

# ФОНДОВЫЙ РЫНОК

15 ЛЕТ РЫНКА РОССИЙСКИХ  
ГОСБУМАГ В ВОСПОМИНАНИЯХ  
КОРРЕСПОНДЕНТОВ  
«КОММЕРСАНТА» НАЧАЛА 90-х / 27  
МИНФИНА / 28  
БАНКА РОССИИ / 32  
ММВБ / 34

ЧЕМ РОССИЙСКИЙ ДЕФОЛТ  
ПО ГКО ОТЛИЧАЕТСЯ  
ОТ МЕЖДУНАРОДНОЙ ПРАКТИКИ  
В ДАННОЙ СФЕРЕ / 36

САМЫЕ СМЕШНЫЕ ИСТОРИИ  
ОТЕЧЕСТВЕННОГО РЫНКА  
ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
ПО ВЕРСИИ ЕГО ПЕРВЫХ  
УЧАСТНИКОВ / 37

КТО ДЕЛАЛ ПОГОДУ  
НА РЫНКЕ ГОСБУМАГ  
В ПОСЛЕДНИЕ ПЯТЬ ЛЕТ / 38

Четверг, 22 мая 2008 №86

(№3903 с момента возобновления издания)

Цветные тематические страницы №25–40

являются составной частью газеты «Коммерсантъ»

Рег. №01243 22 декабря 1997 года.

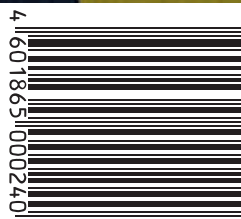
Распространяются только в составе газеты.

**Коммерсантъ**

# BUSINESS GUIDE

**ММВБ MICEX**  
Российские биржи | Клиринг | Расчеты

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА



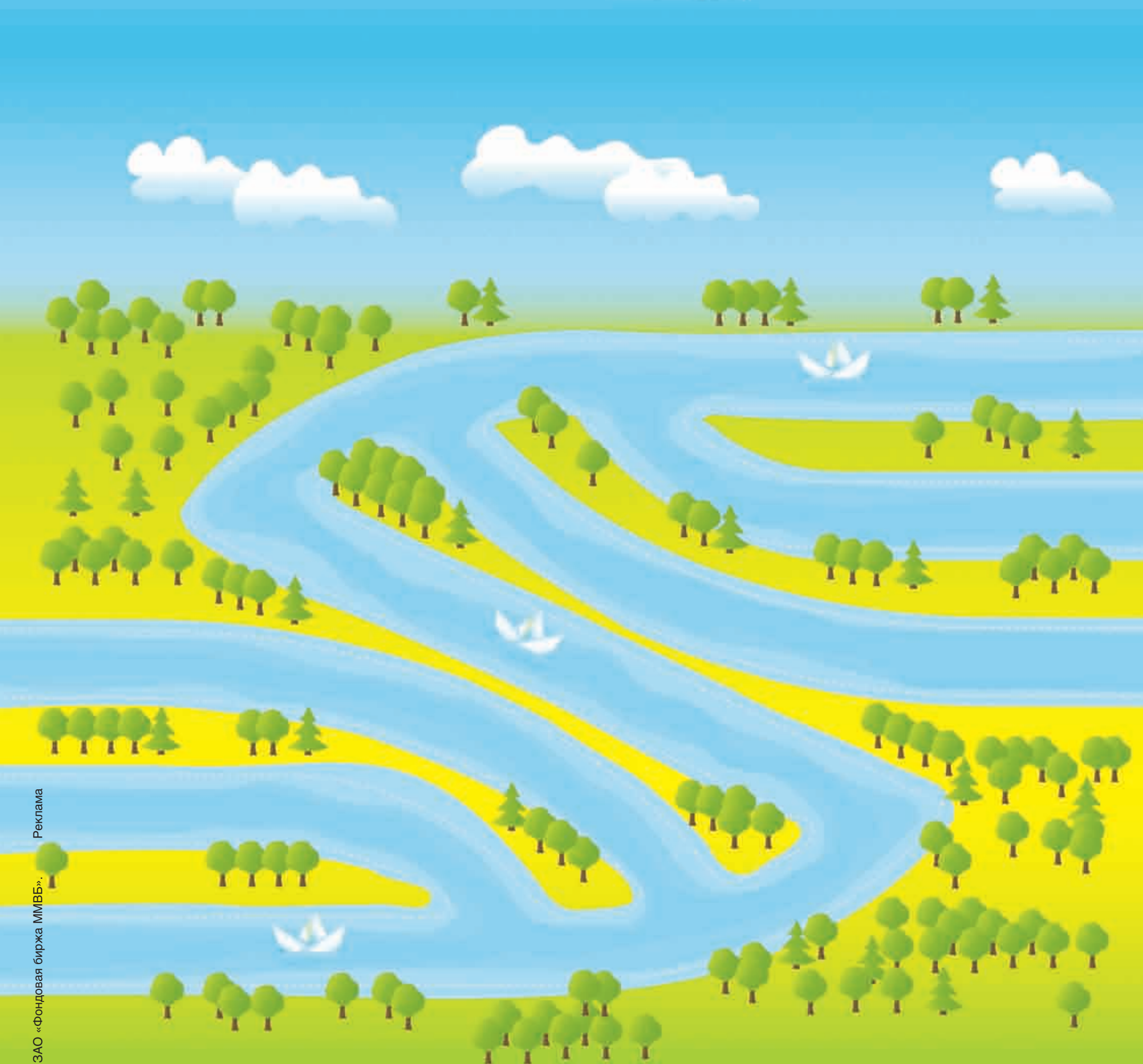




Фондовая биржа  
ММВБ

Лоция российского  
фондового рынка

[www.micex.ru](http://www.micex.ru)





ПЕТР РУШАЙЛО,  
РЕДАКТОР BUSINESS GUIDE  
«ФОНДОВЫЙ РЫНОК»

ИМЯ НЕСУЩЕСТВУЮЩЕЕ

Успешность любого проекта доволь-но часто принято оценивать на осно-вании времени его жизни после ухо-да отцов-основателей. Скажем, импе-рия Александра Великого после того, как сам Александр погиб в процессе триумфального возвращения на ро-дину, не просуществовала и несколь-ких лет. Владимир же Ульянов-Ленин, напротив, скончался едва ли не в са-мом начале существования создан-ной им империи большевиков, однако последующие 70 лет советской вла-сти практически всех несогласных убедили в том, что его дело было, есть и будет живее всех живых. О других примерах «тысячелетних» им-перий на этом фоне даже говорить смешно — «вековые» монументы, как известно, зачастую сносились задол-го до появления признаков оконча-ния этих самых веков. А то и просто сгнивали за ненадобностью.

История российского рынка гос-бумаг в данном плане показатель-ное исключение. Готовя этот выпуск BG, мы столкнулись с характерным феноменом. Никто из людей, с кото-рыми мы говорили относительно 15-летия рынка ГКО, даже не упомянул, что этих бумаг уже давно не сущест-вует. Причем с начала 2007 года — даже официально, по данным Мин-фина РФ. Фактически же — с начала 2004 года, когда объем их обраще-ния стал совсем уж мизерным; соот-ветствующий же государственный долг к тому моменту был практиче-ски полностью реоформлен в бо-лее долгосрочные облигации ОФЗ.

Но, видимо, такова уж магия букв и цифр. Почти пять лет отсутствия на рынке самих бумаг не лишили их аб-бревиатуру знаковости. И дело здесь, думается, не только в том, что именно по ГКО в свое время был объявлен дефолт — мы же все-таки разговаривали с профессиональны-ми участниками рынка, а не с обыва-телями. И уж, конечно, не в том, что именно на время заимствований в данной форме пришлось самые дра-матические моменты новейшей рос-сийской истории — путч 93-го года, закончившийся расстрелом из тан-ковых орудий здания парламента, президентские выборы 96-го года и т. п.— кто теперь вспомнит, на что тог-да деньги занимались? Просто кто-то всегда должен быть первым — уй-ти в безумный азиатский поход, уст-роить революцию, попытаться орга-низовать через семь десятилетий после этой революции цивилизован-ный рынок, наконец. О безумцах пос-леднего типа — наш BG.



КОЛОНКА РЕДАКТОРА

# ПЕРВОИСТОЧНИКИ СРЕДСТВ РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННОГО ВНУТРЕННЕГО ДОЛГА В РОССИИ БЫЛ СОЗ- ДАН 15 ЛЕТ НАЗАД. МЫ РЕШИЛИ ВСПОМНИТЬ О ТОМ, КАК ЭТО ПРОИСХО- ДИЛО, ГЛАЗАМИ НАШИХ КОЛЛЕГ, ПИСАВШИХ ТОГДА НА ФИНАНСОВУЮ ТЕМАТИКУ В „Ъ“. СЕЙЧАС КОМУ-ТО ИХ СУЖДЕНИЯ МОГУТ ПОКАЗАТЬСЯ НАИВНЫМИ, КОМУ-ТО — ПРОРОЧЕСКИМИ. С НАШЕЙ ЖЕ ТОЧКИ ЗРЕНИЯ, ГЛАВНОЕ, ЧТО ОНИ ПЕРЕДАЮТ,— ОТПЕЧАТОК ТОГО ВРЕМЕНИ.

«КОММЕРСАНТЬ», 19.05.03

Событие, ожидавшееся всеми без исключения специали-стами финансового рынка, произошло вчера на Москов-ской межбанковской валютной бирже. В феврале этого го-да ВС России утвердил проект погашения части государ-ственного долга путем эмиссии государственных краткос-рочных обязательств (ГКО). Спустя четыре месяца, в апре-ле, подготовительная часть проекта была полностью за-вершена и на ММВБ была проведена «игровая неделя» по купле-продаже ГКО. А 18 мая состоялся первый «настоя-щий» аукцион по реализации Центральным банком этого финансового инструмента.

По мнению экспертов „Ъ“, первый день торгов казна-чейскими обязательствами явно удался. Так, несмотря на довольно высокую цену отсечения (83,7 тыс. руб.), прак-тически все намеченные для продажи казначейские обя-зательства были реализованы — объем операций с ни-ми составил 885,4 млн руб. (первоначально ЦБ планиро-вал реализовать на вчерашних торгах облигаций на 1 млрд руб.).

В состоявшемся вчера аукционе приняли участие 24 официальных дилера, утвержденных Центробанком, а так-же сам Центральный банк России, который является пол-ноправным участником рынка. Наиболее активными в хо-де аукциона были представители банков «Восток-Запад», «Единство», а также Конверсбанка и Уникомбанка. Так, представители банка «Восток-Запад» приобрели облига-ций на сумму более 53 млн руб. Однако не все участво-вавшие в торгах дилеры смогли стать обладателями ГКО — некоторые банки зафиксировали курс скупки облига-ций ниже установленной впоследствии цены «отсечения».

«КОММЕРСАНТЬ», 20.05.93

Созданный в августе прошлого года Эмиссионный син-дикат в составе Инкомбанка, АвтоВАЗбанка, Конверсбан-ка и Российского брокерского дома С.А.&Со оказался первым в России эмитентом, способным наладить регу-лярный выпуск, обращение и погашение краткосрочных инструментов денежного рынка — простых банковских векселей, размещаемых по дисконтной схеме. Вчера на заседании рабочей группы менеджера синдиката — Рос-сийского брокерского дома — были подведены итоги операций с векселями по первым 20 сериям, эмитирован-ным синдикатом с 24 августа 1992 года по 19 мая 1993 го-да. По объемам привлеченных средств Эмиссионный синдикат ведет операции на уровне Центрального бан-ка, обслуживающего с помощью 81 своего территориаль-ного управления рынок облигаций государственного внутреннего займа 1991 года. Так, на настоящий момент Эмиссионным синдикатом привлечено средств от прода-жи банковского векселя на сумму 1,65 млрд руб., что со-поставимо с объемом государственного внутреннего дол-га, размещенного Центральным банком посредством обли-гации госзайма.

«КОММЕРСАНТЬ-WEEKLY», 24.05.93

При анализе первого размещения государственных крат-косрочных обязательств бросается в глаза примечатель-ный факт: их котировка (так называемый уровень отсече-ния заявок, подлежащих удовлетворению) сложилась на таком уровне, что средняя норма доходности оказалась близкой к текущей ставке рефинансирования. Результаты торгов 18 мая таковы: цена отсечения составила 83,2% но-минала, что соответствует годовой норме доходности (зна-чению учетной ставки) в 103,11%. Не правда ли, очень близко к сумме ставки рефинансирования и нормируемой ЦБ величине маржи?

Результаты этих торгов вообще заслуживают самого пристального внимания. В сводном реестре заявок явно выделяются объемы заявок по ценам 85%, 84%, 83% и 82% номинала. Не исключено, конечно, что в этом факте сказалась лишь тяга участников торгов к круглым цифрам. Но эксперты „Ъ“ склонны предположить, что эти заявки попросту инспирированы Центробанком, который мог ис-пользовать как проводника государственных интересов, например, участвовавший в торгах Сбербанк.

В самом деле, если известны объемы и распределение по ценам «настоящих» заявок, а также заявленный объем продаж, то умелое применение знаний арифметики в пре-делах начальной школы позволяет так подогнать «дутье» заявки, чтобы все сошлось к желаемой средней доходно-сти (а ЦБ и не мог желать иной доходности, чем ставка ре-финансирования плюс маржа, что, кстати, соответствует доходности облигаций «Апрель» после особой недели). В следующий раз ЦБ может ради конспирации сделать больше таких заявок меньшего размера — тогда вообще комар носа не подточит.

Высота профессионализма, показанная Центробанком на этих торгах, становится полностью очевидной после до-полнительного расчета. Если указанные нами заявки дей-ствительно подставные, то при исчислении средневзве-шенной доходности их естественно не учитывать, а без них она оказывается равной 99,95% — то есть просто ставке рефинансирования. Так что арифметикой ЦБ занимался даже более тща-тельно, чем могло показаться сначала.

«КОММЕРСАНТЬ-WEEKLY», 24.05.93

За прошедшую неделю курс доллара вырос еще на 6,9%. Однако рост этот был неравномерным.

«КОММЕРСАНТЬ», 27.05.93

Объявленные на состоявшейся вчера в Центральном бан-ке России пресс-конференции итоги первой торговой сес-сии по государственным краткосрочным облигациями поз-воляют констатировать тот факт, что новый сектор денеж-ного рынка России состоялся — инвесторы проявили ог-ромный интерес к покупке государственных облигаций по разработанной Центральным банком и Министерством финансов России схеме.

Вчерашнюю пресс-конференцию в Центральном банке проводили как госчиновники, организовавшие новый сектор денежного рынка, так и сами дилеры, принимавшие непос-редственное участие в биржевых торгах. Тональность зву-чавших речей позволила журналистам заметить невиданное до сих пор взаимопонимание представителей Минфина, ЦБ и коммерческих финансовых институтов — непосредствен-ных участников торгов. Обе стороны оказались в равной сте-пени удовлетворены первыми шагами нового рынка госу-дарственных краткосрочных облигаций — на первой же тор-говой сессии на вторичном рынке дилеры вели активную тор-говлю облигациями, при этом курс бумаг значительно под-нялся. За два часа торговой сессии курс трехмесячных обли-гаций поднялся с цены отсечения 83,2 тыс. руб. до уровня 87–88 тыс. руб., при этом со второго часа торгов курс по-стоянно держался выше уровня 88 тыс. руб.

В результате текущая доходность облигаций опустилась далеко ниже барьера 100% годовых, отразив огромный спрос инвесторов, прежде всего коммерческих банков, к на-дежным и абсолютно ликвидным государственным ценным бумагам. Баланс спроса и предложения на гособлигации (объем спроса почти в десять раз превысил предложение) отразил стремление профессиональных финансовых ме-неджеров поместить временно свободные ресурсы в абсо-лютно ликвидные активы. При этом отсутствие на россий-ском финансовом рынке аналогичных по инвестиционно-му качеству инструментов (группа marketable securities в принятой финансовой терминологии) подтолкнуло дилеров к практически безудержному снижению текущей доходно-сти бумаг — уже сейчас этот показатель оказался намного ниже текущей ставки рефинансирования ЦБ, отразив таким образом факт наличия огромных масс временно свободных финансовых ресурсов у коммерческих банков.

Существенно, что дилеры не сбрасывали бумаги, не-смотря на рост курса до отметки 88–88,5 тыс. руб. — про-дажа облигаций по этому курсу давала дилерам до 300% годовых прибыли от операций с облигациями. Иными сло-вами, не имея альтернатив к надежному краткосрочному размещению средств, кроме рынка гособлигаций, дилеры предпочли прикупать бумаги, нежели реализовывать вы-игрыш от роста их курсовой стоимости.

Сложившаяся ситуация особенно порадовала руково-дителей Министерства финансов, выступающего в роли заемщика на рынке государственных облигаций. Нали-чие огромного спроса на эти бумаги со стороны инвесто-ров позволяет Минфину рассчитывать на привлечение че-рез рынок гособлигаций значительных сумм для неинф-ляционного финансирования бюджетных программ. Неу-дивительно, что в выступлениях начальников управлений ценных бумаг Минфина и ЦБ Беллы Златкис и Андрея Коз-лова, сделанных в ходе открывшейся вчера в Торгово-про-мышленной палате конференции «Рынок ценных бумаг», звучал оптимизм в отношении дальнейшей судьбы госу-дарственных финансов. ■

## «НАЛИЧИЕ ОГРОМНОГО СПРОСА НА ЭТИ БУМАГИ СО СТОРОНЫ ИНВЕ- СТОРОВ ПОЗВОЛЯЕТ МИНФИНУ РАССЧИТЫВАТЬ НА ПРИВЛЕЧЕНИЕ ЧЕРЕЗ РЫНОК ГОСОБЛИГАЦИЙ ЗНАЧИТЕЛЬНЫХ СУММ ДЛЯ НЕ- ИНФЛЯЦИОННОГО ФИНАНСИРОВА- НИЯ БЮДЖЕТНЫХ ПРОГРАММ»





# «Я ВСЕ ВРЕМЯ ДУМАЛА — МОЖЕТ БЫТЬ, МНЕ НАДО БЫЛО УСТРАИВАТЬ ИСТЕРИКИ И КРИЧАТЬ: ЛЮДИ, КАК ВЫ БЮДЖЕТ ФИНАНСИРУЕТЕ?!»

БЕЛЛУ ЗЛАТКИС ПО ПРАВУ СЧИТАЮТ РОДОНАЧАЛЬНИЦЕЙ РОССИЙСКОГО РЫНКА ГОСБУМАГ: ОНА КУРИРОВАЛА ЭТОТ ПРОЕКТ В МИНФИНе С САМОГО ЕГО ЗАРОЖДЕНИЯ В 1992 ГОДУ И ВПЛОТЬ ДО ПЕРЕХОДА НА РАБОТУ В СБЕРБАНК В 2004-М. В ИНТЕРВЬЮ ВG ОНА РАССКАЗАЛА О САМЫХ ДРАМАТИЧНЫХ ЭПИЗОДАХ В ИСТОРИИ РЫНКА.

## «НАЗВАНИЕ ГКО ВСЕМ ПОНРАВИЛОСЬ И ОЧЕНЬ БЫСТРО ПРИЖИЛОСЬ»

**BUSINESS GUIDE:** Как и когда родилась идея построения рынка внутреннего госдолга?



**БЕЛЛА ЗЛАТКИС,**  
ЗАМЕСТИТЕЛЬ  
ПРЕДСЕДАТЕЛЯ  
СБЕРБАНКА РФ

**БЕЛЛА ЗЛАТКИС:** Идея родилась еще в советские времена, в 1990-м году, когда на пост министра финансов РСФСР пришел Борис Федоров, а назначенный заместителем председателя совета министров республики Григорий Явлинский начал готовить программу «500 дней». И когда определились законы, которые будут основными в программе «500

дней», и одним из них стал закон «О государственном внутреннем долге». Ведь такого понятия в Советском Союзе не было. Внешний долг в принципе был, а внутреннего формально не было, он никак не учитывался и не был описан ни в какой литературе, включая юридическую.

И тогда проект закона «О государственном внутреннем долге» действительно был сделан вместе с проектами законов «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», «О биржах». Но в конце 90-го года Федоров ушел в отставку, потом ушел в отставку и Явлинский, продвигавший эти законы «сверху». Премьер-министром же РСФСР был тогда Иван Силаев — у них с Борисом Федоровым были сложные отношения. Поэтому единственное, что нам оставалось, — попытаться все то, что мы сделали для программы «500 дней» в качестве законопроектов, провести в качестве постановлений правительства. Что и произошло с проектами законов об АО и о рынке ценных бумаг: они, как известно, еще шесть последующих лет так и существовали в виде постановлений.

А вот закон «О внутреннем долге» в качестве постановления правительства никого не устраивал, в том числе и нас, потому что все, что в данном плане требовалось закрепить нормативным актом, требовало именно законодательного закрепления. Поэтому мы с заместителем председателя Госбанка РСФСР Дмитрием Тулиным, а также Сергеем Дубининым, который работал советником в департаменте Минфина, в котором я была руководителем, продолжали работать над этим законом. И нам удалось его провести, причем Верховный совет более или менее лояльно к этому отнесся — депутаты, мне кажется, даже не очень поняли, что это такое и к чему это может привести. И принятие закона дало возможность выпускать легальные государственные ценные бумаги, которые были защищены законодательно. Это было в 92-м году, уже после распада СССР.

**BG:** Это вы описали законотворческий процесс. А в практической плоскости что происходило?

## «ПРИДЯ ПОСЛЕ РАСПАДА СОЮЗА В БЫВШИЙ МИНФИН СССР, МЫ УВИДЕЛИ, КАК ВЫГЛЯДЯТ СОЮЗНЫЕ ФИНАНСЫ И ВОООЩЕ ВСЕ ТО, ЧТО НАМ ДОСТАЛОСЬ. И НАМ СТАЛО СОВЕРШЕННО ОЧЕВИДНО, ЧТО БЮДЖЕТ СВЕСТИ МОЖНО ЛИБО ЗА СЧЕТ ЭМИССИИ, ЛИБО ЗА СЧЕТ ЗАИМСТВОВАНИЙ»



### ПЕРВЫЕ ЛИЦА

**Б. 3.:** Мы в Минфине, придя после распада Союза в бывший Минфин СССР, увидели, как выглядят союзные финансы и вообще все то, что нам досталось. И нам стало совершенно очевидно, что бюджет свести можно либо за счет эмиссии, либо за счет заимствований, потому что никакой сколько-нибудь устойчивой собственной доходной базы у бюджета не было — были одни долги. Поэтому стали работать над тем, как финансировать доходы бюджета безинфляционным способом — известным всему миру и совершенно неизвестным нам.

