в качестве контролера соблюдения действующего законодательства и ограждая участников сделок от совершения нарушений. Одним из направлений его деятельности может стать выявление потенциальных опасностей при подготовке и сопровождении сделок непотечной секьюритизации. Такой подход будет являться дополнительной гарантией безопасности для потенциальных инвесторов и повысит привлекательность сделок.

Помимо прочего, специализированный депозитарий мог бы осуществлять:

- контроль ведения операционных регистров денежных средств эмитента, расчета размера купонного дохода и сумм погашения по облигациям, в том числе сумм частичного и полного досрочного погашения, соблюдения порядка распределения денежных средств в соответствии с решением о выпуске облигаций;
- подготовку новых отчетов для инвесторов, по аналогии с отчетами по ипотечным ценным бумагам.

Появление инфраструктуры, способной (по аналогии с ипотечными сделками) предоставлять полный спектр услуг (обслуживание непотечных портфелей, фидуциарные услуги в пользу инвесторов), способствовало бы увеличению количества сделок, повышению их надежности и качества. Внесение в 156-ФЗ изменений, направленных на расширение деятельности специализированных депозитариев и включение в нее, в том числе, сделок непотечной секьюритизации, может позволить это сделать.

Мультиоригинаторные сделки

В связи с дороговизной реализации сделок непотечной секьюритизации возможно расширение использования мультиоригинаторных сделок на одной платформе для экономии затрат на инфраструктуру специализированного общества. На рынке уже существует достаточно богатый опыт проведения подобных ипотечных сделок, например на платформе АИЖК.

Применение блокчейна

Осуществление подготовки и сопровождения сделок секьюритизации возможно на основе блокчейна — одной из главных для финансового рынка современных технологий. К примеру, при поддержке Банка России была разработана блокчейн-сеть «Мастерчейн», которая уже используется ведущими игроками российского финансового рынка. Она способна объединить всех участников, включая международные валютно-кредитные и финансовые организации, брокерские фирмы, страховые, инвестиционные компании и фонды, валютные и фондовые биржи, внешнеторговые и производственные компании, специализированные депозитарии, банки и так далее. Данная технология позволит обеспечить быстрое взаимодействие между участниками

рынка, сократить расходы эмитента по подготовке и сопровождению сделки, повысить интерес инвесторов к таким сделкам, а кроме того — это отличная платформа для проведения мультиоригинаторных сделок.

Финансовая грамотность

Сложные финансовые инструменты зачастую недоступны обычным физическим лицам. Такие меры, как повышение финансовой грамотности частных инвесторов, организация доступного обучения для сдачи экзамена на получение статуса квалифицированного инвестора с целью обеспечения доступа к облигациям по непотечным сделкам секьюритизации — позволили бы расширить круг потенциально заинтересованных в подобных сделках лиц. Тем более, согласно данным Московской биржи отмечается существенный рост количества физических лиц, имеющих брокерские счета. За 2021 год их число увеличилось почти вдвое и составило порядка 17 млн (более 10% населения России). Активность частных инвесторов в 2021 году достигла максимального уровня за всю историю наблюдений. Ежемесячно сделки заключали более 2 млн человек (847 тысяч в 2020 году). В 2021 году частные инвесторы вложили в облигации 819 млрд рублей. Наибольшая доля вложений в долговые бумаги (80,7%) приходилась на корпоративные облигации, 15,4% — на государственные облигации, 3,9% — на еврооблигации. Сложно спрогнозировать дальнейший интерес частных инвесторов к рынку, но полагаем, что, несмотря ни на какие обстоятельства, он будет только расти.

Структурные облигации

Использование структурных облигаций в сделках непотечной секьюритизации только начинает набирать

обороты, но пока их по большей части используют для «переупаковок» и сделок под конкретного инвестора. Тем не менее через конструкцию структурных облигаций можно было бы реализовать множество интересных структур: например, секьюритизацию NPL с возможностью не выплачивать часть номинальной стоимости в случае неполного взыскания задолженности с должников.

Для originаторов структурные облигации обладают также дополнительным преимуществом в виде отсутствия принятия рисков по 3309-У. Подобные высокорисковые инструменты также могут быть востребованы на рынке среди отдельных категорий инвесторов, так как сейчас на российском рынке крайне мало российских сложноструктурированных инструментов с повышенной доходностью.

