

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

ВСЕ ОБ УСТРОЙСТВЕ
ФОНДОВОГО ИНДЕКСА / 26
КОГДА РОССИЙСКИЙ РЫНОК
МОЖНО БУДЕТ СЧИТАТЬ
РАЗВИТЫМ / 28
ЧТО ВПРАВЕ ДЕЛАТЬ БИРЖА
СО СВОИМИ ИНДЕКСАМИ / 30
ГЛАВНЫЕ РИСКИ
РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ / 32
ЧЕМ ХОРОШИ ПАССИВНЫЕ
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ
СТРАТЕГИИ / 36
С КЕМ РОССИИ ПРИДЕТСЯ
БОРОТЬСЯ ЗА ИНВЕСТОРОВ / 37
СКОЛЬКО БУДУТ СТОИТЬ
ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ АКЦИИ
ЧЕРЕЗ 10 ЛЕТ / 38

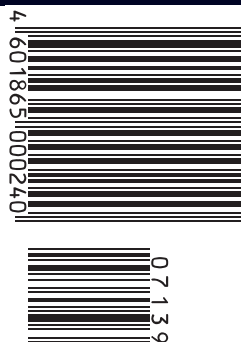


Четверг, 27 сентября 2007 №176
(№3752 с момента возобновления издания)
Цветные тематические страницы №25–40
являются составной частью газеты «Коммерсантъ»
Рег. №01243 22 декабря 1997 года.
Распространяются только в составе газеты.

Коммерсантъ

BUSINESS GUIDE

ММВБ  МICEX
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА





ПЕТР РУШАЙЛО,
РЕДАКТОР
«BG — ФОНДОВЫЙ РЫНОК»

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ
Нынешний выпуск наших тематических страниц приурочен к юбилею одного из главных индикаторов российского финансового рынка — 10-летию фондового индекса ММВБ. Подобный проект мы делаем не в первый раз — около двух лет назад в рамках такого же специального приложения (тогда оно называлось «Коммерсантъ-Брокер») мы отмечали 10-летие индекса РТС. И, думается, интересно будет сравнить основные идеи профессионального сообщества того и нынешнего времени.

Главный, пожалуй, вывод — с точки зрения глобальных проблем на российском фондовом рынке за прошедшие два года мало что изменилось. И тогда, и сейчас эксперты говорили о его инфраструктурных недостатках, необходимости организации централизованных расчетов и клиринговых структур, опасности ухода значительной части торговли отечественными бумагами за рубеж, необходимости консолидации позиции профессионального сообщества в целях защиты интересов национального рынка.

И это огорчает. За два года довольно спокойной жизни и участники рынка могли договориться, и государство предпринять определенные шаги. А когда верхи не могут, а низы не хотят, это, как известно, означает либо, при наличии конфликта, революцию, либо, в случае взаимной любви, простите за некоторую пошлость, отсутствие репродуктивного процесса.

Радует же на этом фоне здоровье юбиляров. Если индекс РТС к своему десятилетию вырос с рождения примерно в 10 раз, то индекс ММВБ, которому повезло родиться аккурат накануне кризиса,— уже в 16 с лишним.

При этом индексы обретают самостоятельность. Они уже не являются просто индикаторами цен на соответствующих биржевых площадках. Став ориентирами для управляющих компаний, они начинают играть совершенно отдельную роль — инструмента, востребованного инвесторами, то есть теми самыми конечными потребителями, ради которых и создавался весь фондовый рынок. И если два года назад процесс создания индустрии тех же индексных фондов был только в стадии зарождения, то теперь их — более трех десятков. А есть еще отраслевые индексы, индексы по капитализации — да мало ли что еще можно придумать при наличии спроса. Словом, несмотря на застой в инфраструктурных делах, индексы размножаются. Да еще как размножаются! А это залог выживания популяции.



КОЛОНКА РЕДАКТОРА

ПУЛЬС РЫНКА

ИНДИКАТОРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА ПОЗВОЛЯЮТ СГЛАДИТЬ ОТРАСЛЕВЫЕ И СЕЗОННЫЕ КОЛЕБАНИЯ И ПОКАЗАТЬ САМОЧУВСТВИЕ ЭКОНОМИКИ В ЦЕЛОМ НАРЯДУ С МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИМИ СТАТИСТИЧЕСКИМИ ПОКАЗАТЕЛЯМИ. ПРИ ЭТОМ, БУДУЧИ НЕЗАВИСИМЫМИ ОТ ОФИЦИАЛЬНОЙ СТАТИСТИКИ ЧИСТО РЫНОЧНЫМИ ПОКАЗАТЕЛЯМИ, БИРЖЕВЫЕ ИНДЕКСЫ ЗАЧАСТУЮ ФИКСИРУЮТ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОЦЕССЫ ГЛУБЖЕ И ПОЛНЕЕ. ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