В Центробанке же у Дмитрия Тулина работал Андрей Козлов. И пока шла работа над законом, он стал уже заниматься тематикой выпуска государственного долга. К сожалению, в связи с происшедшей трагедией (Андрей Козлов был убит в сентябре 2006 года. — **BG**) основной фигурант ничего вам про это уже рассказать не сможет. А он действительно был основным фигурантом и основной движущей силой, хотя по должности был тогда, наверное, пониже всех остальных главных участников процесса. Но у него был большой интерес к проблеме, напор, и, главное, у него было знание технологий. По тем временам же никто четко не осознавал, что государственный долг — это технология. Все себе представляли более или менее облигации государственных займов, которые выпускал Советский Союз, но там технологий никаких, по сути, и не было. Пришел в Сбербанк — купил облигацию, потом пришел — погасил ее и получил проценты. Поэтому были приглашены иностранные консультанты, которые достаточно долго и тихо работали, создавая скучнейшие вещи под названием «технологии».

Кроме того, вслед за законом надо было принять еще кучу постановлений правительства. И убедить правительство, что рынок госдолга нужен. Тем не менее все необходимые для выпуска бумаг постановления правительства были приняты к началу 93-го года.

**BG:** И потом еще полгода не могли решиться выпустить?

**Б. 3.:** А вот выпуск действительно несколько задержался. К тому моменту, в 93-м году, Борис Федоров опять пришел руководить Минфином. Он, как я уже говорила, проявлял большой интерес к организации рынка внутреннего госдолга и считал, что надо как можно скорее выпускать бумаги. Мы провели соответствующие тестовые испытания — как сейчас помню, это было в субботу и воскресенье, и Андрей Козлов был тем человеком, который сказал: «Нет, нужно докручивать технологии». И в 98-м году, после дефолта, мне кажется, не было такого дня, когда бы я не проснулась и не сказала: «Дай бог Андрюше за это всего того, что он заслужил». Никто не понимал и не понимает, кроме тех, кто хорошо знает технологию данного процесса, какую важную роль в надежности инструмента сыграл он тем, что стоял на том, чтобы отложить запуск траекта.

**BG:** А в чем была основная проблема?

#### ЗЛАТКИС

##### БЕЛЛА ИЛЬНИЧНА

Родилась в 1948 году в Москве, окончила Московский финансовый институт в 1970 году, кандидат экономических наук. После окончания института работала в Министерстве финансов РСФСР. В 1989–1990 годах — начальник сводного отдела хозяйственного механизма, денежного обращения и финансов торговли; в 1990 году — начальник сводного отдела де-

нежного обращения, ценных бумаг и финансов торговли; в 1990–1991 годах — начальник отдела акционерных обществ и финансовых рынков. После распада СССР в 1991 году продолжила работу в соответствующих структурах Российской Федерации. В 1991–1993 годах — начальник управления государственных ценных бумаг и финансового рынка Министерства экономики и финансов (с 1992 года —

**Б. 3.:** Проблема была в идентификации владельца. Поэтому я и говорю про 98-й год. В 98-м и правоохранные органы, и общественность смогли спокойно узнать, кто и как участвовал в этом рынке, кто какие доходы получал, когда покупал бумаги, когда продавал. Было идентифицировано абсолютно все.

И вот еще что показал кризис 98-го года. После дефолта мы непрерывно обсуждали, как восстанавливать рынок, как реструктурировать госдолг так, чтобы инвесторы выжили, чтобы им было наименее больно. Главное при этом было — вернуть на рынок ликвидность, защитив его от новых потрясений. И наши технологии позволили сделать очень многое. Технологии позволили создавать счета типа С, то есть ограничивать уход иностранцев, и разблокировать эти счета по мере того, как мы могли выпускать деньги из страны. Или реструктурировать один выпуск в 12 других, чтобы ликвидность была и Минфин мог вовремя платить. И рынок именно поэтому быстро отстроился заново: технологии позволили быстро все это сделать.

Плюс к этому, возвращаясь в 1993 год, Андрей Козлов настаивал на создании системы «поставка против платежа». Это было очень передовое решение, такой системы тогда не было ни у кого в мире. Я хорошо помню, как позже к нам на биржу ММВБ приезжали американцы, включая, кстати, президента Нью-Йоркской фондовой биржи, и сильно удивлялись тому, что такая, по их понятиям, технологически отсталая страна, да еще и страна, у которой никогда в жизни не было никакого долга и были очень отсталые секторы публичных и государственных финансов, создала такую систему торговли госбумагами.

В общем, «докрутили» мы систему к маю 93-го года. А предполагалось, что она начнет работать сразу после Нового года. Получается, что вышла четырехмесячная задержка.

**BG:** А название бумаг как появилось?

**Б. 3.:** Сели у меня в кабинете, очень долго думали, а потом Андрей Козлов предложил назвать их ГКО. Название всем нам понравилось, очень быстро прижилось. С облигациями федерального займа было сложнее, долго обсуждали: буква «Ф» — она такая довольно сложная. Сейчас уже, конечно, аббревиатура ОФЗ привычно звучит, но тогда, честно говоря, мне она не особо нравилась.

## «ЭЛЕКТРОННОГО ДОКУМЕНТООБОРОТА СНАЧАЛА НЕ БЫЛО, ТОЧНЕЕ, МЫ БОЯЛИСЬ ЕГО ЗАПУСКАТЬ»

**BG:** Вы сказали, что Борис Федоров был сторонником создания рынка госбумаг как неэмиссионного способа пополнения бюджета. А была ли, скажем так, проэмиссионная партия? То есть альтернативы рынку ГКО рассматривались?

**Б. 3.:** К тому моменту в Минфине проэмиссионной партии уже не было. На самом деле, все министры финансов, кото-

Министерства финансов) РФ; в 1993–1998 годах — руководитель департамента ценных бумаг и финансового рынка; в 1998–2000 годах — руководитель департамента управления государственным внутренним долгом; в 2000–2004 годах — заместитель министра финансов РФ. С 1992 по 2004 год являлась членом коллегии Минфина РФ. С 2004 года по настоящее время — заместитель председателя правления Сбер-

банка РФ. Член совета директоров ММВБ. Награждена медалью ордена «За заслуги перед отечеством» II степени, почетной грамотой правительства РФ, в 2001 году получила благодарность президента РФ. Заслуженный экономист Российской Федерации. Замужем, имеет дочь.

рые работали с 91-го года, то есть с момента, когда возникла страна под названием Российская Федерация, были противниками эмиссионного покрытия дефицита бюджета — началось все с Егора Гайдара и далее так и пошло. Единственной же по-настоящему проэмиссионной публичной партией было очень мощное аграрное лобби. Однако эти люди не понимали до конца, ни что такое госзаймы, ни что такое свободный рынок госдолга, а потому ко всему происходящему серьезно не отнеслись. И это было наше счастье, иначе бы нам не дали реализовать данную идею или, по крайней мере, было бы большее сопротивление этому процессу.

**BG:** Но в 92-м году дефицит бюджета покрыли именно за счет эмиссии?

**Б. 3.:** В 92-м покрыли дефицит частично за счет бешеной инфляции, частично — за счет эмиссии. И еще немного — за счет размещения бумаг нетехнологичным способом. Там было два займа, которые размещались тоже на бирже, которая находилась на ВДНХ. Биржа была небольшая, займы действительно были размещены, но суммы были небольшие, и это было несущественно. А так, конечно, в 91–92-м годах покрытие бюджетного дефицита шло в основном за счет эмиссии, потому что никаких других способов еще не было, даже приватизация не началась. Как результат — инфляция; не знаю, помните ли вы, какая она тогда была?

**BG:** Помню. Стипендии хватало дня на два. А вот про то, что благодаря ГКО в 93-м году эта проблема сошла на нет, честно говоря, не припоминаю...

**Б. 3.:** В мае 93-го года на ММВБ только прошли первые торги. И какого-то безумного ажиотажа — во всяком случае, в Минфине — они не вызвали. Потому что кассовый разрыв бюджета был очень большой, он все равно покрывался за счет эмиссии. Плюс к этому было безумное количество ходовок, которым очень хотелось выпустить всякие казначейские налоговые освобождения, казначейские векселя — словом, всякие иные виды госбумаг.

**BG:** Почему?

**Б. 3.:** Потому что эти инструменты абсолютно непрозрачные. И по ним дисконт создается у посредника такой, как договориться. Организованного же рынка никакого не было. На этом зарабатывали состояния. И конечно, из-за этого было серьезное противостояние созданию рынка ГКО, которое существовало до 96-го года, пока Анатолий Чубайс и Александр Лившиц не сказали твердое «нет» никаким способам экзотического фондирования или финансирования дефицита бюджета. А до этого данные рынки были серьезными конкурентами рынку госбумаг. Хотя на рынке госбумаг можно было заработать высокую доходность, но эта высокая доходность была индикатором, показывающим, что столько можно заработать любому инвестору. А менее прозрачный рынок казначейских налоговых освобождений, казначейских обязательств и т. д. давал возможность конкретному банку, который был оператором этого вида финансирова-

ния, помимо процентов, сопоставимых с индикативными, заработать огромную сумму на дисконтах и посредничестве. Что и происходило — там большое количество заинтересованных лиц возникало по ходу цепочки.

**ВГ:** Давайте вернемся к рынку ГКО. Как проходили первые размещения?

**Б. 3.:** Собственно первое размещение было на копейчную сумму по тем временам — чуть больше 500 млн рублей. С технической же точки зрения первые аукционы выглядели следующим образом. Электронного документооборота не было, точнее, мы боялись его запускать. Поэтому коллеги из ЦБ снимали все предложения, введенные в систему участниками торгов, и привозили с Неглинки к нам на Ильинку. Мы быстренько смотрели у меня в кабинете, подвели черту, я расписывалась — это было несложное мероприятие, цена отсечения была очевидной. Поднимались к замминистра, он подписывал, мы делали распоряжение, и его везли обратно в Центробанк. Точнее, чаще даже не везли, а относили пешочком: уже тогда в этом районе Москвы были серьезные пробки. Но позже, конечно, мы просто по защищенным факсам обменивались информацией, уже друг к другу не ездили.

**ВГ:** Какие при этом были основные сложности?

**Б. 3.:** Сложно было убедить участников рынка, что Минфин и ЦБ, то есть чиновники, могут создать что-то, что будет достаточно цивилизовано, открыто, чтобы в этом можно было участвовать. А также в том, что если они нам деньги дадут, то мы вернем. Ну представьте себе 93-й год и отношение к государству и вообще все отношения в обществе, которые тогда существовали. Поэтому сначала мы с ЦБ собрали десять крупнейших банков и с ними переговорили.

В связи с этим вспоминается интересный эпизод. В какой-то момент мне позвонил Дмитрий Тулин и сказал, что предлагает встретиться с двумя крупными банками — Конверсбанком и МЕНАТЕПом, конкретно — с Александром Зурабовым и Михаилом Ходорковским, которые являются серьезными оппонентами нашей идее. И мы поехали в здание МЕНАТЕПа. Помню, что это был небольшой кабинет Ходорковского, там был Зурабов и еще пара людей, которые у них в банках этими вопросами занимались.

Мы стояли у доски, объясняли, чертили, рисовали, как это выглядит, как формируется ставка в торговой системе. Знаете, я на всю жизнь запомнила вещь, которую мне сказал тогда Ходорковский. Он, не глядя на меня, — а я была докладчиком — сказал, что не верит ничему, что могут создать чиновники, которым исполнилось 40 лет. Потому что у них, во-первых, интеллекта не хватит на что-нибудь технологичное, а во-вторых, они в принципе ни на что не способны. Я ему на это ответила, что я предлагаю кучу соревнований между чиновником, которому как раз исполнилось 40 лет, и ним, например по автомобильным гонкам. При чем я была готова ехать на семилетнем «Запорожце» — именно такая машина у меня тогда и была. Но он ответил, что у него пока нет прав, а я ему сказала: «Вот именно».

**ВГ:** И чем все это закончилось?

**Б. 3.:** Похоже, мы победили, потому что они подписали дилерские соглашения. И не только они — всего изначально набралось десять банков. Больше количество банков не согласилось, побоявшись иметь дело с государством. И было большое количество насмешек, с которым мы сталкивались до первого погашения: все ждали, что у нас что-нибудь не получится — с обращением или с погашением.

**ВГ:** Когда было первое погашение?

**Б. 3.:** Через три месяца. Рынок заимствований тогда был очень короткий — межбанковский, например, был двухнедельный. У нас же бумага была трехмесячная. В этом были все риски, которые возникали. Через три месяца мы все погасили. Снова заняли, и дальше все уже пошло легче.

**ВГ:** Как появление ГКО сказалось на рынке?

**Б. 3.:** Появился индикатор уровня процентных ставок. Правда, далеко не сразу. Первые два-три аукциона ника-

кого индикатора не давали: во-первых, суммы были маленькие, а во-вторых, не очень верили в бумагу. Но через год индикатор появился. И на ставки рынка ГКО стали ориентироваться другие ставки, в том числе по депозитам для физических лиц.

Тем более что трехмесячными ставками дело не ограничилось. Уже через полгода после старта рынка у нас появились шестимесячные бумаги. Тогда это казалась такая длина! И долго еще на длинные выпуски смотрели настороженно. Когда я, не помню уже, в каком году это было — 2001-м или 2002-м, предложила десятилетнюю бумагу, трудовой коллектив тихо замер и смотрел на меня как на сумасшедшую. А к 2004 году, когда я ушла из Минфина, у нас уже появились 30-летние бумаги, причем особого ажиотажа по этому поводу не было. А сейчас, в Сбербанке, когда я смотрю на ГКО как инвестор, мне совершенно безразлична длина бумаги. Мне важно, чтобы она обращалась, мне важно, чтобы была ликвидность и чтобы была доходность. Но это все создавалось очень тяжело и далеко не на первых аукционах. На это понадобились годы.

## «РЫНОК СДЕЛАЛИ ЗАЛОЖНИКОМ ОБЩЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В СТРАНЕ»

**ВГ:** Вы уже упоминали о, пожалуй, самом драматичном моменте в истории рынка ГКО — дефолте 98-го года. Лично для вас когда он начался — не в плане профессиональных предчувствий, а, скажем так, в плане эмоционального удара?

**Б. 3.:** Пожалуй, в мае 98-го. Как раз в это время впервые за все время существования рынка отмечали годовщину начала торгов — пятилетнюю. Праздновали на ММВБ, причем с большой помпой. У меня туда ноги не шли, потому что я хорошо понимала, что на рынке очень трудно. Но мы с Андрюшей Козловым все-таки пошли. Мы там были с первым замминистра финансов Олегом Вьюгиным и с председателем ЦБ Сергеем Дубининым. И я, помню, встретила там одного участника рынка — человека, который раньше работал в ЦБ, а потом ушел в один из западных банков. Они в тот день в огромных объемах продавали ГКО. И я до сих пор помню, как себя пересилила, чтобы поздороваться с ним. Потому что он хорошо знал систему и то, что они делали применительно к профессиональному сообществу было просто непристойно. Они продавали бумаги, пользуясь тем, что у них совершенно другое фондирование, нежели у всех остальных. Но он еще и руководствовался тем, чтобы кому-то сделать больно — стилил за то, что ему когда-то зарплату в ЦБ не прибавили. И это празднование пятилетия рынка лично для меня было очень тяжелым испытанием. Потому что начиная с 14 мая, когда Токобанк, бывший флагманом заимствований на Западе, лишили лицензии, стало понятно, что сейчас наши банки посыплются: все же жили на игле западного рефинансирования. Правда, как показали уже современные события, многих даже эта история так ничему и не научила.

**ВГ:** Я помню, как раз в начале мая 98-го пытался забрать свои то ли \$3 тыс., то ли \$4 тыс. с депозита в Сбербанке. Целая история была...

**Б. 3.:** И для меня это была история. Представьте себе человека, который оказался с наличными \$400 и очень небольшой суммой аванса, которую мне дали, когда я пришла за зарплатой. Все остальное было в банке. Я не посчитала себя вправе позвонить в Сбербанк Алле Алешкиной или Андрею Казьмину и сказать: ребята, верните мой вклад. Я сказала, что я буду как все. На самом деле, это было нелегко. Я с трудом себя пересилила — врать не буду. И тряслась я как осиновый лист. Думала: как моя семья проживет? Хотя смешные суммы сбережений были, но тем не менее они были.

Вообще в кризисе очень многое проверяется. Они для этого, наверное, и существуют — начиная с финансовых и

кончая семейными, чтобы чуть-чуть очиститься. Кризис 98-го года в этом плане показал, что созданная система рынка госдолга — очень живучая, правильная, нужная.

**ВГ:** Хотя и подверженная дефолтам...

**Б. 3.:** А то, что произошел дефолт, связано с тем, что данный рынок просто сделали заложником общеэкономической ситуации в стране. Совсем же тогда налоги перестали платить... Моя близкая подруга Татьяна Нестеренко тогда работала руководителем казначейства Минфина. Как-то мы собираемся идти обедать, она на меня смотрит своими и без того большими глазами и говорит: «Белла, представляешь, какие мы в этом месяце доходы в бюджет получили?» И сумму называет. У меня аж мороз по коже прошел — мы же вообще налоговых поступлений не получали, к моменту кризиса — 10–11 млрд рублей в месяц. Просто смешно. А еще и цены на нефть упали. Словом, было понятно, что происходит.

И вообще, мировая история не раз показывала, что только умному человеку можно дать очень мощное оружие. Вспомните, что американцы в Японии натворили, получив атомную бомбу — много еще подобных примеров могу привести... И мы, получив очень серьезное финансовое оружие, воспользовались им тоже просто ужасно. Мы решили, что им можно прикрыть все дыры, все издержки финансовой системы. Но очень быстро выяснилось, что нельзя.

Поэтому, когда я сейчас смотрю на то, что происходит в США, я словно на себе физически ощущаю сложности возникшей ситуации, чувствую, что думают люди, которые этой системой управляют. Я понимаю, что американский долг очень сильный, потому что он опирается на сильную американскую экономику с большими традициями саморегулирования. И что такая экономика выплывает. Но я вижу, как их рынок госдолга становится заложником большой политики и он здорово от этого страдает на самом деле.

**ВГ:** Большая политика — это две войны одновременно?

**Б. 3.:** Плюс чрезвычайно неразумная, безудержная бюджетная политика. Видимо, менталитет человека — он во всем одинаковый. Безудержность и в двух войнах, и в финансовой политике — по-другому не бывает. Конечно, это не так больно, как было в России. Чрезвычайно слабенькая была Россия образца 1998 года.

**ВГ:** А после кризиса что было? Дефицит бюджета, помнится, опять профинансировали за счет денежной эмиссии. И сделал это, как и в 92–94-м годах глава ЦБ Виктор Геращенко...

**Б. 3.:** Да, эмиссия была проведена, но она тогда была необходима. За что я на самом деле очень благодарна и Виктору Геращенко, и тогдашнему премьеру Евгению Примакову. Наверное, у нас с ними разные экономические взгляды, но я считаю, что нигде и ни в чем не нужен экстремизм. Всегда во главу угла ставятся соображения жизненной необходимости. Больного сначала реанимировать надо, а потом уже решать, как дальше лечить. А выжить без эмиссии российская экономика тогда не смогла бы: мы же вообще не имели доходов в бюджете. Эмиссия была нужна даже для того, чтобы просто восстановить рынок.

**ВГ:** А от Минфина что зависело с точки зрения восстановления рынка госдолга?

**Б. 3.:** В том, что рынок госдолга стал восстанавливаться, большая заслуга принадлежит тогдашнему министру финансов Михаилу Задорнову. Я до сих пор думаю: как у него хватило гражданского мужества подписать новацию по ГКО (план обмена старых выпусков ГКО на новые.— **ВГ**), которую я ему принесла? Я видела все его сомнения — как он профинансирует это, если опять не будут поступать налоги? А они еще не начинали поступать, Примаков только-только завел эту песню с рефреном «надо собирать налоги, надо закупчивать гайки с администрированием налогов».

Тем не менее Задорнов поверил в то, что новация необходима, что иначе мы никогда не восстановим доверие к

финансовой системе — а это самое дорогое. И это решение позволило нам договориться еще и с целым рядом владельцев российского внешнего долга. Там было несколько соглашений по внешнему долгу на короткое финансирование под 15% годовых в валюте. Мы их реструктурировали на три года под 3% годовых, объяснив инвесторам — вот так выглядит наш бюджет, вот так он будет профинансирован, и больше мы заплатить не можем. Мы можем объявить дефолт, и вы будете с нами судиться до конца жизни и ничего не получите. Для того чтобы нам выжить, нам надо сделать очень многое, но и вам нужно сделать шаг навстречу. Вы получите свой долг в валюте, что для нас очень трудно, потому что у нас в четыре раза была девальвирована национальная валюта, но 15% по нему мы платить не можем. И мы все-таки уговорили владельцев этого большого частного долга — и они остались довольны, и мы остались довольны. И мы сумели заплатить. Но без эмиссии мы бы этого не сделали.

Другое дело, что были большие споры о параметрах этой эмиссии, но, как вы помните, инфляция совсем уж ужасной не стала и выше 30% в год даже в самые жуткие времена не прыгала, что, согласитесь, немного по сравнению с трехзначными цифрами начала 90-х. И эта инфляция вскоре стала снижаться, причем очень резко. Потому что общество поверило, что та эмиссия была предпринята в чрезвычайно ограниченных и управляемых размерах. А вообще-то эмиссия — это тоже способ управления экономикой. Только трудный способ: всегда тяжело остановиться.

## «ОТСУТСТВИЕ ДЕВАЛЬВАЦИИ БЫЛО КОРМЛЕНИЕМ ЧЕРНОЙ ИКРОЙ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ»

**ВГ:** Давайте вернемся в докризисный период. Если говорить о параметрах собственно долгового рынка, бывали ли времена, когда поступления в бюджет от рынка госдолга были меньше, чем расходы на выплаты по нему?

**Б. 3.:** Нет, чтобы отдавать все занятое без остатка, никогда. За исключением периода с середины мая 98-го года вплоть до дефолта — вот там уже действительно обслуживание долга обходилось практически в сумму новых привлечений. Но как известно, чем хуже ситуация на рынке, тем менее эффективен долг. А как раз с середины мая, как я уже говорила, произошло практически полное лишение российских банков западного рефинансирования, на котором почти все они и жили.