Способы принятия рисков

Для классических непотечных секьюритизаций с использованием обычного специализированного общества обязательно принятие рисков originатором по 3309-У. Перечень способов ограничен, и по многим сделкам originаторы хотели бы иметь возможность выйти за императивно закрепленный список. Насколько нам известно, в других юрисдикциях также используются альтернативные конструкции, позволяющие originаторам иметь большую гибкость при принятии рисков.

В заключение хотелось бы констатировать следующее. Мы полагаем, что у непотечной секьюритизации большое будущее, так как существует неограниченный перечень активов, которые еще не секьюритизировались. Высоким потенциалом обладают права требования из концессионных

соглашений (особенно реализуемых в целях достижения показателей национальных проектов), потребительские кредиты, автокредиты, мобильные/интернет платежи, коммунальные платежи, лизинговые сделки, факторинговые сделки, кредитные карты, непрофильные активы бизнеса. Расширение применения непотечных секьюритизаций предоставляет крупным игрокам возможность разгрузки баланса, а частным инвесторам — более интересную линейку продуктов. Это весомые аргументы в пользу таких секьюритизаций в текущих экономических реалиях. □

К видам непотечной секьюритизации относятся следующие виды сделок: автокредиты, потребительские кредиты, просроченная потребительская задолженность, крупные корпоративные кредиты, лизинговые платежи, ESG-секьюритизация, соглашения о защите и поощрении капиталных вложений.

В совместном докладе саморегулируемой организации «Национальная финансовая ассоциация» и Ассоциации банков России «Перезагрузка рынка непотечной секьюритизации» говорится, что «при консервативной оценке рыночного потенциала отдельных классов активов, сделанной на основе показателей более развитых рынков, рынок непотечных облигаций СФО/СОПФ мог бы составлять 4,5 трлн рублей. С учетом глобального объема выпуска инструментов секьюритизации около 1 трлн долл. в 2020 году и доли России в глобальном ВВП ежегодный выпуск структурированных облигаций может превышать 1 трлн рублей. Не менее четвертой части этой суммы должно приходиться на непотечную секьюритизацию, если производить оценку, руководствуясь мировым трендом».

Путем консенсуса

ТРЕТЕЙСКОЕ РАЗБИРАТЕЛЬСТВО ИМЕЕТ РЯД ПРЕИМУЩЕСТВ ПЕРЕД ГОСУДАРСТВЕННЫМ СУДОПРОИЗВОДСТВОМ И ДОКАЗАЛО СВОЮ ВЫСОКУЮ ЭФФЕКТИВНОСТЬ

Национальная ассоциация участников фондового рынка придает большое значение развитию современных механизмов защиты прав и законных интересов финансовых организаций.

В последнее время все больше участников экономической деятельности при урегулировании своих споров отдает предпочтение арбитражу (третейскому разбирательству) как институту, доказавшему высокую эффективность и имеющему ряд преимуществ перед государственным судопроизводством. Третейское разбирательство осуществляется в сжатый срок арбитрами, которые являются профессионалами в соответствующей сфере, а выносимое в одной инстанции окончательное решение может быть принудительно исполнено по упрощенной процедуре как в России, так и за рубежом.

Согласно Федеральному закону «Об арбитраже (третейском разбирательстве) в Российской Федерации» с 01.11.2017 право на осуществление деятельности в сфере третейского разбирательства возможно лишь на основании специального права, предоставляемого органом государственной власти. Первой организацией, получившей указанное право (на основании распоряжения Правительства Российской Федерации от 27.04.2017 № 798-р) стал

Российский союз промышленников и предпринимателей, РСПП.

В соответствии с требованиями нового законодательства действовавший при РСПП с 2006 года третейский суд был реорганизован в Арбитражный центр при РСПП, который одновременно стал правопреемником Третейского суда при НАУФОР и Арбитражной комиссии при ПАО «Московская биржа».