НАЧАЛО ПУТИ Датой рождения индекса ММВБ считается 22 сентября 1997 года. В этот день ЗАО ММВБ начала расчеты так называемого сводного фондового индекса. Он представляет собой классический индекс цен акций, взвешенных по объему эмиссии акций. В соответствии с методикой расчета в индекс должны были входить все акции, включенные в котировальный лист ЗАО ММВБ. Первоначально расчет индекса осуществлялся на базе средневзвешенных цен пяти обыкновенных акций: РАО «ЕЭС России», ОАО «Мосэнерго», ОАО НК «ЛУКОЙЛ», ОАО ГМК «Норильский никель» и ОАО «Ростелеком». В этот период в листинге было всего пять бумаг, и все они попали в индекс. Индекс рассчитывался один раз в день — в 18.00, на момент окончания торгов.

С 28 ноября 2002 года индекс стал рассчитываться в режиме реального времени. Одновременно он сменил название и стал называться просто «индекс ММВБ». Изменилась и методика его формирования. В частности, при определении объема эмиссии акций, по которому производится «взвешивание» цен акций, стал учитываться коэффициент free-float, который отражает долю акционерного капитала эмитента, приходящуюся на акцию и находящуюся в свободном обращении. Использование коэффициента позволило привести внутреннюю структуру индекса в соответствие с реальными инвестиционными возможностями участников рынка. Стало возможным воспроизведение корзины индекса ММВБ в портфелях инвестиционных фондов. Принято решение отказаться от принципа формирования корзины индекса ММВБ на основе акций, включенных в Котировальные списки. Сформирована база расчета индекса, в основу которой положен принцип отбора «голубых фишек». В базу расчета индекса были включены акции 18 эмитентов.

Появление первых индексных фондов не заставило себя долго ждать. Менее чем через два месяца — 22 января 2003 года — были зарегистрированы правила доверительного управления первым ПИФом, созданным на основе индекса ММВБ. Им стал ОПИФ «Индекс ММВБ» под управлением ЗАО «ПиоГлобал Эссет Менеджмент». Таким образом, индекс ММВБ стал первым российским биржевым индексом, на основе которого был сформирован паевой фонд. В настоящее время таких фондов 25, идет формирование еще трех.

НОВЫЕ ВЕЯНИЯ Бурный рост фондового рынка в 2004–2005 годах инициировал создание при ММВБ индексного комитета. До этого, при всем уважении к индексу ММВБ, он оставался всего лишь внутренним делом отдельной биржи. Инвестиционное сообщество никак не могло влиять ни на методику формирования индекса, ни на его развитие. К 2005 году сложилась ситуация, когда отстраненность процесса формирования индекса от мнения профессиональных участников рынка зачастую приводила к неадекватному отражению индексом биржевых реалий.

Кроме того, одного универсального индекса для качественной аналитики уже не хватало: нужны были новые продукты, в частности — отраслевые индексы. Для решения этих вопросов 30 ноября 2005 года был образован индексный комитет при ММВБ как публичный совещательный орган профессиональных участников рынка. В его состав вошли аналитики российского финансового рынка и представители профессионального сообщества. Председателем комитета был избран Евгений Гавриленков (управляющий директор и главный экономист ИК «Тройка Диалог»). Он возглавляет индексный комитет и поныне.

Основными целями деятельности комитета является выработка рекомендаций по совершенствованию методологии расчета индексов ММВБ и обеспечение их наибольшей репрезентативности. Первоочередными задачами индексного комитета являются проведение своевременных корректив корзины индексов, разработка концепции построения семейства индексов ММВБ, а также развитие системы раскрытия и публикации индексной информации.

Плодом сотрудничества индексного комитета и биржи стало изменение методики расчета индексов, официально вступившее в силу 14 марта 2006 года. Была окончательно закреплена концепция: индекс ММВБ — композитный индекс, в его корзину должны входить наиболее репрезентативные акции с наиболее широким отраслевым спектром. По сравнению с 1997 годом изменилось почти все: был индекс базовый, стал — цепной. Вместо подхода «включать все акции из котировальных листов» был утвержден подход «отбирать акции на основе экспертных оценок». В результате вместо индекса «голубых фишек» (во многом умозрительного) стал рассчитываться полноценный композитный индекс российского рынка. В тот момент в него входило 19 эмитентов.

Последние изменения в методике расчета индекса, введенные в апреле 2007 года, не меняя принципов его расчета, уточнили порядок включения в него бумаг.