**ВГ:** Но если уж все равно дело дошло до покрытия дефицита бюджета за счет эмиссии, какой смысл было до последнего продолжать столь невыгодные заимствования? И тем более объявлять дефолт по рублевому долгу?

**Б. 3.:** Наверное, начиная с марта 97-го года была большая дискуссия на эту тему. Конечно, требовалась девальвация рубля, потому что основная проблема была в валютной политике. Мы «кормили» иностранцев жутко привлекательным курсом рубля. Но, видимо, руководители наших монетарных властей сильно боялись за свои кресла. И их можно понять. Борис Ельцин был человек резкий и решительный. И им бы за девальвацию национальной валюты не сносить головы. Но дело в том, что никто из них не объяснил президенту, что отсутствие девальвации — это кормление черной икрой иностранных инвесторов. Для которых очень уж привлекательно было на три месяца войти в рынок, а потом опять выйти, практически не рискуя потерять на скачках курса. А рынок из-за этого получался чрезвычайно спекулятивным и опасным.

Другое дело, что таких способов расхлебывания сложившейся ситуации, как дефолт, с точки зрения решения проблемы внутреннего долга не требовалось. Сейчас, безусловно, уже стало все известно. И понятно, что тогда, конечно, пытались спасти наши крупнейшие банки. И весь смысл принятых мер заключался в том, чтобы сказать:

## «ХОДОРКОВСКИЙ, НЕ ГЛЯДЯ НА МЕНЯ, СКАЗАЛ, ЧТО НЕ ВЕРИТ НИЧЕМУ, ЧТО МОГУТ СОЗДАТЬ ЧИНОВНИКИ, КОТОРЫМ ИСПОЛНИЛОСЬ 40 ЛЕТ. ПОТОМУ ЧТО У НИХ, ВО-ПЕРВЫХ, ИНТЕЛЛЕКТА НЕ ХВАТИТ НА ЧТО-НИБУДЬ ТЕХНОЛОГИЧНОЕ, А ВО-ВТОРЫХ, ОНИ В ПРИНЦИПЕ НИ НА ЧТО НЕ СПОСОБНЫ»





никто ничего на Запад не платит. Не потому, что денег нет, а потому, что закон запретил — постановление правительства такое есть. Но это имеет малое отношение к макроэкономической политике — это относится к механизмам принятия конкретных решений, тому, как эти механизмы у нас устроены. Хотя это, конечно, мое личное мнение — боюсь, что любые утверждения на данную тему будет очень трудно объективно доказать или опровергнуть.

**ВГ:** Вы говорите, что все проблемы не в рынке госбумаг, а в бюджетной политике. А нет ли у вас ощущения, что само создание такого механизма финансирования во многом подтолкнуло Госдуму наращивать бюджетные расходы?

**Б. 3.:** Конечно, есть. Я за 1992–2004 годы в Госдуме провела, наверное, больше времени, чем в собственной семье. И бюджеты тогда рассматривались в бюджетном комитете Думы по полтора месяца, каждый день до трех-четырех часов ночи. И я помню, с чем туда приходили депутаты — и из самого бюджетного комитета, и из смежных комитетов, тех, где формировалась расходная часть бюджета.

Все происходило примерно так. Они вносят поправку в бюджет — профинансировать то-то и то-то. А поскольку необходимо при этом показать источник финансирования, пишут: за счет увеличения государственного долга. Но им же приносили сбалансированный бюджет, где они видели все: расходы, доходы, привлечения и погашения на рынке госдолга. И понятно, что разница между расходами и доходами — это дефицит бюджета в чистом виде, больше ничего. Покрывать который придется за счет увеличения госдолга. Но им так не казалось никогда — они все почему-то и увеличение заимствований стремились записать в увеличение доходной части бюджета. А плюс к тому кто-то еще и доходы придумывал, которых реально никогда быть не могло. Словом, приходили мы в Госдуму с одним бюджетом, а уходили всегда с другим.

**ВГ:** А ваши объяснения совсем не помогали?

**Б. 3.:** По всей видимости, депутаты, не имея должного образования, считали, что государственные заимствования — это раз-два-три, это легко. Плюс, конечно, разного рода лоббистов было огромное количество. Но госзаимствования — это не «легко». И это тоже бюджетная политика. И есть то, что называется «ответственная бюджетная политика». Чудес не бывает, что-то профинансировать — это означает увеличить долг.

Поэтому вызывает удивление, что все эти депутаты потом с упованием в Госдуме были дурным голосом: вот гады, правительство, выпустили много ГКО, пирамиду создали, не смогли погасить. Пирамиды, к слову, там и близко не было, пирамида — это совсем другое, это совершенно четкая математическая модель. А там были необузданные расходы.

**ВГ:** А когда расходы стали столь необузданными, что ситуация с госдолгом вышла из-под контроля?

**Б. 3.:** В 1996 году, когда были президентские выборы и было совсем не очевидно, кто победит — Ельцин или коммунисты. На самом деле, именно в этот период создалась проблема с ГКО, потому то одномоментно на 100 млрд рублей были увеличены бюджетные расходы — нужно было профинансировать выплату зарплаты. Если помните, тогда каждый вечер по телевидению выступал министр финансов Александр Лившиц и рассказывал, в каких регионах погашены долги по зарплате. И долги эти погасили прямо перед выборами, причем исключительно за счет рынка госзаимствований. Даже не обсуждая, как это на рынке скажется. И процентные ставки тогда взлетели неммыслимо.

Правда, никто сегодня не может ответить на вопрос: если бы тогда не выбрали Ельцина, то что бы было с нашей страной, с ее политическим устройством, с экономикой? Не говоря уже о рынке госдолга. Но, так или иначе, жертвой тогда пал бюджет и бюджетная политика. В том числе и рынок госдолга. Все очень просто.

**«МЫ, ПОЛУЧИВ ОЧЕНЬ СЕРЬЕЗНОЕ ФИНАНСОВОЕ ОРУЖИЕ, ВОСПОЛЬЗОВАЛИСЬ ИМ ПРОСТО УЖАСНО. МЫ РЕШИЛИ, ЧТО ИМ МОЖНО ПРИКРЫТЬ ВСЕ ДЫРЫ, ВСЕ ИЗДЕРЖКИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ. НО ОЧЕНЬ БЫСТРО ВЫЯСНИЛОСЬ, ЧТО НЕЛЬЗЯ»**



## ПЕРВЫЕ ЛИЦА

**«КОГДА МЕНЯ СПРАШИВАЛИ, МОЖЕТ ЛИ МИНФИН ВЛИЯТЬ НА СТАВКИ, ЭТО БЫЛО СМЕШНО»**

**ВГ:** По вашим ощущениям, часто ли бывало и в какие моменты, что Минфин, проводя заимствования, был просто вынужден занимать по любым ставкам, которые диктовал рынок, а не по тем, которые считал для себя хоть сколько-нибудь приемлемыми?

**Б. 3.:** На все сто процентов пытаться диктовать нам уровень ставок мог только Сбербанк. Потому что его вложения в госбумаги были самые существенные. И мы на самом деле знали — доброты всегда существуют, что дилеры собираются попить пивка и узнать от коллег из Сбербанка, какую цену он выставит на аукционе. Мы с этим очень сильно боролись, в том числе проводя беседы с руководством Сбербанка.

Поэтому когда меня спрашивали, может ли Минфин влиять на ставки, это было смешно. Мы могли сказать, какую ставку хотим или не хотим. Но это ничего не решало и никому не было интересно, как, кстати, и сейчас. Потому что были очень крупные игроки, ставка которых вела за собой весь рынок. А мы меньше занимать не могли бы никак. Потому что были бюджетные расходы, которые надо было профинансировать. Ну, плюс-минус отсечение наиболее одиозных заявок, конечно. А так очевидно, что когда на рынке — причем на любом рынке — есть монополист, он цену и определяет.

**ВГ:** Но в данном случае Сбербанк не просто монополист. Это игрок, у которого в наблюдательном совете сплошь представители государства...

**Б. 3.:** Это сейчас. А в 1995 году мы поставили вопрос о том, что неуправляемая финансовая организация такого масштаба — это неправильно. Или неуправляемый монополист, который считает себя столь рыночным, что в том числе может манипулировать этим рынком. Поэтому в руководстве Сбербанка тогда и были произведены очень серьезные изменения — как раз Андрей Казьмин тогда его возглавил. И с тех пор и наблюдательный совет стал выполнять те функции, которые должен. Правда, со Сбербанком мы, безусловно, всегда были в диалоге. Кроме того, в 95-м году мы создали постоянно действующий орган под названием «Совещание с участниками рынка». Мы проводили эти совещания раз в месяц, и они до сих пор проводятся, просто сейчас они не носят столь принципиальный характер. Они проходили на ММВБ, и мы постоянно говорили дилерам: ребята, монополиста и манипулятора всегда видеть и мы будем с этим бороться.

Хотя, конечно, что могли сами по себе означать рыночные ставки по ГКО, когда рядом существовал рынок казначейских обязательств, который давал ровно вдвое большие доходы? Я помню, как в 96-м году пришла к министру финансов Владимиру Панскову и стала объяснять, в чем проблема рынка ГКО. Я не имела прямого отношения к рынку казначейских обязательств — этим занимались отраслевые расходные департаменты Минфина, просто у нас эти обязательства учитывались. И я тогда сказала: смотрите, объем этого рынка ровно равен объему рынка ГКО/ОФЗ. Но то, что мы занимаем на рынке ГКО/ОФЗ, в тот же день попадает в федеральный бюджет. А если речь о финансировании через КО, то это иллюзия, что мы денег не заплатили и профинансировали отрасль через банк казначейским обязательством. На самом деле, в отрасль пришло 30% от этих денег, да еще неизвестно, пришли они или нет. И деньги это короткие — через месяц в расходах бюджета по этой отрасли стоит полностью финансирование плюс полностью комиссионные, которые заплатили банку. В результате вы создается арбитраж внутри Минфина, можно сказать, арбитраж внутри бюджета. Что и толкает вверх ставки на рынке ГКО.

**ВГ:** А почему тогда все участники рынка не ушли с рынка ГКО на рынок казначейских обязательств?

**Б. 3.:** Это было не так просто. Я вот помню такую историю. Как-то к нам приехал Андрей Казьмин, причем очень позд-

но. Я уж даже не помню, по какому поводу — надо было срочно решить какой-то вопрос, связанный со Сбербанком. В общем, засиделись мы с ним до часу ночи. После этого выходили из Минфина, а чтобы из моего кабинета попасть на улицу, надо было пройти через пятый этаж, где были кабинеты руководства министерства. И вот мы идем, а там в коридоре люди спят на норковых шубах. Он прямо в шоке был, говорит: «Белла, что это такое?» А это просто люди с ночи занимали очередь, чтобы оформить эти казначейские обязательства... Или идешь обедать, опять через весь Минфин, — и снова везде стоят очереди. Стоило, в общем, увидеть своими глазами, как все это выглядело. Но прибыль была очень неплохой: то, что заплатили за обслуживание долга по казначейским обязательствам и казначейским налоговым освобождениям, — это примерно в два раза больше, чем все проценты, выплаченные за всю историю ГКО до 98-го года. И это при примерно одинаковых объемах рынка.

**«Я БЫ НИЧЕГО НЕ ДЕЛАЛА ПО-ДРУГОМУ»**

**ВГ:** Если говорить о кризисе 98-го года и последующей новации, когда лично вам стало понятно, что по новому долгу все удастся заплатить?

**Б. 3.:** В тот момент когда я в декабре 98-го подписывала условия новации у министра финансов, у меня тряслись колени так, как не тряслись никогда в жизни. Во-первых, я боялась, что я не сумею доказать Михаилу Задорнову, что реструктуризацию в этом виде нужно подписать. Во-вторых, я боялась, что мы не сумеем собрать налоги, чтобы предусмотренные новацией выплаты профинансировать. Было очень страшно, и было чего бояться. Во всяком случае, когда я собиралась идти к Михаилу Михайловичу, мой заместитель прыгал по моему кабинету и кричал: что вы делаете, мы в жизни это не оплатим. С другой стороны, было понятно, что по-другому мы погубим всю финансовую систему, нам просто не с кем будет работать. Ведь финансовая система — это же не только участники рынка, это же и их клиенты. А клиенты финансовой системы — в том числе всякие институциональные инвесторы типа фондов обязательного медицинского страхования, фондов социального страхования и т. п.

Немного отпустить душу у меня начало лишь через полгода. Тогда я поняла, что мы сможем заплатить. Потому что то, что сделал тогда Примаков, — это на самом деле подвиг. Знаете, он был очень продвинутый человек, очень известный в финансовых кругах, мы к нему на лекции бегали, когда я еще в институте училась. А вблизи я Примакова увидела, уже когда он стал председателем правительства — мы с Задорновым к нему пришли, мы тогда ему все постоянно докладывали насчет ситуации с финансами. И в какой-то момент у него в кабинете я действительно успокоилась. Он спокойно вставал, давал помощникам поручения, прикидывал что-то — и все это без суеты, шума и пыли. И я поняла, что ситуация со сбором налогов и ситуация в стране в руках человека, который знает, что надо делать, и понимает, как это делается.

**ВГ:** А само известие о дефолте вы как восприняли?

**Б. 3.:** Знаете, мне это нелегко вспоминать. Поскольку для меня все то, о чем мы говорим — я поэтому и не сразу согласилась на интервью, связано с Андрюшей Козловым. Я только недавно научилась произносить его имя и при этом не чувствовать удара в сердце, хотя мне по-прежнему очень тяжело и я стараюсь не вспоминать этот период. Особенно дефолт. Потому что как раз накануне его объявления нас с Андрюшей отправили в отпуск. Мы, конечно, не поняли почему. Но вдруг в этом сумасшедшем доме, где у меня не было ни одного выходного, где я каждый день почти до утра работала, произошло нечто совсем неожиданное. 11 или 12 августа мы с Михаилом Задорновым были у премьеры Сергея Кириенко, еще там был первый

зампред ЦБ Сергей Алексашенко. И они мне в конце совещания говорят: «Ну, на две недели вроде как бы мы все финансируем, все нормально, все хорошо, мы можем вас отпустить в отпуск — август все-таки».

Я была так счастлива, что позвонила сестре, которая мне взяла горящую путевку. Стоила она втрое дешевле, чем обычная, но улетать надо было срочно, в пять утра, причем уже через день. Улетала, помню, в пятницу. А отдохнуть удалось всего два дня — пока не узнала о дефолте. Я прилетела обратно в Москву, и меня встретили как раз Андрей Козлов и мой заместитель Игорь Ковтун. Я прилетела в субботу, они с утра в воскресенье ко мне пришли. И мы засели у меня дома на кухне для того, чтобы все посчитать. А у меня почти совсем не было денег, даже на еду, мой муж купил только баклажаны и яйца. И пока мы сидели на кухне с раннего утра до глубочайшей ночи, я время от времени вставала из-за стола, кидала на сковородку баклажаны и заливала их яйцами. Мы сожрали три десятка яиц с этими баклажанами. Но в принципе варианты развития ситуации мы просчитали, и я в понедельник вышла на работу, уже имея различные планы действий. Но с тех пор я не ем баклажаны. И, по-моему, не съела ни одного яйца. И как только я пришла работать в Сбербанк и у меня появились деньги, первое, что я сделала, — сменила стол и диван на кухне. Я на них просто смотреть не могла.

**ВГ:** Если сейчас оглянуться назад, что бы вы сделали по-другому, создавая рынок госдолга?

**Б. 3.:** Я уже сама себя много раз спрашивала об этом, и в 98-м году, и позже. Вы знаете, я бы ничего не делала по-другому. Рынок был очень хороший, он и сегодня очень хороший. И он доказал это — сам по себе инструмент оказался очень хорошим.

Другое дело, что я все время думаю: могла бы я добиться другой бюджетной политики или нет? Или могла бы я сказать, что нет, хватит, так больше нельзя? Я ведь по жизни человек не резкий, очень компромиссный, мне всегда трудно наорать, устроить истерику. Но я все время думала — может быть, мне надо было устраивать истерики и кричать: люди, как вы бюджет финансируете?! Куда идете?!

И тогда мне вспоминается такой эпизод, происшедший в 96-м году. Я тогда была начальником департамента и членом коллегии Минфина — в общем человеком уже довольно известным, мне первые зампреды правительства звонили... И вот я помню фразу одного человека, которого очень уважаю, который мне позвонил и сказал: «Вы что, хотите, чтобы коммунисты к власти пришли?» И я ему начала объяснять, что невозможно уже занять больше, что это разрушит финансовую систему, что мы, кто бы ни пришел к власти, ее уже не восстановим, что есть пределы, которые нельзя переступать. Но там просто логика другая была. Так что в этом плане очень уж многого я бы точно добиться не смогла — это просто совершенно за пределами компетенции построения рынка государственного долга.

К самому же рынку у меня претензий в жизни не возникло. Наоборот, я очень часто ему совершенно искренне говорила большое спасибо. Например, после дефолта, сидя перед следователями и объясняясь по поводу кучи людей, которые покупали и продавали ГКО. Я говорила большое спасибо за то, что я вижу все операции конкретного человека и могу ответственно сказать, что его операции нормальные, что он все правильно делал и он не пользовался каким-то инсайдом или чем-то еще. Я не про всех это могла сказать определенно, но очень про многих.

И мне до сих пор нравится, как этот рынок выглядит с организационной точки зрения. У меня скорее претензия к тому, что за последние годы затормозились темпы технологического развития рынка. Мы ведь живем на лаврах, которые были созданы в 93-м году; если что-то с тех пор в данном плане и прибавилось, то это было не особо существенным. А это неправильно.

Интервью взял ПЕТР РУШАЙЛО

#### МЕТОДИКА РАСЧЕТА ИНДЕКСА RGBI

В качестве показателей ценовой динамики рынка государственных облигаций (ГКО-ОФЗ) ЗАО ММВБ осуществляет расчет индексов государственных облигаций России. Индексы отражают изменение рыночной стоимости государственных облигаций. Индекс государственных облигаций России (RGBI) рассчитывается по методике индекса «чистых» цен (clean price index), то есть без учета накопленного купонного дохода и купонных выплат. Начальное значение индекса RGBI на 31 декабря 2002 года принимается равным 100 пунктам. Расчет значений индекса RGBI осуществляется непрерывно в режиме реального времени в ходе торгов по мере совершения сделок с облигациями, включенными в базу расчета индекса. При этом учитываются только те цены сделок, которые включаются в расчет средневзвешенных цен.







Путеводитель  
по модным  
покупкам



# Коммерсантъ Каталог

# Вещь о вещах



[www.kommersant.ru](http://www.kommersant.ru)



Каждый месяц  
с газетой  
«Коммерсантъ»  
и журналом  
«Деньги»





# «Я ТОЛЬКО НЕДАВНО ОСОЗНАЛ СУТЬ ПРОИСХОДИВШЕГО ТОГДА» ЗАМЕСТИТЕЛЬ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ КОНСТАНТИН КОРИЩЕНКО ПРИШЕЛ В ЦБ КАК РАЗ ВО ВРЕМЯ СОЗДАНИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ГОСБУМАГ. А ПОТОМ ДОЛГОЕ ВРЕМЯ ОТВЕЧАЛ ЗА ОПЕРАЦИИ ЦБ НА ЭТОМ РЫНКЕ И ПРЕДСТАВЛЯЛ ЕГО ИНТЕРЕСЫ НА ПЕРЕГОВОРАХ С ИНОСТРАННЫМИ КРЕДИТОРАМИ. В ИНТЕРВЬЮ ВG ОН РАССКАЗАЛ О САМЫХ ИНТЕРЕСНЫХ ЭПИЗОДАХ ТЕХ ЛЕТ.

## «ВРЯД ЛИ КТО-НИБУДЬ ТОЧНО ПРЕДСТАВЛЯЛ, КАКИМ ДОЛЖЕН БЫТЬ РЫНОК»

**BUSINESS GUIDE:** Когда создавался рынок государственных ценных бумаг, какие задачи ставились перед торговой системой со стороны ЦБ — в первую очередь с точки зрения ее технологического устройства?



КОНСТАНТИН КОРИЩЕНКО, ЗАМПРЕД БАНКА РОССИИ

**КОНСТАНТИН КОРИЩЕНКО:** Знаете, именно вопрос технологического устройства данной системы — это как раз то, из-за чего я и пришел в свое время работать в Центробанк. В тот период, в конце 92-го года, я устроился на работу на ММВБ и буквально на второй-третий день после этого участвовал в совещании, которое проводилось в зале, в котором в то время также проводились и валютные торги. Совещание вел руководитель управления ценных бумаг ЦБ Андрей Козлов, который вместе с представителями казначейств коммерческих банков обсуждал, как должен быть устроен рынок госдолга.

Первый проект, который принес с собой Андрей, представлял собой двух-трехстраничный документ. Остальные детали устройства рынка он прямо там и начал рисовать на доске. Что именно было нарисовано, я уже не помню, да это и не важно. Важно было то, что началась активная дискуссия. Правда, у меня, как у человека в общем-то нового и не очень хорошо понимавшего суть проблемы, сложилось впечатление, что многие говорили каждый о своем.

**BG:** В каком смысле? Вы не поняли сути обсуждаемых деталей или у участников дискуссии просто-напросто не было даже общего представления о том, каким должен быть рынок?

**К. К.:** Я думаю, что вряд ли кто-нибудь точно представлял, каким он должен быть. Хотя, насколько я знаю, в 92-м году была организована большая поездка представителей Минфина, ЦБ и других ведомств в США для изучения рынка. И в это же примерно время, в ноябре—декабре 92-го года, в Россию приезжала большая делегация советников из организации, которая называлась «Российско-американский банковский форум». Она привезла большую кипу документов, которые описывали, как торгуются американские казначейские облигации, — дилеры, заявки, котировки и прочее.

Но суть того, что там было изложено, сводилась к более или менее организованному, но внебиржевому рынку. То есть к системе, когда все взаимоотношения строятся на двусторонних лимитах, когда расчеты производятся на определенный день после заключения сделки и т. д. То есть это была модель устойчивого и развитого рынка.

А в тогдашних российских условиях принятие участниками рынка рисков друг на друга было для них серьезным испытанием. Потому что никакого риск-менеджмента, кредит-

ной истории, понятий обеспечения или надзора у банков в те времена не существовало. Поэтому при принятии американской модели рынка риски при проведении операции были бы достаточно велики.