Изначально Национальная ассоциация обладала собственным институтом третейского разбирательства, но в определенный момент передала эти полномочия. В 2016 году НАУФОР, РСПП и Московская биржа подписали соглашение о сотрудничестве в сфере разрешения споров на финансовом рынке. Соглашение предусматривало создание на базе постоянного действующего Арбитражного центра при РСПП (в настоящее время — Третейский суд) специализированной коллегии для рассмотрения споров, возникающих между участниками биржевых и внебиржевых торгов и биржевого клиринга. Арбитражный центр при РСПП принял на себя задачи и полномочия Арбитражной комиссии при Московской бирже и Третейского

суда НАУФОР, объединил их многолетний опыт и потенциал по рассмотрению споров на финансовом рынке. Создание специализированной коллегии в рамках Арбитражного центра при РСПП происходило в рамках реформы третейских судов, согласно которой они должны создаваться исключительно при некоммерческих организациях (в случае их функционирования на постоянной основе) с обязательным получением от Правительства РФ согласия на осуществление функций постоянного действующего арбитражного учреждения.

В рамках реализации заключенного между РСПП и НАУФОР соглашения о сотрудничестве в Арбитражном центре при РСПП создана Коллегия по спорам на финансовом рынке и в сфере биржевой торговли. Ее арбитры специализируются на спорах, возникающих в сфере обращения ценных бумаг, производных финансовых инструментов, а также из договоров, заключенных на биржевых торгах. Возможность сконцентрировать рассмотрение указанных споров в одном центре позволяет сформировать единообразную правоприменительную практику, а также способствует поддержанию высокого качества принимаемых решений.

Важным преимуществом арбитража является также конфиденциальность, что означает запрет на разглашение информации о самом факте наличия спора, его сторонах, предмете и содержании вынесенного решения. Предъявление требований к должнику в порядке арбитража исключает риск возможного

лавинобразного потока требований от других кредиторов.

В том случае, когда стороны готовы договориться о мирном урегулировании спора, такая договоренность может быть оформлена в качестве мирового соглашения, которое будет утверждено в кратчайшие сроки решением третейского суда. При нарушении условий мирового соглашения заинтересованная сторона может оперативно получить в суде исполнительный лист на принудительное исполнение арбитражного решения уже без необходимости рассмотрения спора по существу. При этом действующее процессуальное законодательство позволяет получать исполнительные листы на принудительное исполнение третейских решений по месту нахождения взыскателя.

Условия о передаче споров на рассмотрение в Арбитражный центр при РСПП включены в правила организованных торгов ПАО «Московская Биржа», ПАО «СПБ Биржа», АО «Национальная товарная биржа», а также в правила клиринга Небанковской кредитной организации-центрального контрагента «Национальный клиринговый центр». Аналогичные условия многие брокерские компании уже включили в собственные правила оказания услуг.

Бизнес высоко оценил возможности Арбитражного центра при РСПП, который бесперебойно работал в условиях ограничений, вызванных распространением коронавирусной инфекции, благодаря применению онлайн технологий, позволяющих сторонам спора подавать документы и знакомиться с

материалами дела в электронном виде, а также участвовать в устных слушаниях в режиме видеоконференции, что значительно экономит время и снижает издержки.

Описанные преимущества третейского разбирательства дают участникам финансового рынка весомый повод задуматься об использовании возможностей Арбитражного центра при РСПП для урегулирования споров, в которые вовлечены бизнесы профучастников. □.



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Игра на дивидендах

Индекс РТС, ОФЗ и рубль выросли в мае благодаря сильному торговому салдо и снижению ставки ЦБ

Котировки рублевых гособлигаций (ОФЗ), российский рубль, а также фондовый индекс РТС заметно выросли по итогам мая благодаря сильному торговому салдо, ограничениям на операции с капиталом для нерезидентов, а также снижению ключевой ставки ЦБ РФ.

Индекс РТС вырос в мае на 11,7% — до 1208,12 пункта, а индекс МосБиржи за счет укрепления рубля снизился на 3,7% (к закрытию торгов 31 мая индикатор опустился до 2355,75 пункта). Индекс цен гособлигаций RGBI увеличился за месяц на 2,2%.

Крепкий рубль сдерживал индекс МосБиржи, инвесторы отыгрывали дивидендные истории

Основные фондовые индексы российского рынка акций продемонстрировали в мае разнонаправленную динамику: рублевый индикатор МосБиржи умеренно просел, в то время как

долларовый индекс РТС заметно вырос благодаря укреплению рубля. Причем такая разнонаправленная динамика отмечалась в течение большей части месяца.