В соответствии с уточненной методикой расчета максимальный удельный вес каждой ценной бумаги в индексе ММВБ на дату внесения изменений в базу расчета индекса должен составлять не более 15%. В индекс может быть включена акция, при условии, что коэффициент free-float составляет не менее 5%.

ВКЛЮЧЕННЫЕ И ИСКЛЮЧЕННЫЕ Если методика расчета индекса ММВБ остается стабильной, то состав базы эмитентов, по акциям которых рассчитывается индекс, теперь постоянно меняется. Ведь в новых правилах расчета индекса ММВБ была четко установлена периодичность пересмотра базы расчета индекса два раза в год: 15 апреля и 15 октября. Причем отдельных эмитентов могут не только включать в базу для расчета индекса, но и исключать из нее.

Например, сразу после принятия новых правил в марте 2006 года в расчетной базе индекса была проведена «генеральная уборка». База была дополнена обыкновенными акциями ОАО «Газпром», ОАО «Мобильные ТелеСистемы», ОАО «Уралсвязьинформ», ОАО «РБК Информационные системы», а также привилегированными акциями ОАО «Транснефть». В то же время из индекса ММВБ были исключены привилегированные акции ОАО АвтоВАЗ, привилегированные акции ОАО «Ростелеком», привилегированные акции ОАО «Татнефть» и обыкновенные акции ОАО ЮКОС. Последние к тому времени уже три года практически ничего не стоили, хотя и не по вине эмитента или биржи. Их пребывание в индексе, претендующем на репрезентативность, вызывало, мягко говоря, непонимание у большинства участников рынка.

Немного позже — 10 ноября 2006 года — база расчета индекса ММВБ была дополнена обыкновенными акциями ОАО «Роснефть», объемы торгов которыми позволили включить ее в индекс, и акциями ОАО «Полюс Золото» — нового эмитента, возникшего в результате выделения из ГМК «Норильский никель». В результате база расчета индекса ММВБ была увеличена до 21 акции.

Последние изменения в базу эмитентов для формирования индекса и в методику расчетов были внесены 16 ап-

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ММВБ И КЛЮЧЕВЫЕ МОМЕНТЫ РОССИЙСКОЙ ИСТОРИИ (ПУНКТЫ)



ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА

реля 2007 года. База расчета индекса ММВБ была увеличе-на до 30 акций. Кроме того, корзина композитного индекса ММВБ была поделена на 10 секторов, соответствующих основным секторам российской экономики: (нефть и газ; электроэнергетика; телекоммуникации; металлургия и горнодобыча; потребительский сектор; химическая промыш-ленность; транспорт; мобильная связь, ИТ и СМИ; банки).

Следующий пересмотр расчетной базы запланирован на 15 октября, и весьма вероятно, что в индексе могут произой-ти перестановки. По крайней мере, лист ожидания для вклю-чения в расчетную базу отнюдь не пустует, и претендентами являются весьма известные компании.

НЕОБХОДИМОСТЬ ОБНОВЛЕНИЯ Индекс ММВБ, как и другие биржевые индексы, изменялся по двум причинам. Во-первых, индекс следовал за рынком, появле-ние новых эмитентов и новой ликвидности побуждало пе-ресчитывать его. Во-вторых, по мере того как отечественный рынок достиг приемлемого уровня (капитализация, число акций, объем торгов, число участников) появилась возмож-ность довести индекс ММВБ до уровня международных стандартов.

Например, в целях повышения прозрачности метод фор-мирования базы расчета индекса подвергся алгоритмиза-ции: механизм формирования базы расчета индекса пред-полагает ранжирование акций в порядке убывания синтети-ческого показателя капитализации и ликвидности с после-дующим включением акций, из числа 60 верхних позиций данного рейтинга и не включенных в базу расчета, в лист ожидания индекса ММВБ. Лист ожидания индекса ММВБ представляет собой список акций — претендентов на вклю-чение в индекс ММВБ. Окончательное решение о составе корзины «индекс ММВБ» принимает биржа на основании предложений индексного комитета.

Согласно мировой практике, индекс, который желает быть не просто игрушкой для аналитиков, а объективным зеркалом биржевых процессов, обязан быть динамичным. Хотя методика формирования индекса предполагается ста-бильной, она не стоит на месте даже у устоявшихся индек-сов с вековыми традициями. Например, старейший в мире и очень консервативный индекс Ллойда (британских ин-декс-компаний, застрахованных в этой фирме) в 2006 году объявил о внесении изменений в методику расчетов. В пре-дыдущий раз изменения в индекс Ллойда вносились в 1978 году, причем и тогда, и в 2006-м индекс Ллойда пересчиты-вался в связи с существенным изменением мировых цен на энергоносители.