И я очень хорошо помню, что буквально с первых же обсуждений, которые в дальнейшем происходили уже в кабинете у Андрея Козлова, все разговоры сводились к тому, что, мол, вот мы сейчас подпишем какие-то договоры, а как вся эта система сможет потом работать и реально не ломаться?

**BG:** Но валютой же тогда торговали на бирже...

**К. К.:** Валютой тогда торговали, но с Центробанком — если вы помните, это были валютные аукционы. Организованной двусторонней торговли еще не было — был некий перекрестный процесс, но в любом случае там был принцип предоплаты и основные риски ложились на всех участников рынка, кроме ЦБ. Можно было, наверное, попытаться построить модель рынка, в рамках которой торговлей ценными бумагами занимался бы ЦБ, заключая сделки со всеми остальными и выступая в роли этакого глобального маркет-мейкера, но, по-моему, такая идея даже не рассматривалась. Все изначально ставили задачу организации именно такого рынка, на котором все торгуют со всеми.

Вторая проблема заключалась в том, что технологическое и юридическое обеспечение бумажного документооборота по тем временам также было некоторой проблемой. Существовавший опыт торговли валютой «с голоса», например, показал себя не с лучшей стороны. И наш валютный рынок долгое время развивался не очень хорошо именно из-за того, что технология торговли валютой была слабо автоматизирована. Поэтому сразу была поставлена задача, чтобы торги государственными облигациями были электронными.

В связи с чем тут же встал вопрос, где торговать и как торговать. Это сейчас мы все живем в эпоху интернета и понимаем, что можно из любого места послать сообщение в любое другое. А тогда сети были локальными, глобальных практически не было. Поэтому первый вариант торговой системы представлял собой локальную торговую систему, которая сразу была поставлена на территории валютной биржи на Зубовском бульваре.

И там смогли построить сеть, которая позволяла дилерам реагировать на ситуацию в режиме реального времени. Подчеркну, что для этого рынка задержка в пять-десять секунд уже практически катастрофическая: рынок просто от вас «уходит», поскольку вы не успеваете отреагировать на текущие ценовые условия. В то время это налагало определенные ограничения по количеству подключенных к сети терминалов. Поэтому первоначально сформировали сеть из 30 рабочих мест. А поскольку нужно было выделить и рабочие места для технического персонала, в системе могли работать не более 25 дилеров. Так что именно 25 дилеров и приняли участие в первых торгах, которые прошли 18 мая 2003 года.

**BG:** А с рисками как вопрос решили?

**К. К.:** Организация торгов в электронном виде вкупе с задачей минимизации рисков логически породили решение, которое в принципе изначально убирало все риски, — пред-

варительное депонирование денег и ценных бумаг. А для того чтобы при этом избежать разрушения целостности системы, было принято решение, что все ценные бумаги должны находиться в одном месте, то есть в одном депозитарии. Фактически депозитарий по госбумагам — это первый прообраз центрального депозитария в России. И вот к этому я уже имел непосредственное отношение, потому что после того, как данные решения были сформулированы — скорее даже в головах, чем на бумаге, продолжил заниматься данной проблемой уже в качестве сотрудника Центрального банка. Интересно, кстати, что первые регулятивные документы по ГКО, которые я готовил, я делал в виде блок-схем. За что меня Андрей Козлов критиковал, говорил: ты что, программиста пишешь или нормативный документ? Я отвечал, что мне так легче мыслить. Поэтому первые варианты так и делались в виде схем, а потом уже трансформировались в более удобоваримую текстовую форму.

**BG:** Создание рынка госбумаг было дорогим проектом?

**К. К.:** С точки зрения инвестиций стоимость проекта может быть оценена только на основе затрат, которые понесла валютная биржа на аренду офиса, покупку технических средств, наем персонала и т. д. По тем временам это были серьезные деньги, но с точки зрения сегодняшней, конечно, это копейки. Но валютная биржа, поскольку она была монополистом в сфере валютных торгов и получала соответствующий доход, могла себе позволить инвестировать какую-то часть этих денег в построение рынка госбумаг. Тем более что за это она тоже брала комиссию.

## «ЦБ СТАРАЛСЯ СДЕЛАТЬ ТАК, ЧТОБЫ КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ БЫЛА ГЛАДКОЙ»

**BG:** Итак, в 93-м году рынок госдолга заработал. А когда он стал интересен ЦБ с точки зрения возможности проведения на нем активных операций?

**К. К.:** Рынок рос достаточно быстро, но по-настоящему набрал обороты в 1994 году. Дело было в следующем. В 94-м году была принята программа нашего взаимодействия с МВФ, согласно которой начиная со второго квартала было запрещено прямое кредитование Центробанком дефицита бюджета. Встал вопрос, откуда бюджет будет брать деньги. Тогда-то объем рынка ГКО и начал стремительно расти...

**BG:** А Центробанк начал их сразу скупать...

**К. К.:** Кстати, не поручусь, что сразу. Долгое время были какие-то достаточно странные, если не сказать, забавные споры на эту тему. В Минфине, скажем, некоторые говорили: не надо ЦБ давать гособлигации, потому что это безобразие, если Центробанк будет зарабатывать за счет Минфина. Но, в общем, в конце концов все эти сомнения каким-то образом сами собой развеялись, и ЦБ в той или иной форме начал скупать облигации. Но это вначале были не особо значимые покупки.

С другой стороны, в те же времена рассматривались различные варианты введения валютного коридора. И в августе 95-го года произошел достаточно серьезный кри-

зис межбанковского рынка, который возник во многом в связи с большими спекуляциями участников рынка, особенно на соотношении динамики валютного курса и процентных ставок на рублевом рынке. Вот тогда нам пришлось скупать госбумаги действительно в больших объемах — просто чтобы вернуть на денежный рынок ликвидность.

**BG:** И каковы были масштабы этих закупок?

**К. К.:** Точно не помню. Но в первый день кризиса — в районе 1 трлн или 1,5 трлн рублей. Неденоминированных, естественно.

**BG:** Сколько это было относительно объемов рынка?

**К. К.:** Ну, смотрите сами. Когда весной 94-го года Минфин перешел с ежемесячных эмиссий ГКО на еженедельные, объемы заимствований возросли с 300—400 млрд рублей до примерно 1,5 трлн за аукцион. То есть к моменту кризиса объем еженедельной эмиссии госбумаг по порядку величины соответствовал дневному объему покупки бумаг Центробанком в период кризиса.

**BG:** А в дальнейшем насколько активно использовал ЦБ данный инструмент для регулирования денежного рынка?

**К. К.:** Довольно активно. Причем отмечу, что помимо экстраординарных кризисных ситуаций типа описанной ЦБ использовал данный инструмент еще в двух целях. Первое — просто для регулирования кривой доходности. То есть различного рода провалы, пики и т. д. — они не то чтобы срезались, но ЦБ старался сделать так, чтобы кривая доходности в целом была гладкой, чтобы стоимость денег не искажалась.

**BG:** То есть подгоняли реальные ставки под некоторую идеальную теоретическую модель?

**К. К.:** Нет. Может быть, это сейчас выглядит несколько наивным, но тогда казалось — и не то чтобы казалось, так оно и было, что кривая доходности — это базовая кривая и она должна быть идеальной. В том смысле, что она должна быть правильной. Не на абсолютном уровне, а на относительном: одна ее точка относительно другой должна отражать стоимость денег. Поэтому, если, допустим, доходность по трехлетним ГКО была 10% годовых, по ГКО со сроком обращения три года и три месяца — 12%, а со сроком обращения три с половиной года — опять 10%, то это, конечно, было неправильно.

**BG:** Но это могло быть связано просто с неравномерными объемами эмиссии...

**К. К.:** Да, конечно. Но я о том и говорю, что ЦБ за счет того, что что-то продавал или покупал, как раз эту неравномерность рынка и сглаживал. Это сейчас мы имеем крупные выпуски госбумаг, а тогда выпуски были крайне неровными по объемам, по срокам и т. д. Вот все эти шероховатости ЦБ скрадывал, продавая и покупая бумаги.

Второе же важное направление, в котором мы работали, также было связано со сглаживанием шероховатостей, но уже, скажем так, другого рода. Лучше всего то, что в этом плане творилось тогда на рынке, иллюстрирует следующая история образца 1996 года. Очень хорошо ее помню, поскольку ЦБ пришлось принять в тех событиях активное участие.

## «В МИНФИНЕ НЕКОТОРЫЕ ГОВОРИЛИ: НЕ НАДО ЦБ ДАВАТЬ ГОСОБЛИГАЦИИ, ПОТОМУ ЧТО ЭТО БЕЗОБРАЗИЕ, ЕСЛИ ЦЕНТРОБАНК БУДЕТ ЗАРАБАТЫВАТЬ ЗА СЧЕТ МИНФИНА. НО В КОНЦЕ КОНЦОВ ВСЕ ЭТИ СОМНЕНИЯ КАКИМ-ТО ОБРАЗОМ САМИ СОБОЙ РАЗВЕЯЛИСЬ И ЦБ В ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ФОРМЕ НАЧАЛ СКУПАТЬ ОБЛИГАЦИИ»



### ПРАВИЛА ИГРЫ

**КОРИЩЕНКО КОНСТАНТИН НИКОЛАЕВИЧ** Родился в 1958 году в городе Запорожье Украинской ССР, окончил факультет вычислительной математики и кибернетики МГУ им. М. В. Ломоносова, доктор экономических наук. В 1992—1995 годах — начальник отдела вторичного рынка управления ценных бумаг, заместитель начальника управления ценных бумаг — начальник отдела по операциям на

фондовом рынке Центрального банка РФ; в 1995—2000 годах — заместитель директора департамента ценных бумаг, директор департамента операций на открытом рынке Банка России; в 2000—2001 годах — президент НП «Фондовая биржа РТС»; в 2001—2002 годах — управляющий директор ЗАО «ИК „Тройка Диалог“». С июля 2002 года — заместитель председателя, член совета директоров Банка России,

на данном посту курирует департамент операций на открытом рынке и валютный департамент. С 2001 по 2002 год — председатель экспертного совета при Федеральной комиссии по ценным бумагам России. С 2003 года по настоящее время — председатель биржевого совета ММВБ. Женат, имеет троих детей.



ПРАВИЛА ИГРЫ

Тогда народ на Российской бирже — бывшей РТСБ — активно играл на фьючерсном рынке на понижение ставки. Проще говоря, один крупный банк пытался спекулировать на арбитраже между фьючерсами на Российской бирже и рынком госбумаг. И чтобы противодействовать этому, мы постоянно выставляли котировки на продажу госбумаг. Поскольку количество бумаг в нашем портфеле было ограничено, то мы все переживали на тему, хватит их или нет. Так интересно случилось, что последние пакеты бумаг мы продали ровно в день закрытия фьючерсных контрактов.

**BG:** Честно говоря, не уловил, в чем был источник всех этих переживаний...

**К. К.:** Там была открыта арбитражная позиция, которая давала возможность получить прибыль от закрытия фьючерсной позиции. Соответственно, для того, чтобы привести цены к той точке, к которой надо, им нужно было максимально опустить процентную ставку именно по этой бумаге. Для того чтобы опустить процентную ставку, бумагу нужно было скупать.

**BG:** То есть просто попытка манипулировать срочным рынком, играя на рынке базового актива?

**К. К.:** Да, это была в чистом виде попытка манипулирования. Мы же со своей стороны пытались этому противодействовать, поняв, в чем дело, еще достаточно задолго — дней за десять — до закрытия контракта. Просто, если говорить об объемах рынка и роли на нем ЦБ, вспоминается то, как мы волновались, хватит ли нам госбумаг, чтобы поддержать продажи, или не хватит.

«НАЧИНАЯ С 96-ГО ГОДА РЕЗКО ПОМЕНЯЛИСЬ ПРОПОРЦИИ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА»

**BG:** Какие еще, с вашей точки зрения, были ключевые моменты в развитии рынка?

**К. К.:** Еще одна дата — это февраль 96-го года, когда началось то, что потом было названо «ЕвроГКО». Тогда первые иностранные инвесторы получили право приобретать госбумаги. И, соответственно, резко увеличился объем рынка. Это очень важная дата. Можно по-разному относиться к выборам 1996 года, их последствиям, много еще к чему... Но если бы не возможность заимствовать деньги через рынок госбумаг, то вряд ли можно было бы расплатиться со всеми обязательствами по зарплатам, пенсиям и т. п. — словом, по всем тем обязательствам, которые были исполнены в первом полугодии 96-го года.

**BG:** То есть именно поэтому и придумали пустить иностранцев на рынок рублевого госдолга?

**К. К.:** Не сказал бы, что именно поэтому, точнее, что задумались об этом именно тогда. Эта проблема не возникла ниоткуда, эта проблема существовала и раньше и существует до сих пор. Например, сегодня в Китае существует прямой запрет на участие нерезидентов на внутреннем рынке.

**BG:** Какие же были аргументы pro и contra?

**К. К.:** Никаких специальных аргументов не было. В принципе валютное регулирование считалось и считается достаточно мощной защитительной мерой. И я считаю, что для экономик, имеющих относительно неразвитую, не достаточно капитализированную и подверженную серьезным рискам финансовую систему, меры валютного регулирования — это очень важная вещь. И то, что мы отменили в 2006 году валютное регулирование, в моем понимании рискованный шаг. Одним из последствий которого, например, стал огромный приток капитала в Россию в 2007 году, который резко изменил условия функционирования экономики.

**BG:** Почему же этот мощный рычаг не применили в 1998 году, чтобы воспрепятствовать оттоку капитала и вызванной этим девальвации рубля?

**К. К.:** Потому что валютное регулирование работает не в том направлении, в котором многие обычно хотят его при-

менять. Валютное регулирование работает крайне плохо, если пытаться регулировать исключительно отток капитала. А вот если регулировать приток — работает в целом хорошо. Иными словами, если вы хотите избежать бегства капитала, то вам нужно ставить барьеры не тогда, когда люди хотят увезти заработанную прибыль, а тогда, когда эти люди хотят прийти и воспользоваться вашими выгодными предложениями. Сделав так, чтобы эти предложения были менее выгодными либо чтобы процесс входа на рынок был значительно затруднен.

**BG:** Как это можно сделать?

**К. К.:** Обычно это вводится в виде различного рода резервирования в той или иной форме. В России применялись специальные счета со специальными сроками действия, суммами резервирования и т. д.

**BG:** Все-таки не до конца понятно, в чем разница в регулировании притока и оттока капитала?

**К. К.:** Потому что если вы хотите ограничить отток, то вы должны ограничить все виды этого оттока. А капитал имеет форму не только финансовых активов, но и товарных активов, услуг и т. д. Если вы хотите не выпустить капитал, вы должны заблокировать и эти каналы тоже — то есть, грубо говоря, парализовать внешнюю торговлю. В случае притока капитала логика немного другая. Дело в том, что если капитал вывезен из страны, то дальше он попадает в сферу юрисдикции другого государства, и проконтролировать дальнейший процесс становится практически невозможно. А если кто-то сюда что-то ввез, то он ввез в нашу юрисдикцию. И если он ввез это некорректно, с использованием каких-то левых схем, то с этим можно легко разобраться. Поэтому в плане регулирования приток и отток капитала далеко не симметричные явления.

Так вот начиная с 96-го года резко поменялись пропорции между участниками рынка. Если до этого был один большой участник в лице Сбербанка, то с приходом нерезидентов они стали оперировать суммами, сопоставимыми с теми, которыми оперировал Сбербанк. И на аукционах по продаже госбумаг ситуация стала намного более конкурентной.

**BG:** При этом с 97-го года иностранцев обязали заключать форвардные валютные контракты с российскими банками для хеджирования вложений в рублевые бумаги, что потом привело к довольно неприятным последствиям...

**К. К.:** Нет, не в начале 97-го, а сразу же. Просто в 96-м такие контракты они заключали непосредственно с ЦБ. Дело в том, что все понимали явную диспропорцию в доходности рублевого рынка и зарубежного валютного, особенно в условиях действовавшего тогда квазификсированного курса в форме валютного коридора. И никто не предлагал иностранцам безумных доходов. Первоначально им предложили два варианта — либо вы свободно приобретаете госбумаги в рублях, и тогда где и как вы будете конвертировать свои доходы обратно в валюту — это ваша проблема, либо вам будет предложен гарантированный курс на выход, но при этом он будет таким, чтобы доходность ваших вложений была ограничена. Они сказали: о'кей, мы готовы на вариант с хеджированием.

**BG:** А почему потом форвардные контракты стали заключаться не с ЦБ, а с коммерческими банками?

**К. К.:** Фактически система, при которой форвардные контракты заключались с Центробанком, означала введение некоего форвардного валютного коридора, но только для иностранцев. Но поддерживать, условно говоря, два параллельных валютных коридора было бы со стороны ЦБ некорректно. Поэтому ЦБ с 97-го ушел с рынка форвардов. Но при этом обязал иностранцев, входящих на рынок ГКО, приобретать хеджирующие контракты с российскими банками. С точки зрения развития рынка это было рациональное поведение, потому что понятно, что вложения в рискованные активы в национальной валюте без валютного хеджирования практически никог-

да не применяются нигде. Но нормальный рынок срочных контрактов на курс рубля тогда попросту отсутствовал.

**BG:** ЦБ тогда предполагал, что в дальнейшем эти форвардные контракты могут быть признаны российскими судами недействительными?

**К. К.:** Это никоим образом не могло быть понятно. ЦБ вообще не регулировал форвардные контракты наших банков с иностранными инвесторами помимо наличия общего требования их заключать. И никаких стандартов в данном плане не было — каждый делал так, как считал правильным.

**BG:** А как же банковский надзор?

**К. К.:** Формально российские банки попадали под требования надзора с точки зрения так называемой открытой валютной позиции. Но положиа руку на сердце скажу, что в те времена это было довольно условное понятие, потому что в принципе любая валютная сделка, заключенная с любым контрагентом, де-факто меняет эту позицию. То есть если задаться целью обойти данное ограничение, это относительно не сложно сделать.

**BG:** Условно говоря — меняя объем позиции к отчетной дате?

**К. К.:** Да.

«НА ФОНЕ ПРОБЛЕМЫ ФОРВАРДНЫХ КОНТРАКТОВ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ГКО ДЛЯ ИНОСТРАНЦЕВ БЫЛА НЕ САМОЙ ПРИНЦИПИАЛЬНОЙ»

**BG:** Вы представляли позицию ЦБ на переговорах с иностранными кредиторами по урегулированию задолженности по ГКО после дефолта 98-го года. Что вам запомнилось больше всего?

**К. К.:** Знаете, интересно, что я только относительно недавно осознал суть происходившего тогда в той степени, чтобы формулировать это в виде подкрепленных некими доводами суждений. В 98-м же многое воспринималось на уровне неких интуитивных суждений.

Первая попытка урегулировать задолженность по ГКО после дефолта была предпринята в виде комбинированного предложения, которое учитывало как задолженность по ГКО, так и форвардные контракты. То есть за отказ иностранцев от прав требований по срочным валютным контрактам им была предложена некоторая компенсация, причем тоже в валюте. Но буквально на первой или второй встрече с инвесторами данный план был полностью отвергнут. Тогда это выглядело достаточно странно. И вот почему. Я тогда возглавлял департамент операций на открытом рынке Банка России, и мы провели анкетирование российских банков на предмет их вовлеченности в различного рода форвардные контракты с иностранцами. Несмотря на то что это было абсолютно добровольное мероприятие и многие проигнорировали его, нам удалось получить подтверждение с обеих сторон порядка 60% таких контрактов. И тогда мы поняли, что исполнение контрактов по форвардам будет большой проблемой для большинства банков, что реально западные контрагенты не могут рассчитывать на то, что эти обязательства будут выполнены.

**BG:** Каков был их объем? Порядка объема рынка ГКО?

**К. К.:** К сожалению, нет. Оказалось, что гораздо больше. Самое ужасное, что в силу того, что данный рынок тогда рассматривался как очень выгодный, на нем реализовался, как я его называю, «эффект бонуса». который заключается в том, что человек, заключая сделку, больше всего думает о том, какой бонус он получит за нее в конце года, а меньше всего — о том, как его в следующем году выгонят за то, что этот контракт не будет исполнен. Найдет, в конце концов, другую работу и там будет получать новые бонусы...

Помню, кстати, характерный пример — в моем понимании совершенно феноменальный. Один из небольших региональных банков, валюта баланса которого составляла порядка 300 млн рублей, набрал форвардных обяза-

тельств на \$1,5 млрд — умопомрачительное соотношение. Поэтому было понятно, что вряд ли наши банки в массе своей рассчитаются...

**BG:** Почему же иностранные кредиторы пошли на разделение проблем ГКО и форвардов?

**К. К.:** Для меня это сначала тоже было удивительно. А потом я просто понял, что их доходы или потери собственно от реструктуризации ГКО были несоизмеримо ниже соответственно доходов или потерь на форвардном рынке. И в этом смысле все то, что со стороны, возможно, виделось как проблемы иностранных инвесторов с ГКО, на самом деле было их проблемами с форвардами — просто из-за резкого падения курса рубля на тот момент.

**BG:** Но по форвардам свои деньги еще надо было получить. Они что, не понимали соответствующих рисков?

**К. К.:** Задним числом всегда легко рассуждать. Я просто сказал о том, что на фоне проблемы форвардных контрактов проблема реструктуризации ГКО для них была не самой принципиальной.

**BG:** Почему же вы вообще предложили увязать проблему реструктуризации ГКО с выплатами по форвардным контрактам?

**К. К.:** Собственно, это и была разница в оценке проблемы: западные инвесторы считали, что они реализуют данные права требований, а мы со своей стороны понимали, что, видимо, для них это будет крайне затруднительно. И кроме того, мы пытались izbавить банковскую систему от непосильных обязательств.

**BG:** Скажите, а в целом сейчас, оглядываясь назад, какой главный вывод вы бы сделали из истории развития российского рынка государственных ценных бумаг?

**К. К.:** О самом главном мы, как это всегда бывает, пока и не говорили. С моей точки зрения, основной итог состоит в следующем. Рынок ценных бумаг в России развивался двумя параллельными путями. Первый был связан с государственными ценными бумагами, второй — с корпоративными, начиная, условно говоря, с ваучеров. Если проследить историю этих двух процессов, то можно провести очень много параллелей и сделать много выводов. Я не собираюсь заниматься этим философическим трудом, но какие-то вещи хотел бы отметить. ГКО определили, с моей точки зрения, некий этапный культурный способ торговли ценными бумагами. По крайней мере, каких-то особенных некорректностей в отношении именно совершения операций с госбумагами я не могу вспомнить. С другой стороны, ваучер, который, конечно, не был ценной бумагой, фактически задал определенное восприятие данного рынка с точки зрения, скажем так, культурного наследия, включая всяческого рода МММ.