Рынок акций РФ на первых майских торгах 4 мая снизился на фоне сохранявшейся геополитической напряженности и объявления Евросоюзом о подготовке нового пакета антироссийских санкций, затрагивающих, в том числе, Сбербанк. Индекс МосБиржи упал в район 2370 пунктов во главе с расписками TCS Group, а индекс РТС превысил отметку 1110 пунктов. Еврокомиссия (ЕК) заявила, что в рамках готовящегося шестого пакета санкций против России считает необходимым запретить

импорт всей российской нефти в ЕС (в итоге этот пункт был принят с рядом исключений). В шестой пакет санкций войдет отключение от международной платежной системы SWIFT трех российских банков, в том числе Сбербанка. Несмотря на то, что данный пакет санкций был анонсирован еще в начале мая, его согласование завершилось лишь к концу месяца, в основном из-за разногласий между странами ЕС по вопросу нефтяного эмбарго.

В свою очередь, президент РФ Владимир Путин подписал указ «О применении ответных специальных экономических мер в связи с недружественными действиями некоторых иностранных государств и международных организаций». При этом пресс-секретарь президента Дмитрий Песков сообщил об отсутствии динамики на переговорах Москвы и Киева, а заявления о выходе Киева из переговоров с РФ вселяют сомнения в возможности их результативного исхода.

Вместе с тем 5 мая рынок акций РФ смог отскочить вверх на фоне локального улучшения внешней конъюнктуры на сигналах Федрезерва США о постепенном ужесточении монетарной политики, а также из-за задержки с введением нового пакета санкций ЕС против России. Федрезерв повысил ставку на 50 базисных пунктов (до 0,75–1%

годовых), что совпало с прогнозами. Глава ФРС Джером Пауэлл выразил уверенность, что американская экономика очень сильна и сможет выдержать увеличение процентных ставок. По его словам, регулятор будет повышать ставку на следующих заседаниях на 50 базисных пунктов, а увеличение сразу на 75 базисных пунктов активно не обсуждается.

Администрация США объявила о введении санкций в отношении трех российских государственных телеканалов, а также против руководства крупных российских банков (в частности, Сбербанка и Газпромбанка). Также под санкциями оказался Московский индустриальный банк и его 10 дочерних компаний. Лидеры стран G7 заявили о приверженности стратегии поэтапного отказа от импорта российской нефти, сообщил Белый дом.

Нефть Brent 10 мая локально опустилась до 101,3 долларов за баррель, но 11 мая отскочила выше 107 долларов за баррель. ЕС не смог быстро согласовать план введения эмбарго на поставки российской нефти, в частности, Венгрия запросила больше времени на отказ от поставок нефти из России.

Рынок акций РФ 12 мая ощутимо снизился под давлением распродаж на фоне отката мировых площадок и сохраняющихся геополитических и

санкционных рисков вокруг России; индекс МосБиржи откатился ниже рубежа 2300 пунктов во главе с расписками TCS Group на фоне очередной волны укрепления рубля (доллар упал до 63,4 руб./1 доллар), индекс РТС при этом превысил 1140 пунктов. Мировые фондовые площадки снизились на фоне статистики по инфляции в США, замедление роста которой не оправдало прогнозов.

Во второй декаде мая российский рынок акций смог умеренно подрасти благодаря как паузе в принятии новых антироссийских санкций, так и повышению спроса инвесторов на ценные бумаги компаний, которые объявили о выплате дивидендов. Министры финансов и главы центробанков стран G7 не смогли выработать единую стратегию в отношении отказа или сокращения импорта российской нефти. При этом ситуация на мировых рынках капитала была неоднозначной из-за опасений более быстрого ужесточения монетарной политики Федрезерва. Вместе с тем в китайском Шанхае начали ослаблять коронавирусные ограничения: возобновили работу магазины, рестораны и торговые центры.

Совет директоров «МРСК Урала» рекомендовал акционерам на годовом собрании 17 июня принять решение

о выплате дивидендов по итогам 2021 года в размере 0,025 рубля на акцию. Подскочили в ожидании дивидендных новостей привилегированные бумаги «Сургутнефтегаза». Совет директоров «Сургутнефтегаза» рекомендовал акционерам одобрить дивиденды в 4,73 рубля на «префы» и 0,8 рубля на обыкновенную акцию, с отсечкой реестра 20 июля.