Иными словами, помимо решения проблем бюджетной политики проект ГКО сыграл очень важную роль в формировании определенной культуры рынка ценных бумаг. И я не знаю, что важнее. И я думаю, что то, что мы имеем в виде рынка акций и облигаций на ММВБ сегодня, — это калька с проекта ГКО. И технологическая успешность проекта ГКО сегодня подтверждается соответствующим успехом проектов торговли акциями и облигациями на ММВБ.

Конечно, роль саморегулирования рынка и роль целенаправленных действий государства в отношении развития рынка — они не могут быть однозначно оценены. Нельзя сказать, что все, что делает рынок, — это хорошо, а все, что государство, — плохо, или наоборот. Но попытка развивать рынок под лозунгом, что он всегда прав, он все знает, он сам себя регулирует, — она очень опасна. Вот сейчас в Америке как раз пожинают плоды такого подхода: там считалось, что есть страховые компании, брокерские компании, они имеют риск-менеджмент, они все сделают. Выяснилось, что не сделают. Наверное, государство способно и на разумные и хорошие начинания. Впрочем, как и на совершенно неразумные и нехорошие. Надо всегда искать что-то среднее.

Интервью взял ПЕТР РУШАЙЛО

«ВСЕ ТО, ЧТО СО СТОРОНЫ, ВОЗМОЖНО, ВИДЕЛОСЬ КАК ПРОБЛЕМЫ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ С ГКО, НА САМОМ ДЕЛЕ БЫЛО ИХ ПРОБЛЕМАМИ С ФОРВАРДНЫМИ КОНТРАКТАМИ — ПРОСТО ИЗ-ЗА РЕЗКОГО ПАДЕНИЯ КУРСА РУБЛЯ ПОСЛЕ ДЕФОЛТА»



ПРАВИЛА ИГРЫ



# «ОСНОВНОЙ РИСК ДЛЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ — ВОЗВРАЩЕНИЕ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ ЗАЕМЩИКОВ»

ОБ ОСНОВНЫХ ПЕРСПЕКТИВАХ РАЗВИТИЯ РЫНКОВ ГОСУДАРСТВЕННЫХ И КОРПОРАТИВНЫХ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НОВЫХ ИНСТРУМЕНТАХ И ВОЗМОЖНОСТЯХ, КОТОРЫЕ ДОЛЖНЫ В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ ПОЯВИТЬСЯ У УЧАСТНИКОВ РЫНКА, А ТАКЖЕ ОБ ОСНОВНЫХ РИСКАХ, ВОЗНИКШИХ НА НЕМ В СВЯЗИ С ГЛОБАЛЬНЫМ КРИЗИСОМ ЛИКВИДНОСТИ, В ИНТЕРВЬЮ ВС РАССКАЗАЛ ПРЕЗИДЕНТ ММВБ АЛЕКСАНДР ПОТЕМКИН.

## «ПРЕДПОЛАГАЕТСЯ ВВЕСТИ ПОСТАВОЧНЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ НА КОРЗИНУ ГОСБУМАГ»

**BUSINESS GUIDE:** Каковы сейчас основные проблемы и перспективы развития рынка госбумаг?



АЛЕКСАНДР ПОТЕМКИН,  
ПРЕЗИДЕНТ ММВБ

**АЛЕКСАНДР ПОТЕМКИН:** Рынок госбумаг является сегодня одним из основных сегментов российского финансового рынка, предоставляя участникам возможности инвестирования средств в сверхнадежные инструменты и обеспечивая формирование индикаторов безрисковых процентных ставок, необходимых как рынку корпоративных облигаций, так и иным сегментам финансового рынка, и экономике в целом.

Вместе с тем, за последние годы основной функцией рынка госбумаг стало обеспечение Банка России и участников финансового рынка инструментарием для управления ликвидностью. Так, сделки прямого репо с Банком России, заключаемые на рынке госбумаг, стали основным инструментом ЦБ при проведении денежно-кредитной политики, а сделки междилерского репо, совершаемые участниками рынка госбумаг, позволяют им эффективно размещать и привлекать временно свободные средства под надежное обеспечение. Как результат объем сделок прямого репо с Банком России составил в 2007 году 7,74 трлн рублей (33,4% от общего объема торгов на рынке госбумаг), а объемы сделок междилерского репо — 5,14 трлн рублей (22,2% от общего объема торгов на рынке госбумаг).

К существующим на рынке госбумаг проблемам можно отнести недостаточную ликвидность вторичного рынка, что является в значительной степени результатом концентрации бумаг в портфелях крупных пассивных инвесторов. В первую очередь речь идет об инвестировании в госбумаги пенсионных накоплений. Однако по мере дальнейшего роста объема рынка в соответствии с планами Минфина и обсуждаемого расширения инструментария для инвестирования пенсионных средств ликвидность рынка госбумаг будет расти.

**ВГ:** То есть решать проблемы рынка должен исключительно Минфин?

**А.П.:** Нет, торговые площадки тоже должны принимать в этом участие. Усилия ММВБ по развитию рынка госбумаг направлены на повышение ликвидности рынка, создание дополнительных возможностей и сервисов для участников рынка, Минфина и Банка России, приближение к международным стандартам торговли, клиринга и расчетов в рамках концепции создания в Москве международного финансового центра. При этом рынок госбумаг продолжает оставаться на ММВБ кузницей новых технологий, которые в дальнейшем работают на благо всего российского финансового рынка.

## «РЫНОК ГОСБУМАГ ПРОДОЛЖАЕТ ОСТАВАТЬСЯ НА ММВБ КУЗНИЦЕЙ НОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ, КОТОРЫЕ В ДАЛЬНЕЙШЕМ РАБОТАЮТ НА БЛАГО ВСЕГО РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА»

Если говорить о конкретных проектах на рынке госбумаг, то сейчас одним из приоритетных направлений для ММВБ является создание в дополнение к существующему «адресному» репо рынка репо с центральным контрагентом — аналогом набирающего популярность на Западе central counterparty repo. Центральным контрагент будет выступать стороной при заключении сделок репо, в связи с чем участники получают возможность заключать сделки репо вне и сверх взаимных лимитов, что существенно расширит их возможности по управлению собственной ликвидностью. При этом центральный контрагент гарантирует добросовестным участникам исполнение перед ними обязательств по сделке репо, что станет возможным посредством организации четкой системы управления рисками и построения механизма рефинансирования.

**ВГ:** Какие именно это будут сделки, какие бумаги будут приниматься в качестве залогов?

**А.П.:** Сделки репо с центральным контрагентом будут заключаться на стандартных условиях на наиболее популярные сроки репо, а в качестве обеспечения будут выступать наиболее ликвидные облигации, которые обращаются в секторе государственных ценных бумаг ММВБ. В целях снижения рисков неисполнения обязательств по таким сделкам предполагается использовать механизм первоначальных взносов. Исполнение обязательств по сделкам репо будет осуществляться посредством зачета встречных однородных обязательств. Автоматизация многих операций и сервисов позволит значительно упростить работу дилеров на этом рынке.

Не меньшее внимание будет уделяться совершенствованию технологии заключения сделок междилерского репо. В первую очередь предполагается предоставить участникам следующие новые возможности — ввод заявок репо с указанием в качестве обеспечения корзины инструментов, использование механизма первоначальных взносов и возможность отказа от получения компенсационного взноса. В настоящее время также разрабатываются индикаторы процентных ставок по рынку междилерского репо, которые станут четкими ориентирами сложившейся на рынке ситуации.

**ВГ:** А сейчас что, не хватает индикаторов стоимости денег?

**А.П.:** В связи с тем что на рынке госбумаг преобладают среднесрочные и долгосрочные инструменты, у участников отсутствуют ориентиры в определении стоимости «коротких» денег; у дилеров и инвесторов ограничены возможности по формированию и эффективному управлению своими портфелями государственных ценных бумаг. Одним из способов решения данной проблемы могло бы стать введение программы стрипования.

На сегодняшний день программы стрипования — раздельного обращения купонов и номиналов облигаций — используются в большинстве развитых стран. Одной из причин популярности программ стрипования стало то, что их введение предоставляет Министерству финансов, как эмитенту, возможность предложить участникам пользующиеся спросом краткосрочные финансовые инструменты без из-

менения политики долгосрочных заимствований и без сокращения дюраций долга. Для Банка России появление нового короткого сегмента рынка государственных ценных бумаг, сопровождающееся повышением активности участников рынка, означает формирование индикатора стоимости коротких денег, общее повышение ликвидности рынка государственных ценных бумаг и, как следствие, возможность более гибко осуществлять денежно-кредитную политику и управлять ликвидностью банковской системы.

Возможность стрипования государственных облигаций увеличивает спрос на них со стороны инвесторов, способствует снижению уровня процентных ставок, что, в свою очередь, приводит к сокращению расходов Минфина по обслуживанию госдолга.

**ВГ:** Когда планируется начало работы программ стрипования?

**А.П.:** Соответствующие предложения ММВБ были подготовлены и направлены в Министерство финансов и Банк России. При этом мы, конечно, осознаем, что проект этот долгосрочный, а для его реализации необходима разработка детальной нормативной базы по аналогии с опытом большинства зарубежных стран, где процессы стрипования и реконституции регламентируются нормативными актами министерств финансов или центральных банков. Также необходимо решение вопросов налогообложения стрипов, определение подходов к процедурам стрипования и реконституции с точки зрения бюджетной классификации.

**ВГ:** Помнится, в свое время были еще проекты, связанные со срочным рынком...

**А.П.:** Действительно, предполагается ввести в обращение поставочные фьючерсы на корзину государственных ценных бумаг. Производные инструменты на долгосрочную процентную ставку являются одним из основных типов биржевых деривативов в мире. Так, оборот по процентным фьючерсам и опционам в целом (включая производные инструменты на краткосрочную и долгосрочную процентную ставку) по итогам 2006 года составил 3,19 млрд контрактов, уступив только аналогичному показателю по индексам акций (4,45 млрд контрактов) и продемонстрировав рост около 26% по сравнению с 2005 годом. При этом в топ-20 самых торгуемых на мировом рынке финансовых деривативов по итогам 2006 года включено 11 процентных деривативов, из которых 6 — на долгосрочную процентную ставку. Доля последних в совокупном обороте всех входящих в топ-20 процентных деривативов составляет около 45%.

Рынок госбумаг России в настоящее время имеет структуру, позволяющую запустить фьючерсы на облигации с учетом необходимости обеспечить участникам возможность торговли ими и поставки базового актива с минимальными рисками непоставки или манипулирования. Помимо этого среди всех обращающихся на рынке выпусков ОФЗ можно выделить эталонные выпуски (benchmarks) с ключевыми срокам до погашения. Эталонные выпуски обладают большими объемами в обращении, и именно в них

концентрируется ликвидность рынка. Данные выпуски формируют индикаторы, определяющие расположение кривой доходности по государственным ценным бумагам в ее наиболее значимых точках.

Именно эталонные выпуски ОФЗ рассматриваются в качестве инструментов, на основе которых будут формироваться корзины государственных ценных бумаг для создания фьючерсов на государственные облигации. Для построения фьючерсов на государственные облигации предполагается разделить эталонные выпуски ОФЗ на две корзины — среднесрочные инструменты (3- и 5-летние эталоны) и долгосрочные инструменты (10-, 15- и 30-летние эталоны).

Поставка ОФЗ при исполнении фьючерсных контрактов будет осуществляться путем регистрации внесистемных сделок с ОФЗ с условиями, установленными при открытии соответствующей фьючерсной позиции. Они будут проводиться в торговой системе ММВБ участниками, назначаемыми ММВБ в рамках процедуры исполнения поставочного контракта.

**ВГ:** Вы говорили о новых контрактах. А что планируется делать для развития системы расчетов?

**А.П.:** В рамках совершенствования механизма проведения расчетов можно говорить о перспективе введения расчетов в реальном времени по крупным сделкам, заключаемым на рынке госбумаг. Необходимо отметить, что аналогичный режим был введен на фондовом рынке Фондовой биржи ММВБ с 17 марта этого года.

Важным направлением в развитии расчетной инфраструктуры рынка госбумаг является создание филиальной сети расчетной палаты ММВБ. В рамках программы создания филиальной сети РП ММВБ в 2007 году приступили к проведению операций филиалы в Ростове-на-Дону и Владивостоке, в июле этого года приступает к проведению операций филиал в Нижнем Новгороде. Большие планы по совершенствованию системы расчетов по сделкам на рынке госбумаг у ММВБ связаны и с внедряемой Банком России новой системой расчетов БЭСП. Создание филиальной сети РП ММВБ и использование БЭСП создают предпосылки к кардинальному изменению механизма межрегиональных расчетов на рынке госбумаг.

## «ОСНОВНЫМ НОВОВВЕДЕНИЕМ 2007–2008 ГОДОВ ЯВЛЯЮТСЯ БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ»

**ВГ:** А каковы основные тенденции на рынке корпоративных бондов?

**А.П.:** В 2007 году было размещено 188 выпусков корпоративных облигаций на сумму более \$18,7 млрд. Таким образом, прошедший год стал самым успешным в истории рынка — как по объему, так и по количеству первичного предложения. В январе—марте 2008 года было размещено 29 выпусков корпоративных облигаций на сумму около \$5,2 млрд. Это дает надежду на то, что, несмотря на проблемы на российском долговом рынке, связанные прежде

председателя биржевого совета ММВБ. С 1999 по 2000 год работал советником правления Внешторгбанка. С 2000 года являлся первым заместителем председателя правления банка МФК. После проведения консолидации бизнеса Росбанка и банка МФК с июля 2002 года назначен заместителем председателя правления Росбанка. Решением годового общего собрания акционеров ЗАО «Москов-

ская межбанковская валютная биржа» от 24 апреля 2003 года назначен на должность генерального директора ММВБ. С сентября 2005 года — президент ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа». Женат, имеет троих детей.

**ПОТЕМКИН АЛЕКСАНДР ИВАНОВИЧ** Родился в 1956 году в Закарпатской области Украинской ССР. Окончил экономический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова. С 1982 по 1991 год работал руководителем отдела валютных аукционов Внешэкономбанка СССР и директором Валютной биржи Госбанка СССР. С декабря 1991 по ноябрь 1998 года работал в Централь-

ном банке Российской Федерации. В 1991–1993 годах — директор центра проведения межбанковских валютных операций Госбанка СССР, начальник управления международных операций ЦБ РФ; с 1993 года — директор департамента иностранных операций ЦБ; с 1996 по 1998 год — заместитель председателя, член совета директоров Банка России. В 1993–1999 годах занимал должность



всего с дефицитом ликвидности на глобальном рынке, объем первичного рынка в 2008 году если и сократится, то незначительно. Основная причина подобной активности — необходимость для многих эмитентов рефинансировать сделанные ранее займы. Это уже подталкивает вверх процентные ставки и доходности по размещаемым бумагам и делает на вторичном рынке более четкими границы между эшелонами в зависимости от кредитного качества эмитентов. Смена тенденции обуславливает увеличение биржевой ликвидности на вторичном рынке как корпоративных, так и региональных облигаций.

Основным нововведением 2007–2008 годов на долговом рынке являются биржевые облигации. Выпуск биржевых облигаций осуществляет эмитент, чьи акции включены в котировальный список фондовой биржи. Основное их отличие от классических корпоративных в том, что регистрация эмиссии и эмиссионных документов осуществляется фондовой биржей (в том числе признание размещения несостоявшимся или выпуска недействительным). Срок обращения — не более одного года с даты начала размещения. Способ размещения — путем открытой подписки на фондовой бирже. Уведомительный порядок подведения итогов размещения. В марте этого года уже прошли первые размещения биржевых облигаций — ОАО «РБК Информационные системы» на сумму 1,5 млрд рублей и двух выпусков ОАО АвтоВАЗ общим объемом 2 млрд рублей.

**ВГ:** С точки зрения технологии построения рынка чем отличается рынок корпоративных бондов от рынка государственных?

**А. П.:** Основным отличием в организации рынка государственных ценных бумаг от корпоративного рынка является то, что ММВБ не выступает на нем организатором торгов, который устанавливает порядок проведения операций, а лишь выполняет функции торговой системы на основании договора с Банком России. Все решения в отношении структуры рынка и правил проведения операций принимаются Министерством финансов России и Банком России. В то же время на рынке корпоративных облигаций ММВБ сама устанавливает правила проведения операций.

Еще одним существенным различием этих рынков является жесткая двухуровневая схема участия на рынке государственных ценных бумаг: первый уровень — дилеры (профессиональные участники, заключившие соответствующий договор с Банком России), второй уровень — инвесторы (конечные владельцы облигаций, не являющиеся дилерами). Принятие решения о допуске участника на рынок госбумаг и присвоении статуса дилера является функцией Банка России.

С точки зрения построения механизма расчетов отличительной чертой рынка государственных ценных бумаг является межрегиональная инфраструктура, благодаря которой участники могут участвовать в торгах, не перегоня денежные средства в Москву.

В то же время технологии функционирования в части их технической реализации на обоих рынках достаточно близки.

**ВГ:** А с точки зрения этапов и динамики развития каково, на ваш взгляд, основное сходство и различие рынков государственных и корпоративных облигаций?

**А. П.:** Динамика развития рынка госбумаг в значительной части определяется эмиссионной политикой Министерства финансов. В последние годы наблюдается стабильное увеличение объема рынка, а благодаря четкой политике внутренних заимствований данное увеличение формируется за счет формирования эталонных выпусков. Необходимо отметить и уже упоминавшийся мною бурный рост операций репо с государственными ценными бумагами, причем как прямого репо с Банком России, так и междилерского репо. За три предыдущих года оборот операций репо с госбумагами увеличился более чем в десять раз. Обороты вторичного рынка также стабильно растут.

Внутренний рынок корпоративных облигаций у нас развивался чрезвычайно интересно и динамично. Он прежде всего очень самобытен: Россия чуть ли не единственная страна мира, где облигации компаний размещаются и обращаются на бирже, а не на внебиржевом рынке. Этот феномен объясняется просто: своему успешному старту в 1999 году он во многом обязан разрешению Банка России использовать для покупки облигаций компаний средства нерезидентов, находящиеся на специальных счетах типа С после финансового кризиса августа 1998 года. При этом особо оговаривалось, что размещение облигаций должно быть биржевым. Большой объем размещений корпоративных облигаций 1999–2000 годов проходил именно с использованием этих средств.

2001 год стал во многом переломным: постепенно становилось ненужным использовать корпоративные облигации для движения денежных средств со счетов типа С, и было непонятно, нужен ли российскому финансовому рынку новый инструмент. Именно в том году единственный раз за всю историю рынка рублевых облигаций снизился объем первичного предложения. Прежде всего это произошло из-за нежелания большинства эмитентов высокого и среднего кредитного качества привлекать через размещение облигаций заемные средства по ставкам 12–18% годовых, тогда как кредиты в банках, пускай и под залоговое обеспечение, обходились этим компаниям дешевле. В то же время круг инвесторов был еще достаточно узок и состоял в основном из нерезидентов, которые не видели целесообразности покупки российских долгов за рубли без использования счетов типа С. Кроме того, они просили от эмитентов существенную премию по доходности за ряд дополнительных рисков — первый выход эмитента на рынок, длительный срок, который должен был пройти между периодом размещения и обращения займа, а также за неразвитую на тот момент с нормативно-технологической точки зрения процедуру эмиссии. Но постепенно внутренняя рублевая ликвидность увеличивалась, и иностранные и крупные российские банки начали искать более доходные инструменты для вложения, в том числе рассматривая корпоративные облигации.

В период 2002–2005 годов произошел впечатляющий как количественный, так и качественный рост рынка. Ежегодно его объем практически удваивался. Расширился круг инвесторов — прежде всего за счет российских банков первого круга, также постепенно в рынок начали входить средние и небольшие российские банки и специализированные институциональные инвесторы — управляющие компании, ПИФы, пенсионные фонды. Государство, в свою очередь, активно способствовало развитию биржевого рынка облигаций, дорабатывая процедуру структурирования и размещения облигаций и давая нормативную возможность проводить операции с корпоративными облигациями новым группам инвесторов — они были включены в ломбардный список Банка России, НПФ и ПИФам разрешили держать в них часть своих резервов и т. п.

Как следствие, на рынке стали часто появляться новые имена — значительно расширился и диверсифицировался по отраслям спектр компаний — эмитентов облигаций. ФСФР России, банками — организаторами эмиссий, депозитарием и биржей было разработано или адаптировано для российского рынка огромное количество технологических новаций, касающихся структурирования займа, способа размещения, технологий досрочного выкупа и погашения облигаций.

К 2006 году российский рынок корпоративных облигаций в целом сформировался. Определились основные группы заемщиков и инвесторов. Произошла стандартизация основных технологий. 2006–2007 годы можно охарактеризовать как период, когда рынок нашел точку равновесия и перешел, несмотря на время от времени возникающие проблемы, от интенсивного развития к поступательному.

### «У ММВБ НЕТ ЦЕЛИ НЕМЕДЛЕННО НАКАЗАТЬ КОМПАНИЮ ЗА НАРУШЕНИЕ ТРЕБОВАНИЙ ЛИСТИНГА»

**ВГ:** А как на рынке корпоративного долга осуществляется контроль качества инструментов?

**А. П.:** Основной биржевой инструмент контроля качества соответствующих корпоративных инструментов — процедуры листинга. На ФБ ММВБ существует многоуровневая система котировальных списков, каждый из которых содержит определенные требования к эмитентам корпоративных облигаций. Требования включают в себя величину капитализации эмитента, срок его существования, безубыточность деятельности, структуру капитала, уровень ликвидности рынка его облигаций и, наконец, соответствие стандартам корпоративного управления, также устанавливаемым биржей. Наиболее жесткие требования применяются к эмитентам облигаций, включаемым в котировальный список А первого уровня. Основная задача биржевого листинга — обеспечение допуска к торгам ликвидных финансовых инструментов высоконадежных эмитентов и снижение рисков участников торгов и инвесторов, связанных с раскрытием информации компаниями-эмитентами. В течение всего периода нахождения ценной бумаги в котировальном списке ФБ ММВБ данная облигация, а также ее эмитент должны соответствовать биржевым требованиям. Именно с этой целью ФБ ММВБ проводит мониторинг выполнения эмитентом стандартов корпоративного управления или процедуры поддержания ценной бумаги в котировальном списке.

**ВГ:** И что делают с нарушителями конвенций?

**А. П.:** В случае выявления нарушений требований или нарушения сроков предоставления сведений и документов, подтверждающих соблюдение этих требований, биржа направляет эмитенту уведомление, содержащее указания на выявленные нарушения с указанием срока, в течение которого такие нарушения должны быть устранены. У ФБ ММВБ нет цели немедленно наказать компанию за нарушение требований листинга и провести процедуру делистинга, хотя она и вправе это сделать. Биржа дает эмитенту возможность исправить допущенные нарушения. Срок, в течение которого должно быть устранено выявленное нарушение, определяется биржей в зависимости от характера нарушения, но такой срок не может превышать шесть месяцев. Но уже по истечении этого срока, в случае если нарушения не устранены, принимается решение либо об изменении уровня листинга, либо ценная бумага делистингуется.

**ВГ:** Каковы сейчас основные риски на рынке корпоративных облигаций, в том числе связанные с проблемами с ликвидностью? Есть ли какие-либо планы действий на случай дефолта кого-либо из эмитентов?

**А. П.:** По мнению экспертов, основным риском для внутреннего рынка облигаций является возвращение на него крупных российских заемщиков, которые уже давно занимают в больших объемах за рубежом и вследствие кризиса ликвидности на глобальном рынке испытывают проблемы с рефинансированием погашаемых займов. Крупные для российского фондового рынка объемы размещений заемщиков такого класса способны создать на первичном рынке значительный «навес» предложения инструментов высокого качества с хорошей доходностью и «растолкать локтями» эмитентов второго и третьего эшелона в борьбе за деньги инвесторов. Нарушение достигнутого баланса предложения, который только-только с начала года пытается нащупать российский внутренний рынок, может теоретически привести к дефолту нескольких компаний-эмитентов. Но даже если это и произойдет, то мы не ожидаем волны дефолтов заемщиков среднего и невысокого кредитного качества. Прежде всего потому, что такого рода заемщики стали заранее готовиться к кризису и в настоящее время в большинстве своем имеют в разной степени готовности другие источники рефинансирования задолженности — накопленные собственные средства, кредитные или залоговые линии в банках, гото-

вят продажу части бизнеса как через частное размещение, так и через проведение IPO.

**ВГ:** Какие самые напряженные и самые курьезные моменты в истории развития рынков ГКО/ОФЗ и корпоративных облигаций вы могли бы отметить?

**А. П.:** Самым курьезным моментом можно считать период 2001–2003 годов. Рынок только искал себя, и банки-организаторы, чтобы привлечь эмитентов и инвесторов, пытались конструировать очень нагроможденные структуры эмиссии, используя все известные и неизвестные приемы. Вспоминаются плавающие купоны, привязанные к инфляции и курсу доллара, обеспечение выпуска облигаций акциями других компаний, погашение части номинальной стоимости в дату выплаты купонного дохода, новации уже обращающихся облигаций в облигации размещаемого выпуска и т. п. Получались настолько «интересные» и «продвинутые» выпуски облигаций, что многие инвесторы просто не могли в них разобраться. Как следствие, такие облигации часто так и оставались в портфеле банка-организатора вплоть до их погашения.

Также отмечу, что из-за специфического старта российского рынка облигаций на нем постоянно присутствовала глобальная тенденция по снижению доходности. И как только доходность опускалась до определенного уровня, на рынок одновременно рассчитывало выйти большое количество эмитентов с объемами эмиссий, намного превышающими спрос по доходностям, сложившимся на тот момент. Это создавало на рынке «навес» первичного предложения и могло вызвать резкое увеличение доходности как по размещаемым, так и по обращающимся выпускам облигаций. Тем самым мог быть нанесен существенный удар по эмитентам, которые не смогли бы размещать новые выпуски с приемлемыми уровнями объемов и доходностей. А также по инвесторам, которые могли понести существенные убытки из-за снижения цены по облигациям, обращающимся на вторичном рынке. На российском рынке корпоративных облигаций такое происходит с достаточной периодичностью, но все же хочется выделить два особенно длительных периода, в течение которых рынок пытался найти и нашел равновесие между аппетитами эмитентов и инвесторов: лето 2003-го — зима 2004-го и лето 2007-го — зима 2008-го.

**ВГ:** Какие дальнейшие тенденции в развитии рынка облигаций вы бы отметили?

**А. П.:** Сегодня можно говорить об однозначной тенденции опережающего развития рынка корпоративных облигаций. Зародившись намного позже рынка госбумаг и долгое время уступая ему по объему, к концу 2007 года рынок корпоративных облигаций обошел рынок госбумаг по номинальной стоимости. А в конце марта этого года его объем составил более 1235 млрд рублей против 1081 млрд рублей рынка госбумаг. И несмотря на планы Минфина РФ существенно увеличить в 2008–2010 годах заимствования на внутреннем рынке, разрыв между рынком корпоративных облигаций и гособлигаций в дальнейшем будет только расти. Уже сейчас на Фондовой бирже ММВБ торгуется более 700 выпусков облигаций 508 эмитентов различного кредитного качества.

Такая степень развития рынка корпоративных облигаций предьявляет повышенные требования к «приборам навигации» на нем, к которым в первую очередь относятся различные индексные индикаторы. Именно поэтому ММВБ осуществила переработку семейства индексов рынка корпоративных облигаций, результатом чего стало создание индекса MICEX CBI, являющегося преемником рассчитываемого в настоящее время индекса RCBI. Основным отличием MICEX CBI от «старого» индекса является ужесточение требований к входящим в базу расчетов облигациям — как в плане сроков до погашения, объема выпуска и среднедневного оборота торгов, так и в связи с появлением требований по рейтингу международных рейтинговых агентств.

Интервью взяла АЛЕКСАНДРА МАМАЕВА

### «СЕГОДНЯ МОЖНО ГОВОРИТЬ О ТЕНДЕНЦИИ ОПЕРЕЖАЮЩЕГО РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ. ЗАРОДИВШИЕСЯ НАМНОГО ПОЗЖЕ РЫНКА ГОСБУМАГ И ДОЛГОЕ ВРЕМЯ УСТУПАЯ ЕМУ ПО ОБЪЕМУ, К КОНЦУ 2007 ГОДА РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ОБОШЕЛ РЫНОК ГОСБУМАГ»

↑



# ОСОБЕННОСТИ НАЦИОНАЛЬНОГО ДЕФОЛТА

## ПЕРВАЯ ПОПЫТКА РОССИЙСКИХ ДЕНЕЖНЫХ ВЛАСТЕЙ СОЗДАТЬ РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ, КАК ИЗВЕСТНО, ОКОНЧИЛАСЬ В 1998 ГОДУ СИСТЕМНЫМ ФИНАНСОВЫМ КРИЗИСОМ. О ПРИЧИНАХ, ПРИВЕДШИХ РОССИЮ К ДЕФОЛТУ, НАПИСАНО ДОСТАТОЧНО МНОГО. НО СРЕДИ НИХ ЕСТЬ НЕСКОЛЬКО КЛЮЧЕВЫХ, ПОНИМАНИЕ КОТОРЫХ ДАЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ ИЗБЕЖАТЬ В БУДУЩЕМ ПОВТОРЕНИЯ СДЕЛАННЫХ В СЕРЕДИНЕ 90-Х ГОДОВ ОШИБОК.

ВИКТОР КОНОВАЛОВ, ЗАМДИРЕКТОРА «ИНТЕРФАКС-ЦЭА»

**СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ** Решение российского правительства от 17 августа 1998 года о временном замораживании рынка внутренних долговых обязательств и их последующей реструктуризации было беспрецедентным в новейшей экономической истории. Дефолт по долгам в национальной валюте объявляется крайне редко, в отличие от дефолтов по облигациям, номинированным в иностранной валюте, которые возникают чаще и в больших масштабах. Это различие продиктовано возможностью правительства обслуживать и погашать внутренний долг за счет эмиссии денежных средств, то есть расплачиваясь с кредиторами обесценивающейся национальной валютой.

С 1975 по 2005 год дефолт по обязательствам в национальной валюте объявляли 12 стран, среди которых Ангола, Хорватия, Эль-Сальвадор, Шри-Ланка, Соломоновы Острова, Венесуэла, Россия. Аргентина и Бразилия за рассматриваемый интервал времени объявляли дефолт по своим внутренним облигациям дважды. Количество же стран, которые, прибегнув к выпуску внутренних облигаций, затем полностью и в срок их обслуживали, переваливает за 70.

Несмотря на некоторое увеличение числа внутренних дефолтов за последние 20 лет, доля суверенных облигаций, номинированных в национальной валюте, по которым был объявлен дефолт, не превышает 2% от общего объема подобных заимствований. Аналогичный же показатель для международных облигаций составляет около 25%.

В случае дефолта по внутренним облигациям обычно имеет место одностороннее увеличение сроков до погашения и/или отмена привязки основных параметров эмиссии к уровню инфляции (как в Бразилии в 1987 и 1990 годах). Дефолт может также проводиться в форме частичного обмена старых денежных знаков на новые с потерей номинальной стоимости (так было в Гане в 1979 году).

Одной из причин российского кризиса 1998 года стал недостаток внимания к динамике внутреннего долга. Мировой опыт государственного управления свидетельствует о том, что в долгосрочном плане темпы прироста госдолга должны быть соотнесены с темпами экономического роста. Чем выше последние и ниже реальные процентные ставки, тем меньше проблем возникает у государства, прибегающего к займам для финансирования своих расходов. В противном случае правительства испытывают большие трудности при управлении государственным долгом и его обслуживании.

В 90-х годах в качестве основного показателя долговой нагрузки рассматривалось соотношение долга к ВВП, которое для России было не таким уж и критичным (см. таблицу) и не превышало уровня, характерного даже для большинства развитых стран. Однако российские финансовые власти игнорировали тот факт, что в развитых странах при принятии решений о государственных заимствованиях помимо размера ВВП принято учитывать множество других показателей, которые более полно и конкретно характеризуют потенциальные источники погашения государственных обязательств (налоговые доходы бюджета, валютные резервы и др.). Не был учтен и тот факт, что у финансовых рынков США и России совершенно разная емкость.

### МИРОВОЙ ОПЫТ ГОСУДАРСТВЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ О ТОМ, ЧТО В ДОЛГОСРОЧНОМ ПЛАНЕ ТЕМПЫ ПРИРОСТА ГОСДОЛГА ДОЛЖНЫ БЫТЬ СООТНЕСЕНЫ С ТЕМПАМИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Сравнивая Россию с ее примерно 20-процентным уровнем долга по отношению к ВВП в 1997 году со странами с развивающимися финансовыми рынками, легко увидеть, что, к примеру, в Аргентине объем внутренних государственных ценных бумаг к ВВП составлял около 3%, в Мексике — около 5%, в Польше — примерно 7%.

По мнению старшего советника по макроэкономике фонда «Центр развития фондового рынка» Юрия Данилова, одной из главных ошибок российского правительства в середине 90-х годов было следование теории эквивалентности Барро-Рикардо, рассматривающей государственный долг как замену налоговым доходам в среднесрочной перспективе. Лишь в 1997–1998 годах на фоне нараставшего финансового кризиса эту теорию уточнили применительно к условиям развивающихся рынков. Оказалось, что в таких случаях следует учитывать различного рода дополнительные условия. Так, исследования латиноамериканских рынков указали на важность валютной структуры государственного долга. Выработанные рекомендации позднее позволили Бразилии избежать острейшего долгового и валютного кризиса.

Пример Аргентины, напротив, показал, что может произойти, если игнорировать эти рекомендации. Российский (1998 год) и аргентинский (2001–2002 годы) кризисы схожи, ибо в обоих случаях немалая часть внутреннего долга превратилась в долг, выраженный прямо (как в Аргентине) или опосредованно (как в России) в иностранной валюте. В основе аргентинского кризиса — по внешним признакам валютного — лежала неспособность обслуживать государственный долг, привязанный к твердой иностранной валюте (национальная валюта песо была привязана к доллару в соответствии с принципом *citgencsu board*). В России же из-за ошибок, допущенных при регулировании финансового рынка, долговой кризис перерос в валютно-долговой.

Размер российского внутреннего государственного долга к 1998 году оказался несовместим с емкостью отечественного финансового рынка, который был слабо развит, о чем свидетельствуют низкое качество его основных структурных характеристик и минимальный спрос на финансовые инструменты. Избыточное увеличение объема государственных заимствований на рынке ГКО вызвало к концу 1995 года рост доходности размещаемых обязательств, которая в течение нескольких лет превышала темпы инфляции. В таких условиях, наращивать объем внутреннего долга было неразумно, особенно учитывая тот факт, что параметры возможных заимствований за рубежом в тот период были куда более привлекательными как с точки зрения процентных ставок, так и сроков заимствований.

Пытаясь сдержать доходность ГКО, государство тогда начало рассматривать возможности привлечения иностранных капиталов. В сочетании с гарантиями неизменности валютного курса высокая рублевая доходность ГКО означала и крайне привлекательную для международных финансовых спекулянтов валютную доходность. В таких условиях возник феномен иностранных инвестиций в привлекательные внутренние государственные ценные бумаги. Оставаясь формально внутренним, по

«национальному составу» кредиторов государственный долг стал преимущественно внешним.

Приход нерезидентов вызвал увеличение продаж иностранной валюты, в результате чего курс доллара упал, а рубля, напротив, вырос. Таким образом, создавалась иллюзия силы национальной валюты, и Центральный банк РФ взял на себя обязательство поддерживать курс рубля в рамках валютного коридора. Чтобы сломать его, не нужен был даже уход иностранных капиталов. Трудности с поддержанием заданного курса рубля возникли сразу же после того, как прекратился приток иностранных инвестиций в Россию.

В сложившихся условиях правительство и Центральный банк отказались поддержать рынок ГКО/ОФЗ и сосредоточили свои усилия на валютном рынке ради защиты рубля. В то же время, по мнению многих экономистов, в этот период важно было поддерживать рынок государственных ценных бумаг, так как значительную часть инвестиций в ГКО/ОФЗ сделали (официально или неофициально) иностранные инвесторы. Отказ же от поддержки рынка ГКО/ОФЗ кардинально ухудшал соотношение спроса и предложения на валютном рынке, так как резко увеличившийся приток на него рублей, вырученных от продажи ГКО, делал защиту рубля от девальвации бессмысленной.

**УРОКИ ИСТОРИИ** Российский рынок внутреннего госдолга после кризиса 1998 года долгое время оставался неинтересным для иностранных инвесторов — в первую очередь из-за введенных правительством и ЦБ ограничений на операции нерезидентов с рублевыми гособлигациями.

Лишь после того как летом 2006 года в России были сняты ограничения на проведение валютных операций, связанных с оттоком и притоком капитала, на рынке наметился рост интереса иностранных инвесторов к покупке отечественных госбумаг. При этом тенденция к росту проявилась уже во втором квартале 2006 года, когда вложения нерезидентов во внутренние госбумаги РФ увеличились в три раза — с \$0,04 млрд на 1 апреля до \$0,12 млрд на 1 июля 2006 года. К середине прошлого года, согласно данным ЦБ РФ, объем вложений нерезидентов в ОФЗ, номинированные в рублях, увеличился до \$0,73 млрд по номиналу.

Вместе с тем ухудшение ситуации на мировых кредитных и долговых рынках, происшедшее во второй половине 2007 года, вызвало отток средств нерезидентов с рынка: их вложения в облигации федерального займа снизились более чем в два раза (до \$0,35 млрд).

Данные Минфина о динамике внутреннего госдолга РФ, размещенные на веб-сайте министерства, позволяют оценить изменение доли нерезидентов в задолженности по ОФЗ. На 1 июля 2006 года госдолг составлял 906,98 млрд рублей, или \$33,66 млрд, на 1 июля 2007 года он увеличился до 1095,6 млрд рублей (без учета ГСО), или до \$42,58 млрд, к 1 января 2008 года — до 1147,4 млрд рублей, или \$46,74 млрд.

Таким образом, доля нерезидентов на рынке за год (с 1 июля 2006 по 1 июля 2007 года) возросла с 0,36% до 1,71%, а затем за полгода уменьшилась до 0,75%.

Вывод иностранного капитала и сокращение лимитов кредитования иностранными банками привели в августе — начале сентября прошлого года к росту стоимости рублевых межбанковских кредитов, что, в свою очередь, вызвало снижение спроса на финансовые активы и со стороны российских инвесторов. Процентные ставки на рынке госбумаг приблизились к годовым максимумам, поднявшись в среднем на 15–20 базисных пунктов (к примеру, доходность 30-летнего выпуска ОФЗ превысила 7% годовых).

Российские монетарные власти приняли тогда ряд мер по улучшению ситуации с ликвидностью. Были смягчены условия рефинансирования и снижены нормы резервирования, но наиболее ярким поступком стал выход Банка России на вторичные торги рублевыми гособлигациями. При этом ЦБ РФ выкупил с рынка бумаги по ценовым уровням докризисного периода приблизительно на 50 млрд рублей, поддержав тем самым в нужный момент рынок и не дав сформироваться паническим настроениям. Все эти примеры ярко свидетельствуют о том, что из кризиса 1998 года монетарные власти извлекли уроки, и теперь мы видим, что для стабилизации ситуации на рынке Центробанк оперативно принимает целый комплекс мер, не давая развиться панике.

Конечно, немаловажным фактором в нынешней ситуации является и отсутствие необходимости у Минфина проводить активные заимствования на рынке из-за существующего профицита бюджета. Министерство финансов без особых последствий может отменять и переносить размещения облигаций, в случае если процентные ставки его не устраивают. Так, к примеру, госдолг РФ во внутренних госбумагах в марте 2008 года уменьшился на 28,517 млрд рублей, или на 2,1% — до 1302,3 млрд рублей (на 1 января 2008 года долг составлял 1248,8 млрд рублей).

Снижение внутреннего долга за один месяц произошло впервые с лета 2004 года. Тогда на фоне банковских проблем с ликвидностью, приобретших характер финансового кризиса, объем внутреннего долга уменьшался сначала в июне на 13,023 млрд рублей, затем в августе — на 10,533 млрд рублей.

В середине марта текущего года Минфин в целях пополнения ликвидности провел впервые за последние пять лет досрочный выкуп ОФЗ за полтора месяца до окончания срока их обращения. Были выкуплены бумаги более чем на 22 млрд рублей.

Из предложенных в марте к размещению ОФЗ общим объемом 50 млрд рублей участниками были приобретены лишь 34% против 62% в январе и 52% в феврале. Средний коэффициент размещения на аукционах первого квартала текущего года составил 46,5%.

Министерство финансов в 2008 году планирует выпустить облигации федерального займа на 374 млрд рублей, государственные сберегательные облигации — на 105 млрд рублей. Однако из-за существующих проблем с ликвидностью банковского сектора и низкого спроса на рублевые госбумаги со стороны инвесторов объемы размещения, скорее всего, окажутся заметно ниже. ■

| ДИНАМИКА ВНУТРЕННЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА И ВВП |                  |                 |          |                                 |
|---------------------------------------------------|------------------|-----------------|----------|---------------------------------|
| ГОД                                               | ДОЛГ (МЛРД РУБ.) | ВВП (МЛРД РУБ.) | ДОЛГ/ВВП | ОТНОШЕНИЕ ПРИРОСТОВ ДОЛГА И ВВП |
| 1993                                              | 15,97            | 171,5           | 0,09     | —                               |
| 1994                                              | 88,4             | 610,70          | 0,14     | 1,77                            |
| 1995                                              | 188,29           | 1540,50         | 0,12     | 0,74                            |
| 1996                                              | 265,56           | 2145,70         | 0,17     | 2,40                            |
| 1997                                              | 499,55           | 2478,60         | 0,2      | 2,36                            |
| ПЕРВАЯ ПОЛОВИНА 1998-ГО (В ПЕРЕСЧЕТЕ НА ГОД)      | 628,43           | 1177,46         | 0,27     | —                               |

ИСТОЧНИК: «ОСОБЕННОСТИ НАЦИОНАЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ», ЮРИЙ ДАНИЛОВ.



# ДОЛГОВЫЕ ИСТОРИИ

НЕРЕДКО ЛУЧШЕ ВСЕГО О СОСТОЯНИИ РЫНКА ГОВО-  
РЯТ НЕ ЦИФРЫ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ, А ОБЫЧНЫЕ ИСТОРИИ — ИЗ ЧИСЛА ТЕХ, ЧТО ПРИНЯ-  
ТО НАЗЫВАТЬ БАЙКАМИ. КОГДА МЫ ПРЕДЛОЖИЛИ УЧАСТНИКАМ ПЕРВЫХ ТОРГОВ ГКО ВСПОМ-  
НИТЬ СОБЫТИЯ 15-ЛЕТНЕЙ ДАВНОСТИ, ИХ ПЕРВАЯ РЕАКЦИЯ САМА ПО СЕБЕ УЖЕ БЫЛА КУРЬЕЗ-  
НОЙ — ОТ ХОХОТА ИЛИ НЕДОВЕРЧИВОГО «А ЗАЧЕМ ВАМ? ТОЧНО ДЛЯ СТАТЬИ?» ДО КАТЕГОРИЧНО-  
ГО И СЕРЬЕЗНОГО «КАКИЕ ТУТ МОГУТ БЫТЬ БАЙКИ, ЭТО ЖЕ ГОСДОЛГ, ПОНИМАЕТЕ?».

ОЛЬГА КОЧЕВА

В 1993 году рынок, как и его профессиональные участники (нередко трейдер ГКО еще бегал на пересдачи в университет), был очень молодым, что порой порождало забавные случаи. Андрей Пресняков, в прошлом дилер Конверсбанка, в настоящем коммерческий директор Московского зоопарка, вспоминает об особенностях депозитарной деятельности в начале 90-х: «Тогда нас допускали к торгам только после того, как Татьяна Королькова, отвечавшая в ЦБ за сбор отчетности, получала от трейдера дискетку с информацией о проделанной работе. Это были самые первые намеки на депозитарную деятельность, и всю рутинную работу по учету бумаг проделывали сами трейдеры. Сдавать дискетку надо было строго раз в неделю. По молодости я часто забывал, иногда не случайно, заполнять ее. Спустя некоторое время, когда Таня открыла сданные мною файлы, она обнаружила, что я ни разу не сдавал ей нужный текст полностью. Удивительно, но отговорки типа „забыл — исправлюсь“ проходили даже в таком серьезном учреждении, как ЦБ».