Заметно выросли также бумаги «Мобильных телесистем» и акции ее крупнейшего акционера АФК «Система» на новостях о дивидендах МТС (совет директоров компании рекомендовал акционерам одобрить выплату дивидендов по итогам 2021 года в размере 33,85 рубля на акцию, закрытие реестра — 12 июля). Менеджмент ПАО «Ростелеком» предложил выплату дивидендов по итогам 2021 года в размере 4,56 рубля на акцию, направив на это 50% чистой прибыли по МСФО.

Индекс РТС в ходе торгов 20 мая протестировал рубеж 1300 пунктов за счет резкого укрепления рубля (доллар падал в район 57 руб./\$1, что является минимумом с апреля 2018 года), но затем сдал назад вслед за отрицательной коррекцией национальной валюты.

Народный банк Китая неожиданно снизил базовую процентную ставку по кредитам (LPR) сроком на пять лет на 15 базисных пунктов, до 4,45% с 4,6% годовых. Снижение ставки стало максимальным с момента проведения реформы ставок в 2019 году. Нефть Brent превысила отметку 113 долларов за баррель на ожиданиях увеличения спроса по мере того, как власти Китая будут снимать коронавирусные ограничения в Шанхае, в то время как поставки сырья остаются ограниченными из-за продолжающегося конфликта на Украине.

Администрация президента США Джо Байдена заявила, что рассматривает возможность высвобождения дизельного топлива из стратегических запасов с целью сдерживания резкого роста цен. При необходимости Соединенные

Штаты могут быстро высвободить порядка 1 млн баррелей дизельного топлива, заявила пресс-секретарь Белого дома Эмили Саймонс.

Рынок акций РФ 26 мая вырос на фоне подорожавшей нефти и ралли бумаг «Газпрома» (+9%) на новостях о размере рекомендованных советом директоров концерна дивидендов за 2021 год, индекс МосБиржи превысил 2413 пунктов на фоне резкого ослабления рубля после решения ЦБ РФ снизить ключевую ставку еще на 300 базисных пунктов, до 11% годовых. Банк России, снизив ставку на внеплановом заседании, дал сигнал о том, что допускает возможность ее дальнейшего снижения на ближайших заседаниях. По оценке регулятора, годовая инфляция в РФ снижается быстрее ожиданий, а риски для финансовой стабильности несколько сократились. На этом фоне доллар США подорожал к концу торгов до 64,7 руб./1 доллар (+5,37 рубля).

Совет директоров «Газпрома» рекомендовал годовому собранию принять решение о выплате по итогам 2021 года дивидендов в размере 52,53 рубля на акцию, с закрытием реестра акционеров 20 июля. Опубликованный размер дивидендов соответствует калькуляции дивидендных выплат в соответствии с дивидендной политикой ПАО — направлять на дивиденды не менее 50% скорректированной чистой прибыли по МСФО.

Вместе с тем наблюдательный совет Сбербанка рекомендовал акционерам чистую прибыль за 2021 год не распределять и дивиденды не выплачивать, что, соответственно, сдерживало рост акций банка. ЦБ РФ в апреле рекомендовал банкам отказаться в 2022 году от выплаты дивидендов с учетом сложной экономической ситуации.

Цены ОФЗ выросли, отыгрывая снижение ставки ЦБ до 11% годовых

Начало месяца было не совсем удачным для инвесторов в рублевые госо-

блигации: котировки ОФЗ умеренно снизились за первые две недели мая в рамках коррекции после состоявшегося 29 апреля планового заседания Банка России, на котором ключевая ставка была снижена на 300 базисных пунктов, до 14% годовых. Индекс цен гособлигаций RGBI за первые две недели мая снизился на 1,08%.