Впрочем, не все были на короткой ноге с ЦБ, поэтому за свою забывчивость многим приходилось оправдываться перед начальством. Бывший дилер Диалог Банка, а ныне вице-президент ИК «Тройка Диалог» Алексей Долгих: «У нас тогда все было в бумажном виде. Для того чтобы поучаствовать в аукционе, надо было собрать кучу бумажек и представить столько же подписей и печатей в ЦБ и на бирже. А люди были в основном молодые, только-только со студенческой скамьи и по молодости могли забыть об этом. Так однажды и случилось. У нас наклеивалась гигантская по тем меркам заявка где-то на \$2 млн. Но как только дело дошло до главного — до покупки, выяснилось, что мы забыли в ЦБ проставить печать. Наши контрагенты недовольны, мы тоже представляем, какой нагоняй получим от начальства. В общем, сорвалась сделка. Перед начальством как-то выкрутились, но скандал был грандиозный».

Нелепость некоторых случаев привела даже к пересмотру формы отчетности. Антон Суховерко, работавший в 90-х дилером Международного московского банка, рассказал о коллегах такую историю: «Тогда были очень распространены скрытые сделки. То есть на экране выставлялась заявка на покупку или продажу одного количества бумаг (как правило, меньшее), а на самом деле в графе „скрыто“ ставилось другое, большее число. Это делалось, чтобы дилер с крупной заявкой не мог сильно сдвинуть рынок, ведь объемы торгов тогда были очень скромными. Чтобы не сильно обозначать свое присутствие на рынке и не оказаться слоном в посудной лавке, такими заявками пользовался ЦБ РФ. И вот однажды какой-то новичок попался на эту удочку. Ему надо было купить одну бумагу, он видит как раз в системе заявку на продажу одной бумаги. И преспокойно выставляет встречную заявку на покупку, не подозревая подвоха. Он не видит, что его контрагент собирается продать не одну, а 10 тыс. бумаг. Заявка удовлетворяется. Заканчиваются торги, все ждут биржевых отчетов. Тогда они были в бумажном виде, по каждой сделке распечатывался отдельный отчет, поэтому на их подготовку уходило немало времени. И вот наконец этим не подозревающим ни о чем счастливым приносит огром-

ную кипу бумаг — по 10 тыс. сделок каждому. Заполнение соответствующих форм и стало их „бонусом“. После этого случая скрытые заявки запретили. И возобновили только после того, как отчетность приняла электронный вид».

Дилеров ЦБ тоже не минула участь попасть в брокерский фольклор. Над лпами этих серьезных людей потешался иногда весь рынок. Один из дилеров рассказал историю о том, как дилер ЦБ хотел перехитрить остальных участников торгов: «Тогда еще не было удаленных рабочих мест и все аккредитованные дилеры сидели вместе в большом зале на Зубовском бульваре. Однажды на моих глазах произошла следующая история. В системе начали появляться заявки выше номинала. У ГКО номинал был равен 100 рублям. Выше номинала они торговаться в принципе не могут, так как это означает отрицательную доходность, то есть убыточную позицию по бумаге. Представьте недоумение рынка, когда начинают появляться заявки на покупку по цене выше номинала ГКО с датой погашения через день. Сперва мы заподозрили какой-то подвох, потом подумали-подумали и начали продавать тем, кто так расщедрился. Мое рабочее место находилось тогда недалеко от доски, где сидели дилеры ЦБ. Сижу и слышу, как они шушукаются. Разговор примерно следующий: „Ты что делаешь, дурачье?“ — „А что? Все равно их погасят“. Из этого диалога мне стало ясно, что „хитрый“ замысел дилера был банальной ошибкой по незнанию. Он просто не догадывался, что приносит себе же убыток. Видимо, у них была задача выкупить какую-то долю выпуска перед погашением, но они немного перестарались».

Довольно распространенными на заре рынка были и ситуации, когда трейдеры путали один выпуск с другим и продавали ГКО по цене существенно ниже или выше рыночной. Антон Суховерко: «Я, наверное, был первым, кто совершил такую ошибку. Во время первого аукциона мы ничего не купили. Во втором решили поучаствовать. И тут я путаю выпуски и выставляю заявку на покупку ГКО второго выпуска по цене первого выпуска, которые стоили дороже. Более того, потом пытался даже сам себе продать, но не успел. Коллеги опередили».

В первом дилерском зале на Зубовском бульваре дилеры сидели довольно кучно, что порой создавало предпосылки для не совсем честной игры. Один из участников первых торгов рассказал нам такую историю: «На первом аукционе ГКО наш банк купил около 50% всего выпуска. Рынок неликвидный, торги проходят чуть ли не два раза в неделю. Проходят слухи о втором выпуске, который наше руководст-

во посчитало более интересным для покупки. Нужны деньги. И наш генеральный директор принимает решение продать какую-то часть от первого выпуска, чтобы поучаствовать во втором аукционе. Мне говорят продать чуть ли не 20% от имеющихся бумаг — сумасшедшая по тем меркам сумма. Продаю первый день, второй. Денег почти ни у кого уже не осталось. Продал все что мог. Мы, тогда молодые мальчишки, реального рынка не видели, поэтому чуть что — сразу за трубку телефона и звоним начальству докладывать обстановку. Рядом сидит дилер из другого крупного банка. Я смотрю — он так внимательно слушает весь мой разговор по телефону с начальством. Заканчиваются торги, всем разносят результаты сделок. Ну, я его решил так подколоть. Спрашиваю: „Ну а ты что делал?“ Он мне: „А я за тобой наблюдал“. Оказалось, что он торговал на моей же информации».

Контроль Центрального банка над внутрицеховыми отношениями начинал чувствоваться тогда, когда эти отношения становились слишком тесными. Константин Волков, президент Национальной фондовой ассоциации (НФА), вспоминает, как, будучи дилером Мост-банка, чуть не поплатился должностью за попытку организовать дискуссионный кружок: «После первых же месяцев работы у меня появилось ощущение, что рынок с такими объемами долго не протянет. Первые размещенные объемы были смешными — 1–3 млрд рублей. У трейдеров задача тоже была не из легких. Каждый раз на размещении очередного выпуска нам приходилось мучиться двойной проблемой — с одной стороны, не поставить высоких цен, с другой стороны, не пролететь мимо аукциона. Ситуация осложнялась тем, что инфляция была бешеной и проценты на выделяемые банком под аукцион и незадействованные деньги также были высокими. У меня появилось ощущение, что нам надо сформировать что-то вроде клуба, в котором мы могли бы собираться и обсуждать проблемы. Я начал продвигать эту идею среди дилеров других банков. В результате слухи дошли до Банка России. А тогда рынок только-только складывался, и Центробанку совсем не хотелось получить организованную массу участников, которые бы действовали в своих интересах. В общем, меня заподозрили в том, что я занимаюсь противоправными действиями. Покойный Андрей Андреевич Козлов с большим подозрением отнесся к моей инициативе. Однажды сижу торгую и слышу, как по системе громкоговорящей связи объявляют примерно следующее: „По имеющейся информации, коллега из Мост-банка занимается организацией монопольной группы. При повторе подобных попы-

ток он будет изгнан из числа трейдеров, а у банка будет отобрана дилерская лицензия“. Сейчас смешно, но тогда мороз по коже пробежал. Парадокс в том, что всего через два года идея создания саморегулируемой организации НФА зародилась именно у Андрея Козлова, который и обратился ко мне с предложением возглавить ассоциацию».

Иногда дилерам самим приходилось осаждать излишне любопытных представителей власти. Игорь Полостяной, в прошлом дилер банка «Санкт-Петербург», а сейчас начальник департамента операций на финансовых рынках НОМОС-банка, запомнил визит в зал на Зубовском бульваре в 1994 году премьер-министра Виктора Черномырдина: «Его водили-водили по залу от монитора к монитору. У него был очень заинтересованный вид, и вот в какой-то момент он проявил повышенную любознательность и прямо полез в экран к одному трейдеру. Его тут же осекли, дав понять, чтобы не лез под руку. Здесь же торгуют госдолгом!»

Впрочем, самим представителям власти тоже есть что вспомнить про участников рынка. Зампред Банка России Константин Корищенко, на старте рынка ГКО работавший начальником отдела вторичного рынка управления ценных бумаг ЦБ, вспоминает такую историю: «Это было в 94-м году или в начале 95-го — сейчас точно не вспомню. Тогда к руководителю одной из региональных валютных бирж, которые обеспечивали доступ на рынок ГКО, приехали коллеги из одного большого сибирского города и спросили, не поможет ли им их большой друг и уважаемый крупный московский руководитель биржи купить ГКО. На вопрос же, в чем сложности и чем, собственно, можно помочь — аукционы, мол, регулярно проходят, бери — не хочу, был получен довольно оригинальный ответ. Оказалось, что сибиряки хотят купить „другие“ ГКО — те, которые выпускаются для сотрудников ЦБ. После чего долго доказывали, что таковые действительно существуют и продаются в рамках закрытого спецраспределителя. После долгих разбирательств выяснилось, что дело в следующем. В свое время, когда готовились первые документы по выпуску ГКО, их не публиковали ни в журналах, ни в газетах — просто на бирже были изданы соответствующие брошюры и розданы дилерам. Но из-за технической ошибки среди документов, которые были сброшюрованы, оказался приказ ЦБ о проведении операций на рынке. Сам приказ в принципе был открытым, но там каким-то чудесным образом оказалось еще и приложение к нему, устанавливающее лимиты операций для конкретных сотрудников Центробанка. Условно говоря, „Андрей Козлов — 5 млн рублей, Константин Корищенко — 1 млн рублей и т. д.“. Словом, обычные лимиты, устанавливаемые в рамках риск-менеджмента. Причем поскольку рынок ГКО только зарождался, то на самом деле объемы этих лимитов были фактически взяты с потолка. Но по той же причине незрелости рынка они произвели страшный фурор, и долго еще ходили легенды, что существуют какие-то отдельные ГКО для сотрудников ЦБ. Достаточно сказать, что даже представитель московской биржи, которому сибиряки предъявили данный список, поначалу просто опешил и пообещал выяснить, где продают „специальные“ бумаги».

**«ПРЕДСТАВЬТЕ НЕДОУМИЕНИЕ РЫНКА, КОГДА НАЧИНАЮТ ПОЯВЛЯТЬСЯ ЗАЯВКИ НА ПОКУПКУ ПО ЦЕНЕ ВЫШЕ НОМИНАЛА ГКО С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ЧЕРЕЗ ДЕНЬ. СПЕРВА МЫ ЗАПОДОЗРИЛИ КАКОЙ-ТО ПОДВОХ, ПОТОМ ПОДУМАЛИ-ПОДУМАЛИ И НАЧАЛИ ПРОДАВАТЬ ТЕМ, КТО ТАК РАСЩЕДРИЛСЯ»**

↑



ПЕТР РУШAYTO

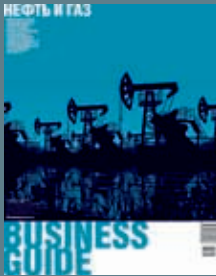
ЧЕРЕЗ 15 ЛЕТ ПОСЛЕ СТАРТА РЫНКА ГКО ПУТИ ЕГО УЧАСТНИКОВ НЕОЖИДАННО ПЕРЕСЕКЛИСЬ: ОДИН ИЗ ПЕРВЫХ ДИЛЕРОВ СЕЙЧАС РАБОТАЕТ ФИНАНСОВЫМ ДИРЕКТОРОМ МОСКОВСКОГО ЗООПАРКА, А ОРГАНИЗАТОР ТОРГОВ — ПОДКАРМЛИВАЕТ ЕГО ПИТОМЦЕВ



| РЕЙТИНГ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ГКО-ОФЗ 2003–2007 ГОДОВ |                                                                                                                            |        |                                                                                                |
|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| МЕСТО*                                           | НАИМЕНОВАНИЕ ДИЛЕРА                                                                                                        | МЕСТО* | НАИМЕНОВАНИЕ ДИЛЕРА                                                                            |
| 1                                                | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»                                                    | 84     | ЗАО «ИБ „КАЛИОН РУСБАНК“» (РАНЕЕ — ЗАО «КБ „КРЕДИ ЛИОНЗ РУСБАНК“»)                             |
| 2                                                | ОАО «ГАЗПРОМБАНК»                                                                                                          | 85     | ООО «КБ „Д.Ж. П. МОРГАН БАНК ИНТЕРНЕШЛ“»                                                       |
| 3                                                | ЗАО «МЕЖДУНАРОДНЫЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК»                                                                                      | 86     | ОАО «НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОСМИЧЕСКИЙ БАНК»                                                            |
| 4                                                | ОАО «КБ „ПЕТРОКОММЕРЦ“»                                                                                                    | 87     | ОАО «АКБ „ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ТОРГОВЫЙ БАНК“»                                                       |
| 5                                                | ОАО «БАНК „ВТБ СЕВЕРО-ЗАПАД“» (РАНЕЕ — ОАО «ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК») ООО «КИТ ФИНАНС» (РАНЕЕ — ООО «ВЗБ-ИНВЕСТ.РУ») | 88     | ОАО «АБ „СОДЕЙСТВИЕ ОБЩЕСТВЕННЫМ ИНИЦИАТИВАМ“»                                                 |
| 6                                                | ЗАО «КБ „СИТИБАНК“»                                                                                                        | 89     | ЗАО «СВЕРДЛОВСКИЙ ГУБЕРНСКИЙ БАНК»                                                             |
| 7                                                | ЗАО «ИЖ „ТРОЙКА ДИАЛОГ“»                                                                                                   | 90     | ОАО «ВСЕРОССИЙСКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ РЕГИОНОВ»                                                     |
| 9                                                | ОАО «АКБ „БАНК МОСКВЫ“»                                                                                                    | 91     | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ ЗАПАДНО-СИБИРСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК»                                          |
| 10                                               | ОАО «БАНК ВТБ»                                                                                                             | 92     | ООО «ПЕРВЫЙ ЧЕШСКО-РОССИЙСКИЙ БАНК»                                                            |
| 11                                               | ЗАО «АКБ „ЦЕНТРОКРЕДИТ“»                                                                                                   | 93     | ОАО «БАЛТИЙСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК»                                                           |
| 12                                               | ОАО «МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ СВЯЗИ И ИНФОРМАТИКИ»                                                       | 94     | ООО «ФК „МЕГАТРАСТОЙЛ“»                                                                        |
| 13                                               | ЗАО «ЮНИКРЕДИТ БАНК» (РАНЕЕ — ЗАО «МЕЖДУНАРОДНЫЙ МОСКОВСКИЙ БАНК») ОАО «ПРОМСВЯЗЬБАНК»                                     | 95     | ОАО «БД „ОТКРЫТИЕ“»                                                                            |
| 14                                               | ОАО «ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК „ТРАСТ“»                                                                                          | 96     | ОАО «АКБ „СОЮЗ“»                                                                               |
| 15                                               | ЗАО «БАНК ВТБ 24»                                                                                                          | 97     | ЗАО «КБ „РУССКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК“»                                                          |
| 16                                               | ЗАО «БАНК „КРЕДИТ СВИС“» (МОСКВА)                                                                                          | 98     | ЗАО «АКБ „БАНК НА КРАСНЫХ ВОРОТАХ“»                                                            |
| 17                                               | ОАО «БАНК „УРАЛСИБ“»                                                                                                       | 99     | ООО «РЕНЕССАНС БРОКЕР»                                                                         |
| 18                                               | ОАО «НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК „ТРАСТ“» (РАНЕЕ — ОАО «АКБ „БАНК МЕНАТЕП САНКТ-ПЕТЕРБУРГ“»)                                         | 100    | ОАО «АКБ „РАСЧЕТНЫЙ ОБЪЕДИНЕННЫЙ СОЮЗНЫЙ ЕВРОПЕЙСКИЙ БАНК“»                                    |
| 20                                               | ЗАО «ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)»                                                                                                   | 101    | ОАО «ПЕРВЫЙ ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАНК»                                                                 |
| 21                                               | ОАО «ХАНТЫ-МАНСКИЙСКИЙ БАНК»                                                                                               | 102    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННО-КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК „СТАВРОПОЛЬЕ“»       |
| 22                                               | ГК «БАНК РАЗВИТИЯ И ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ» (ВНЕШЭКОНОМБАНК)                                                     | 103    | ЗАО «КБ „ЕВРОПЕЙСКИЙ ТРАСТОВЫЙ БАНК“»                                                          |
| 23                                               | ЗАО «РАЙФФАЙЗЕНБАНК»                                                                                                       | 104    | ОАО «АБ „ИБГ НИКОЙЛ“»                                                                          |
| 24                                               | ОАО «АЛЬФА-БАНК»                                                                                                           | 105    | ОАО «АКБ „ЭЛЕКТРОНИКА“»                                                                        |
| 25                                               | ОАО «НОМОС-БАНК»                                                                                                           | 106    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОДЕЙСТВИЯ КОММЕРЦИИ И БИЗНЕСУ»                             |
| 26                                               | ЗАО «МОСКОВСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ЕВРАЗИЯ-ЦЕНТР“»                                                                         | 107    | ОАО «СТОЛИЧНЫЙ ТОРГОВЫЙ БАНК»                                                                  |
| 27                                               | ОАО «УРАЛЬСКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ»                                                                              | 108    | ЗАО «ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ РОССИЙСКИЙ ЭКСПОРТНО-ИМПОРТНЫЙ БАНК»                   |
| 28                                               | ОАО «ИНКАСБАНК»                                                                                                            | 109    | ОАО «КБ ЮНИКОР»                                                                                |
| 29                                               | ООО «ДОЙЧЕБАНК»                                                                                                            | 110    | ЗАО «ДЕКСИЯ БАНК»                                                                              |
| 30                                               | ОАО «БИНБАНК»                                                                                                              | 111    | ОАО «АБ „КУЗНЕЦКБИЗНЕСБАНК“»                                                                   |
| 31                                               | ООО «ИЖ „ВЕЛЕС КАПИТАЛ“»                                                                                                   | 112    | ЗАО «АКБ „ФОРПОСТ“»                                                                            |
| 32                                               | ОАО «АБ „РОССИЯ“»                                                                                                          | 113    | ООО «КБ „СМОЛЕНСКИЙ БАНК“»                                                                     |
| 33                                               | ОАО «ТРАНСКРЕДИТБАНК»                                                                                                      | 114    | ООО «КБ „МОСККОММЕРЦБАНК“»                                                                     |
| 34                                               | ЗАО «АБН АМРО БАНК»                                                                                                        | 115    | ООО «БАНК „ТАНДЕМ“»                                                                            |
| 35                                               | ОАО «АКБ „МОСКОВСКИЙ ИНДУСТРИАЛЬНЫЙ БАНК“»                                                                                 | 116    | ОАО «ИБ „КИТ ФИНАНС“» (РАНЕЕ — ОАО «ВЗБ-ИНВЕСТ БАНК») ОАО «КБ „СОЦИАЛЬНЫЙ ГОРОДСКОЙ БАНК“»     |
| 36                                               | ОАО «АКБ „МОСКОВСКИЙ ДЕЛОВОЙ МИР“»                                                                                         | 117    | ОАО «АКБ „МОСКОВСКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ“»                                           |
| 37                                               | ОАО «БАЛТИЙСКИЙ БАНК»                                                                                                      | 118    | ОАО «АКБ „НАЦИОНАЛЬНЫЙ РЕЗЕРВНЫЙ БАНК“»                                                        |
| 38                                               | ОАО «АКБ „АК БАРС“»                                                                                                        | 119    | ОАО «АКБ „ПРИМОРЬЕ“»                                                                           |
| 39                                               | ОАО «АКБ „РОСБАНК“»                                                                                                        | 120    | ОАО «АКБ „НАЦИОНАЛЬНЫЙ ЗАЛОГОВЫЙ БАНК“»                                                        |
| 40                                               | ОАО «УРСА БАНК»                                                                                                            | 121    | ОАО «ВОЛГО-КАСПИЙСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК»                                                        |
| 41                                               | ОАО «БАНК „ВОЗРОЖДЕНИЕ“»                                                                                                   | 122    | ЗАО «НОВОСИБИРСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ РЕГИОНАЛЬНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ВНЕШТОРГБАНКА»                   |
| 42                                               | ЗАО «КОНВЕРСБАНК»                                                                                                          | 123    | ОАО «АКБ „РУССКИЙ ГЕНЕРАЛЬНЫЙ БАНК“»                                                           |
| 43                                               | ОАО «МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК САНКТ-ПЕТЕРБУРГА»                                                                                  | 124    | ООО «ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ „Ю БИ ЗС БАНК“»                                  |
| 44                                               | ЗАО «АКБ „ИНТЕРПРОМБАНК“»                                                                                                  | 125    | ООО «ИЖ „КАПИТАЛЬ“»                                                                            |
| 45                                               | ОАО «БАНК „САНКТ-ПЕТЕРБУРГ“»                                                                                               | 126    | ОАО «М2М ПРАЙВЕТ БАНК»                                                                         |
| 46                                               | ЗАО «АКБ „ТРАНСКАПИТАЛБАНК“»                                                                                               | 127    | ЗАО «БАЛТИЙСКОЕ ФИНАНСОВОЕ АГЕНТСТВО»                                                          |
| 47                                               | ОАО «КБ „СТРОЙКРЕДИТ“»                                                                                                     | 128    | ЗАО «ГАЗЭНЕРГОПРОМБАНК»                                                                        |
| 48                                               | ООО «АТОН»                                                                                                                 | 129    | ЗАО «ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК»                                                            |
| 49                                               | ОАО «БАНК „ЗЕНИТ“»                                                                                                         | 130    | ОАО «ГУТА-БАНК»                                                                                |
| 50                                               | ЗАО «АКБ „АБСОЛЮТ“»                                                                                                        | 131    | ОАО «БАНК КОНВЕРСИИ „СНЕЖИНСКИЙ“»                                                              |
| 51                                               | ОАО «АИЖБ „ТАТФОНДБАНК“»                                                                                                   | 132    | ОАО «РОССИЙСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК»                                                |
| 52                                               | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ ЧЕЛЯБИНСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК „ЧЕЛЯБИИНВЕСТБАНК“»                                                       | 133    | ОАО «АКБ „КРЕДИТ „МОСКВА“»                                                                     |
| 53                                               | ООО «ЗИЧ-ЗС-БИ-СИ БАНК (РР)»                                                                                               | 134    | ГК «БАНК РАЗВИТИЯ И ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ» (ВНЕШЭКОНОМБАНК)                         |
| 54                                               | ОАО «АБ „ОРГРЗСБАНК“»                                                                                                      | 135    | ООО «ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК „ВЕСТА“»                                                              |
| 55                                               | ОАО «РОССИЙСКИЙ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫЙ БАНК»                                                                                 | 136    | ОАО «УРАЛСИБ-ЮГ БАНК»                                                                          |
| 56                                               | ООО «КБ „КРЕДИТНЫЙ АГРОПРОМБАНК“»                                                                                          | 137    | ЗАО «АК „ИНТЕРПРОГРЕССБАНК“»                                                                   |
| 57                                               | ЗАО «КБ „РУССКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ“»                                                                                           | 138    | ООО «КБ „ГРАНД ИНВЕСТ БАНК“»                                                                   |
| 58                                               | ЗАО «СТАНДАРТ БАНК»                                                                                                        | 139    | ОАО «НОВОСИБИРСКИЙ СОЦИАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ЛЕВОБЕРЕЖНЫЙ“»                                |
| 59                                               | ОАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК»                                                                                            | 140    | ОАО «ИЗБ „ИМПЛЭКСБАНК“»                                                                        |
| 60                                               | ООО «КБ „СЕВЕРО-ВОСТОЧНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК“»                                                                            | 141    | ОАО «КОМИ РЕГИОНАЛЬНЫЙ БАНК „УХТАБАНК“»                                                        |
| 61                                               | ЗАО «СУРГУТНЕФТЕГАЗБАНК»                                                                                                   | 142    | ОАО «ОМСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННО-КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК»                          |
| 62                                               | ОАО «ОТП БАНК» (РАНЕЕ — ОАО «ИНВЕСТСЕРБАНК») ОАО «АКБ „ЧЕЛИНДБАНК“»                                                        | 143    | ЗАО «БАНК ПРОФСОЮЗНОЙ СОЛИДАРНОСТИ И СОЦИАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ „СОЛИДАРНОСТЬ“»                     |
| 63                                               | ОАО «КБ „СДМ-БАНК“»                                                                                                        | 144    | ООО «УРАЛСИБ КЭПИТАЛ (РАНЕЕ — ООО «БК „НИКОЙЛ“)»                                               |
| 64                                               | ОАО «АКБ „ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК“»                                                                                          | 145    | ООО «КБ „БАНК ВЫСОКИХ ТЕХНОЛОГИЙ“»                                                             |
| 65                                               | ОАО «УРАЛЬСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ»                                                                         | 146    | ОАО «КБ „СОЛИДАРНОСТЬ“»                                                                        |
| 66                                               | ООО «КБ „НАЦИОНАЛЬНЫЙ СТАНДАРТ“»                                                                                           | 147    | ЗАО «АКБ „МОСКОВСКИЙ ЗАЛОГОВЫЙ БАНК“»                                                          |
| 67                                               | ОАО «АКБ „НОВИКОМБАНК“»                                                                                                    | 148    | ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ „ПРОСПЕКТ“»                                                       |
| 68                                               | ЗАО «ИФК „СОЛИД“»                                                                                                          | 149    | ООО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРОФСОЮЗНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ Г. МОСКВЫ»                                      |
| 69                                               | ЗАО «ДРЕЗДНЕР БАНК»                                                                                                        | 150    | ООО «МОРГАН СТЭНЛИ БАНК»                                                                       |
| 70                                               | ОАО «КБ „ДНБ НОР МОИЧЕБАНК“»                                                                                               | 151    | ОАО «СОЦИАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРИМОРЬЯ „ПРИМСОЦБАНК“»                                      |
| 71                                               | ЗАО «КБ „ПОКО-БАНК“»                                                                                                       | 152    | ЗАО «БАНК „ВЕСТЛБ ВОСТОК“»                                                                     |
| 72                                               | ОАО «АКБ „ПРОБИЗНЕСБАНК“»                                                                                                  | 153    | ООО «КБ „МЕЖБАНКОВСКОЕ ОБЪЕДИНЕНИЕ ОРГБАНК“»                                                   |
| 73                                               | ОАО «РОССИЙСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ДОРОЖНЫЙ БАНК»                                                                    | 154    | ОАО «ДАЛЬНЕВОСТОЧНЫЙ БАНК»                                                                     |
| 74                                               | ООО «КБ „ТРАНСПОРТНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК“»                                                                                | 155    | ОАО «БАНК „РАЗВИТИЕ-СТОЛИЦА“»                                                                  |
| 75                                               | ООО «КБ „СЕВЕРНЫЙ МОРСКОЙ ПУТЬ“»                                                                                           | 156    | ООО «КБ „РОССИЙСКИЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК“»                                                        |
| 76                                               | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БАНК ИННОВАЦИЙ И РАЗВИТИЯ»                                                       | 157    | ЗАО «КБ „МОСНАРБАНК“»                                                                          |
| 77                                               | ОАО «АКБ „СПУРТ“»                                                                                                          | 158    | ОАО «АКБ „ИНТРАСТБАНК“»                                                                        |
| 78                                               | ЗАО «КБ „КЕДР“»                                                                                                            | 159    | ОАО «АКБ „ЮГРА“»                                                                               |
| 79                                               | ООО «КБ „ЭКСПОБАНК“»                                                                                                       | 160    | ООО «БАНК МЕЖДУНАРОДНОГО БИЗНЕСА»                                                              |
| 80                                               | ЗАО «КБ „РУССКИЙ ИНДУСТРИАЛЬНЫЙ БАНК“»                                                                                     | 161    | ООО «ЦЕНТРИНВЕСТ СЕКЬЮРИТИС»                                                                   |
| 81                                               | ОАО «ЭТАЛОНБАНК»                                                                                                           | 162    | ОАО «МОРСКОЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК»                                                                 |
| 82                                               | ОАО «АКБ „ЛЕФКО-БАНК“»                                                                                                     | 163    |                                                                                                |
| 83                                               |                                                                                                                            |        |                                                                                                |
| 164                                              | ЗАО «АКБ РЕГИОНАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ»                                                                                           | 164    | ЗАО «АКБ РЕГИОНАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ»                                                               |
| 165                                              | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-ТОРГОВЫЙ БАНК»                                                                   | 165    | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-ТОРГОВЫЙ БАНК»                                       |
| 166                                              | ОАО «АКБ „ДЕРЖАВА“»                                                                                                        | 166    | ОАО «АКБ „ДЕРЖАВА“»                                                                            |
| 167                                              | ЗАО «КБ „ГЛОБЭКС“»                                                                                                         | 167    | ЗАО «КБ „ГЛОБЭКС“»                                                                             |
| 168                                              | ООО «КБ „СЛАВЯНСКИЙ КРЕДИТ“»                                                                                               | 168    | ООО «КБ „СЛАВЯНСКИЙ КРЕДИТ“»                                                                   |
| 169                                              | ЗАО «АКБ „СЛАВЯНСКИЙ БАНК“»                                                                                                | 169    | ЗАО «АКБ „СЛАВЯНСКИЙ БАНК“»                                                                    |
| 170                                              | ЗАО «КБ „ЛАНТА-БАНК“»                                                                                                      | 170    | ЗАО «КБ „ЛАНТА-БАНК“»                                                                          |
| 171                                              | ОАО «АКБ „СЕВЕРНЫЙ НАРОДНЫЙ БАНК“»                                                                                         | 171    | ОАО «АКБ „СЕВЕРНЫЙ НАРОДНЫЙ БАНК“»                                                             |
| 172                                              | ОАО «ЕКАТЕРИНБУРГСКИЙ МУНИЦИПАЛЬНЫЙ БАНК»                                                                                  | 172    | ОАО «ЕКАТЕРИНБУРГСКИЙ МУНИЦИПАЛЬНЫЙ БАНК»                                                      |
| 173                                              | ОАО «АКБ „АВТОБАНК-НИКОЙЛ“»                                                                                                | 173    | ОАО «АКБ „АВТОБАНК-НИКОЙЛ“»                                                                    |
| 174                                              | ЗАО «АКБ „АСПЕКТ“»                                                                                                         | 174    | ЗАО «АКБ „АСПЕКТ“»                                                                             |
| 175                                              | ООО «КБ „МЕТРОПОЛЬ“»                                                                                                       | 175    | ООО «КБ „МЕТРОПОЛЬ“»                                                                           |
| 176                                              | ЗАО «МЕЖДУНАРОДНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК»                                                                                       | 176    | ЗАО «МЕЖДУНАРОДНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК»                                                           |
| 177                                              | ООО «ИФК „МЕТРОПОЛЬ“»                                                                                                      | 177    | ООО «ИФК „МЕТРОПОЛЬ“»                                                                          |
| 178                                              | ОАО «АКБ „СЕВЕРО-ВОСТОЧНЫЙ АЛЬЯНС“»                                                                                        | 178    | ОАО «АКБ „СЕВЕРО-ВОСТОЧНЫЙ АЛЬЯНС“»                                                            |
| 179                                              | ОАО «НБД-БАНК»                                                                                                             | 179    | ОАО «НБД-БАНК»                                                                                 |
| 180                                              | ООО «НЕБАНКОВСКАЯ КРЕДИТНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ „МЕЖДУНАРОДНАЯ РАСЧЕТНАЯ ПАЛАТА“»                                                  | 180    | ООО «НЕБАНКОВСКАЯ КРЕДИТНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ „МЕЖДУНАРОДНАЯ РАСЧЕТНАЯ ПАЛАТА“»                      |
| 181                                              | ОАО «МОСКОВСКИЙ НЕФТЕХИМИЧЕСКИЙ БАНК»                                                                                      | 181    | ОАО «МОСКОВСКИЙ НЕФТЕХИМИЧЕСКИЙ БАНК»                                                          |
| 182                                              | ООО «КБ „ОБЪЕДИНЕННЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК“»                                                                                | 182    | ООО «КБ „ОБЪЕДИНЕННЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК“»                                                    |
| 183                                              | ОАО «МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК»                                                                                   | 183    | ОАО «МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК»                                                       |
| 184                                              | ЗАО «АБ „ГПБ-ИПОТЕКА“»                                                                                                     | 184    | ЗАО «АБ „ГПБ-ИПОТЕКА“»                                                                         |
| 185                                              | ЗАО «КБ „ГАРАНТИ БАНК-МОСКВА“»                                                                                             | 185    | ЗАО «КБ „ГАРАНТИ БАНК-МОСКВА“»                                                                 |
| 186                                              | ЗАО «АКБ „МАСС МЕДИА БАНК“»                                                                                                | 186    | ЗАО «АКБ „МАСС МЕДИА БАНК“»                                                                    |
| 187                                              | ОАО «КБ „САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ“»                                                               | 187    | ОАО «КБ „САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ“»                                   |
| 188                                              | ОАО «КБ „ЦЕНТР-ИНВЕСТ“»                                                                                                    | 188    | ОАО «КБ „ЦЕНТР-ИНВЕСТ“»                                                                        |
| 189                                              | ООО «ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК»                                                                                | 189    | ООО «ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК»                                                    |
| 190                                              | ООО «КБ „ПРАДО-БАНК“»                                                                                                      | 190    | ООО «КБ „ПРАДО-БАНК“»                                                                          |
| 191                                              | ООО «КБ „ЭРГОБАНК“»                                                                                                        | 191    | ООО «КБ „ЭРГОБАНК“»                                                                            |
| 192                                              | ООО «ИЖ „РАСЧЕТНО-ФОНДОВЫЙ ЦЕНТР“»                                                                                         | 192    | ООО «ИЖ „РАСЧЕТНО-ФОНДОВЫЙ ЦЕНТР“»                                                             |
| 193                                              | ЗАО «АКБ „ЛУЖНИКИ-БАНК“»                                                                                                   | 193    | ЗАО «АКБ „ЛУЖНИКИ-БАНК“»                                                                       |
| 194                                              | ООО «АТЛАНТИКА. ФИНАНСЫ И КОНСАЛТИНГ»                                                                                      | 194    | ООО «АТЛАНТИКА. ФИНАНСЫ И КОНСАЛТИНГ»                                                          |
| 195                                              | ОАО «АКБ „САРОВБИЗНЕСБАНК“»                                                                                                | 195    | ОАО «АКБ „САРОВБИЗНЕСБАНК“»                                                                    |
| 196                                              | ОАО «ДАЛЬНЕВОСТОЧНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ДАЛЬКОМБАНК“»                                                                      | 196    | ОАО «ДАЛЬНЕВОСТОЧНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ДАЛЬКОМБАНК“»                                          |
| 197                                              | ОАО «МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК „ЮГО-ВОСТОК“»                                                                        | 197    | ОАО «МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК „ЮГО-ВОСТОК“»                                            |
| 198                                              | ОАО «ОМСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ИПОТЕЧНЫЙ БАНК „ОМСК-БАНК“»                                                           | 198    | ОАО «ОМСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ИПОТЕЧНЫЙ БАНК „ОМСК-БАНК“»                               |
| 199                                              | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ БАНК „МЕЖТОПЭНЕРГОБАНК“»                             | 199    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ БАНК „МЕЖТОПЭНЕРГОБАНК“» |
| 200                                              | ООО «ДИЛЕРСКАЯ ФИРМА M&S»                                                                                                  | 200    | ООО «ДИЛЕРСКАЯ ФИРМА M&S»                                                                      |
| 201                                              | ОАО «КБ „САМАРСКИЙ КРЕДИТ“»                                                                                                | 201    | ОАО «КБ „САМАРСКИЙ КРЕДИТ“»                                                                    |
| 202                                              | ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»                                                                                                          | 202    | ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»                                                                              |
| 203                                              | ЗАО «МОССТРОЙЭКОНОМБАНК»                                                                                                   | 203    | ЗАО «МОССТРОЙЭКОНОМБАНК»                                                                       |
| 204                                              | ЗАО «ПРОМЫШЛЕННЫЙ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЙ БАНК»                                                                                     | 204    | ЗАО «ПРОМЫШЛЕННЫЙ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЙ БАНК»                                                         |
| 205                                              | ЗАО «ПЕРВОУРАЛЬСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК»                                                                         | 205    | ЗАО «ПЕРВОУРАЛЬСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК»                                             |
| 206                                              | ОАО «МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК СОТРУДНИЧЕСТВА»                                                                                    | 206    | ОАО «МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК СОТРУДНИЧЕСТВА»                                                        |
| 207                                              | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ НЕФТЯНОЙ ИНВЕСТИЦИОННО-ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК»                                                    | 207    | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ НЕФТЯНОЙ ИНВЕСТИЦИОННО-ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК»                        |
| 208                                              | ЗАО «МОСКОВСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МОСКОМПРИВАТБАНК“»                                                                      | 208    | ЗАО «МОСКОВСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МОСКОМПРИВАТБАНК“»                                          |
| 209                                              | ОАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МОСВОДОКАНАЛБАНК“»                                                                                 | 209    | ОАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МОСВОДОКАНАЛБАНК“»                                                     |
| 210                                              | ООО «КБ „ВОСТОКБИЗНЕСБАНК“»                                                                                                | 210    | ООО «КБ „ВОСТОКБИЗНЕСБАНК“»                                                                    |
| 211                                              | ООО «БАНК КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ»                                                                                   | 211    | ООО «БАНК КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ»                                                       |
| 212                                              | ООО «КОМПАНИЯ „БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС“»                                                                                        | 212    | ООО «КОМПАНИЯ „БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС“»                                                            |
| 213                                              | ОАО «МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ЗАМОСКВОРЕЦКИЙ“»                                                                   | 213    | ОАО «МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ЗАМОСКВОРЕЦКИЙ“»                                       |
| 214                                              | ОАО «ОБЪЕДИНЕННЫЕ ФИНАНСЫ»                                                                                                 | 214    | ОАО «ОБЪЕДИНЕННЫЕ ФИНАНСЫ»                                                                     |
| 215                                              | ЗАО «ОКЕАН БАНК»                                                                                                           | 215    | ЗАО «ОКЕАН БАНК»                                                                               |
| 216                                              | ОАО «КБ „УРАЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ДОМ“»                                                                                        | 216    | ОАО «КБ „УРАЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ДОМ“»                                                            |
| 217                                              | ЗАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РУССКИЙ СЛАВЯНСКИЙ БАНК“»                                                                          | 217    | ЗАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РУССКИЙ СЛАВЯНСКИЙ БАНК“»                                              |
| 218                                              | ОАО «ВМП-БАНК»                                                                                                             | 218    | ОАО «ВМП-БАНК»                                                                                 |
| 219                                              | ЗАО «АКБ „ХОВАНСКИЙ“»                                                                                                      | 219    | ЗАО «АКБ „ХОВАНСКИЙ“»                                                                          |
| 220                                              | ПЕНЗЕНСКИЙ ГУБЕРНСКИЙ БАНК „ТАРХАНЫ»                                                                                       | 220    | ПЕНЗЕНСКИЙ ГУБЕРНСКИЙ БАНК „ТАРХАНЫ»                                                           |
| 221                                              | ОАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АГРОИМПУЛЬС“»                                                                                      | 221    | ОАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АГРОИМПУЛЬС“»                                                          |
| 222                                              | ОАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АКЦЕПТ“»                                                                                           | 222    | ОАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АКЦЕПТ“»                                                               |
| 223                                              | ЗАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АВК»                                                                                          | 223    | ЗАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АВК»                                                              |
| 224                                              | ОАО «УРАЛЬСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК»                                                                              | 224    | ОАО «УРАЛЬСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК»                                                  |
| 225                                              | ОАО «ПРОМЫШЛЕННЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ АВТОВАЗБАНК»                                                                                | 225    | ОАО «ПРОМЫШЛЕННЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ АВТОВАЗБАНК»                                                    |
| 226                                              | ООО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „КРАСБАНК“»                                                                                         | 226    | ООО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „КРАСБАНК“»                                                             |
| 227                                              | ОАО «СОЦИИНВЕСТБАНК»                                                                                                       | 227    | ОАО «СОЦИИНВЕСТБАНК»                                                                           |
| 228                                              | ОАО «РОСТОВСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННО-КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК»                                                  | 228    | ОАО «РОСТОВСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННО-КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК»                      |
| 229                                              | ООО «РОСИНБАНК»                                                                                                            | 229    | ООО «РОСИНБАНК»                                                                                |
| 230                                              | ЗАО «ТРИНФИКО»                                                                                                             | 230    | ЗАО «ТРИНФИКО»                                                                                 |
| 231                                              | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК“»                                                 | 231    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК“»                     |
| 232                                              | ООО «НЕРЮНГРИНСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „НЕРЮНГРИБАНК“»                                                                       | 232    | ООО «НЕРЮНГРИНСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „НЕРЮНГРИБАНК“»                                           |
| 233                                              | ОАО «УНИВЕРСАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЦЕНТР»                                                                      | 233    | ОАО «УНИВЕРСАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЦЕНТР»                                          |
| 234                                              | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ“»                                                                   | 234    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ“»                                       |
| 235                                              | ООО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АЛЬБА АЛЬЯНС“»                                                                                     | 235    | ООО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АЛЬБА АЛЬЯНС“»                                                         |
| 236                                              | ОАО «БАНК РАЗВИТИЯ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА»                                                                             | 236    | ОАО «БАНК РАЗВИТИЯ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА»                                                 |
| 237                                              | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АВТОГАЗБАНК“»                                                                          | 237    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АВТОГАЗБАНК“»                                              |
| 238                                              | ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ „ЕРМАК“»                                                                                      | 238    | ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ „ЕРМАК“»                                                          |
| 239                                              | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РУССКИЙ БАНКИРСКИЙ ДОМ“»                                                               | 239    | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РУССКИЙ БАНКИРСКИЙ ДОМ“»                                   |
| 240                                              | ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ „ЦЕРИХ КЭПИТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ“»                                                                   | 240    | ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ „ЦЕРИХ КЭПИТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ“»                                       |
| 241                                              | ОАО «НИЖЕГОРОДСКИЙ СОЦИАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ГАРАНТИЯ“»                                                                | 241    | ОАО «НИЖЕГОРОДСКИЙ СОЦИАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ГАРАНТИЯ“»                                    |
| 242                                              | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ИНВЕСТБАНК“»                                                                           | 242    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ИНВЕСТБАНК“»                                               |
| 243                                              | ЗАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РОСБАНК-ВОЛГА“»                                                                                    | 243    | ЗАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „РОСБАНК-ВОЛГА“»                                                        |
| 244                                              | ОАО «НАРОДНЫЙ ДОВЕРИТЕЛЬНЫЙ БАНК»                                                                                          | 244    | ОАО «НАРОДНЫЙ ДОВЕРИТЕЛЬНЫЙ БАНК»                                                              |
| 245                                              | ОАО «БАНК „ПЕРМКРЕДИТ“»                                                                                                    | 245    | ОАО «БАНК „ПЕРМКРЕДИТ“»                                                                        |
| 246                                              | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ПЕРВЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ“»                                                                | 246    | ЗАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ПЕРВЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ“»                                    |
| 247                                              | ЗАО «РУНЭЗБАНК»                                                                                                            | 247    | ЗАО «РУНЭЗБАНК»                                                                                |
| 248                                              | ЗАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АВТОМОБИЛЬНЫЙ БАНКИРСКИЙ ДОМ“»                                                                     | 248    | ЗАО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „АВТОМОБИЛЬНЫЙ БАНКИРСКИЙ ДОМ“»                                         |
| 249                                              | ООО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ДИАЛОГ-ОПТИМ“»                                                                                     | 249    | ООО «КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „ДИАЛОГ-ОПТИМ“»                                                         |
| 250                                              | ОАО «РУСИЧ ЦЕНТР БАНК»                                                                                                     | 250    | ОАО «РУСИЧ ЦЕНТР БАНК»                                                                         |
| 251                                              | ОАО «ГОРОДСКОЙ БАНК „НИЖНИЙ НОВГОРОД“»                                                                                     | 251    | ОАО «ГОРОДСКОЙ БАНК „НИЖНИЙ НОВГОРОД“»                                                         |
| 252                                              | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МЕЖДУНАРОДНЫЙ СОЛИДАРНЫЙ БАНК“»                                                        | 252    | ОАО «АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК „МЕЖДУНАРОДНЫЙ СОЛИДАРНЫЙ БАНК“»                            |

ТЕМАТИЧЕСКИЕ  
СТРАНИЦЫ  
ГАЗЕТЫ

Коммерсантъ



ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА  
ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА  
СМЕЖНИКИ  
ИНВЕСТОРЫ  
КОНКУРЕНТЫ  
АДМИНИСТРАТИВНЫЙ РЕСУРС



BUSINESS  
GUIDE





**“голубых фишек”**  
в "портфеле" Индекса - самые ликвидные  
российские акции

Доверяйте фактам. **Индекс ММВБ**



[www.micex.ru](http://www.micex.ru)