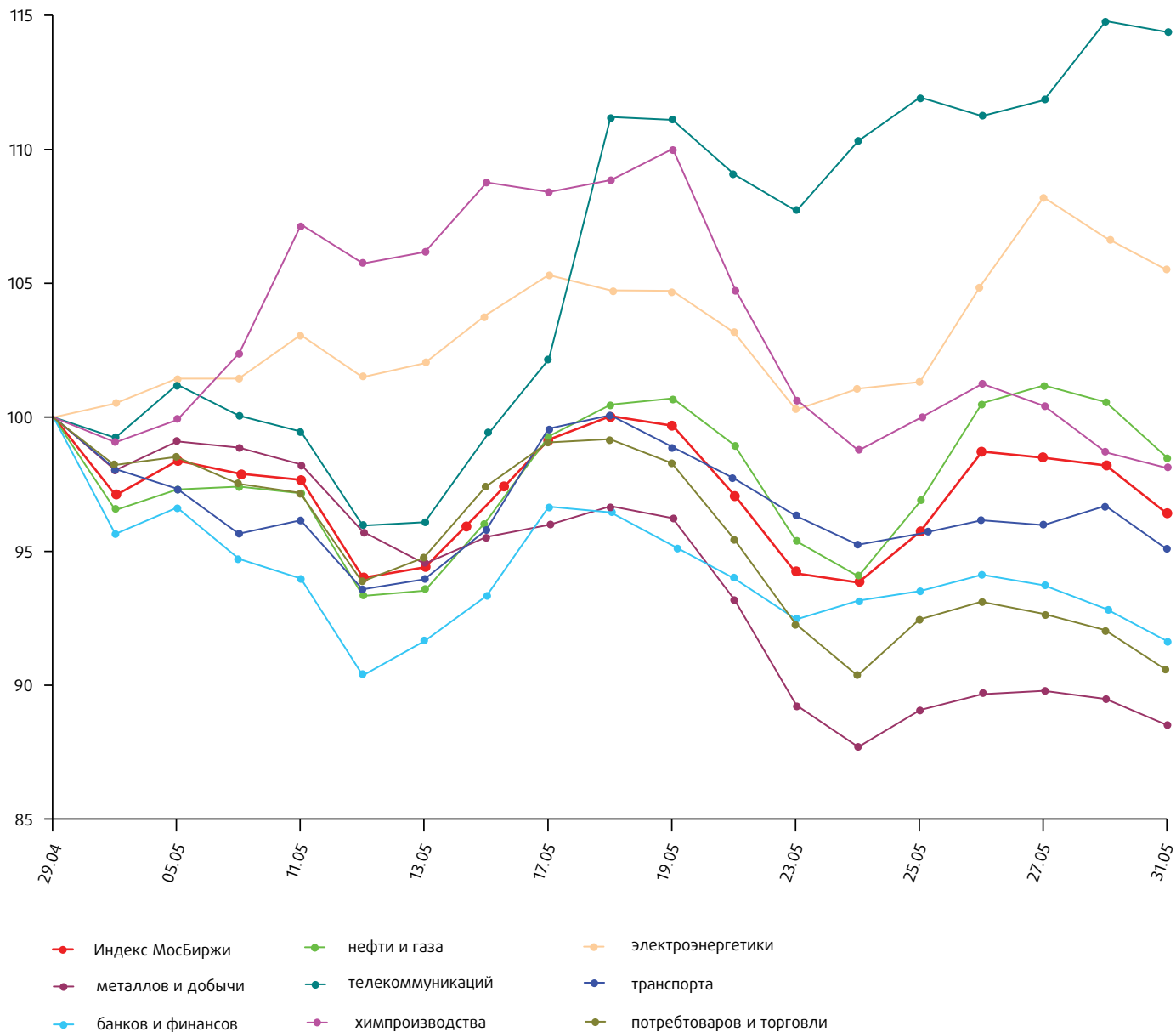
Росстат опубликовал данные по инфляции за неделю с 30 апреля по 6 мая. Рост потребительских цен замедлился до 0,12% по сравнению 0,21%, 0,25%, 0,20% и 0,66% на предыдущих неделях. По мнению экспертов, переход населения к более экономному потреблению и укрепление курса рубля будут сдерживать рост потребительских цен в ближайшие месяцы.

Тенденция к ценовому росту рублевых гособлигаций сформировалась в начале второй половины мая. Из важной статистики, опубликованной в этот период, аналитики обращают внимание на то, что дополнительные нефтегазовые доходы бюджета РФ за март-апрель достигли 1,62 трлн рублей. Это доходы, полученные за счет более высоких, чем заложено в бюджет, цен на нефть. Дополнительные нефтегазовые доходы вместе с отменой бюджетного правила обеспечивают комфортное исполнение федерального бюджета даже с учетом роста антикризисных расходов. Такая статистика подтверждает, что Минфин РФ может обойтись в этом году без размещения нового госдолга.

По итогам торгов 19 мая доходность ОФЗ срочностью более трех лет снизилась на 7–15 базисных пунктов. Инвесторы позитивно отреагировали на данные по замедлению инфляции до 0,05% за неделю с 7 по 13 мая и до 17,69% в годовом сравнении против 17,83% в конце апреля.

По данным ЦБ РФ, за вторую декаду мая средняя максимальная ставка по вкладам в «топ-10» банков снизилась на 30 базисных пунктов, до 11,8% годовых.

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



Наиболее высокая ставка соответствовала вкладам на срок 3–6 месяцев. На срок свыше 1 года ставка снизилась на 160 базисных пунктов, до 8,33% годовых. Такая динамика ставок отражает ослабление потребности банков в ликвидности, а также ожидания по снижению ключевой ставки на горизонте года. При такой динамике ставок по вкладам растет привлекательность вложений в ОФЗ, которые позволяют получить доходность выше 10% годовых на срок более года.

На новости о проведении 26 мая внепланового заседания ЦБ РФ по ставке доходность 10-летних ОФЗ снизилась сразу на 70 базисных пунктов, до 9,5% годовых, 1-летних — на 60 базисных пунктов, до 10,3% годовых. Ожидания более быстрого снижения ставки ЦБ стимулировали активный рост цен и снижение доходности ОФЗ. В пользу снижения ставки выступали такие факторы, как замедление инфляции и снижение инфляционных ожиданий, сокращение потребительской активности, а также укрепление рубля. Согласно опубликованным данным, потребительские цены в РФ за неделю с 14 по 20 мая снизились на 0,02%, а годовая инфляция замедлилась до 17,5%.

О целесообразности более быстрого снижения ставки сигнализировал и баланс кредитно-депозитных операций банков. В апреле приток средств населения в банки составил 1,3 трлн рублей (+3,8% к предыдущему месяцу), в том числе за счет возврата ранее снятых наличных. При этом портфель необеспеченных потребительских кредитов банков сжимается два месяца подряд (-1,8% в апреле и -1,9% в марте), ипотечный портфель сократился в апреле на 0,1%, корпоративное кредитование сокращается также два месяца подряд. В мае данные тенденции, скорее всего, сохранились. Структурный профицит ликвидности к концу мая вырос до 1,9 трлн рублей (банки размещали на

депозитах в ЦБ РФ больше средств, чем занимали). Снижение ставки ЦБ РФ поможет активизировать кредитование, поддержит спрос и инвестиционную активность.

Позитивная динамика котировок ОФЗ продолжилась 26 мая: индекс гособлигаций RGBI вырос за день еще на 1,15%. Участники рынка позитивно восприняли решение Банка России снизить ключевую ставку с 14% до 11% годовых. По данным регулятора, последние недельные данные указывают на значительное замедление текущих темпов роста цен. Ослаблению инфляционного давления способствуют динамика обменного курса рубля наряду с заметным снижением инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Продолжился приток средств на срочные рублевые депозиты, а кредитная активность остается низкой. Это ограничивает проинфляционные риски и обуславливает необходимость смягчения денежно-кредитных условий.

Банк России будет принимать дальнейшие решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, процесса структурной перестройки экономики, а также оценивая риски со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков, и допускает возможность снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 5-7% в 2023 году и вернется к 4% в 2024 году. Очередное заседание совета директоров ЦБ РФ по денежно-кредитной политике состоится 10 июня.

В последние торговые дни месяца на рынке ОФЗ преобладали умеренные продажи бумаг: инвесторы частично фиксировали прибыль после сильного ценового роста 25-26 мая, но в целом итоги месяца оказались позитивными для участников рынка.

Министр финансов РФ Антон Силуанов заявил, что запрет на вывод средств нерезидентов сохранится, пока международные резервы России будут заморожены. «...Те инвестиции, которые были сделаны иностранцами из недружественных стран в Россию, будем их держать так же, как и они будут держать наши золотовалютные резервы», — сообщил министр. Он напомнил, что ограничения на движение капитала были введены именно в ответ на заморозку золотовалютных резервов РФ и активов крупных российских компаний и банков. □