Ллойд меняется раз в 30 лет, но биржевые индексы не могут себе такого позволить — процессы на фондовом рын-ке слишком динамичны. Методика расчетов американско-го Dow Jones и британского LSE уточняются каждый год, хо-тя серьезных изменений и не вносится. База эмитентов для расчета этих индексов формально меняется также раз в год, однако приход на рынок новых серьезных компаний может инициировать и более частые изменения расчетной базы.

ПОЛЕЗНАЯ ОПЦИЯ Для инвесторов и игроков ин-декс является показателем перспектив в данной отрасли ли-бо в экономике вообще. Однако биржевые индексы полез-ны и для эмитентов. Ведь включение ценных бумаг компа-

РЕКОРДЫ ИНДЕКСА ММВБ							
МАКСИМАЛЬНЫЕ ВЗЛЕТЫ							
ЗА ДЕНЬ		ЗА МЕСЯЦ		ЗА КВАРТАЛ		ЗА ГОД	
09.04.1998	31,65%	НОЯБРЬ 1998	53,04%	I 1999	90,91%	1999	234,96%
19.10.1998	30,95%	ФЕВРАЛЬ 1999	40,28%	IV 1999	74,30%	2005	83,08%
20.10.1997	20,05%	МАРТ 1999	38,63%	IV 1998	67,80%	2006	67,50%
13.07.1998	19,52%	МАРТ 2000	33,00%	I 2000	67,70%	2001	64,58%
06.02.1998	17,71%	СЕНТЯБРЬ 1998	29,16%	II 1999	52,08%	2003	61,40%
МАКСИМАЛЬНЫЕ ПАДЕНИЯ							
ЗА ДЕНЬ		ЗА МЕСЯЦ		ЗА КВАРТАЛ		ЗА ГОД	
27.10.1997	-20,81%	АВГУСТ 1998	-44,15%	II 1998	-52,99%	1998	-46,69%
08.10.1998	-17,31%	МАЙ 1998	-39,19%	III 1999	-33,81%	1997	-14,95%
09.07.1998	-16,51%	ЯНВАРЬ 1997	-26,85%	IV 2000	-29,43%	2000	-4,93%
10.01.1998	-16,03%	НОЯБРЬ 2000	-22,05%	III 1998	-24,71%	2007	-3,11%
08.12.1998	-15,77%	ИЮНЬ 1998	-22,00%	III 2001	-23,73%	2004	7,29%

нии в индекс дает эмитенту некоторые возможности влия-ния на биржевые процессы. Индексный комитет регулярно работает с компаниями, входящими в индекс, и коллектив-ное мнение этих эмитентов учитывается в работе индекс-ного комитета и биржи в целом.

Любая биржа предлагает эмитентам две возможности: попадание в котировальный список и попадание в индекс. Формально сравнивать их нельзя, хотя бы потому, что в индекс эмитент попадает по инициативе биржи (и абсолют-но бесплатно), а в котировальный список ему еще надо про-биться, заплатив бирже и выполнив множество формаль-ных и зачастую весьма дорогостоящих требований в обла-сти корпоративных стандартов.

Попадание в индекс для эмитента означает дополни-тельный спрос на его бумагу со стороны индексных паевых инвестиционных фондов (ПИФов). Они обязаны покупать бумаги, входящие в индекс, причем доли этих бумаг в инве-стиционных портфелях должны примерно соответствовать весам бумаг в индексе. При этом формально входящая в ин-декс бумага может и не входить в котировальные списки, то есть быть внесписочной. Следует отметить, что доля внесписочных бумаг в портфеле индексного ПИФа, законо-дательно ограничена 50%.

Можно вспомнить, например, события, предшествовав-шие IPO Сбербанк в апреле нынешнего года. Перед IPO у Сбербанк была конвертация в связи с дроблением номи-нала. Старые выпуски были делистингированы (исключены из котировальных списков), поскольку они погасились. Но-вые же — еще не были включены в котировальные спи-ски, поскольку отчет об итогах размещения находился на ре-гистрации в ФСФР. При этом в индексе акции Сбербанк ос-тавались. Новые выпуски попали в портфели индексных ПИФов, формально будучи еще внесписочными. ФСФР об-наружила в портфелях индексных ПИФов значительную до-лю внесписочных бумаг и выдала предписания о приведе-нии портфелей в соответствие с требованиями законода-тельства. И грозила немалыми штрафами за неисполнение. Правда, несколько дней спустя в ФСФР разобрались, да и отчет к тому времени был зарегистрирован. Индексным ПИ-Фам все же не пришлось в срочном порядке избавляться от акций Сбербанк перед IPO. Однако такого рода технические сбои и неувязки случаются на российском рынке чуть ли не ежемесячно, хотя и в меньших масштабах.

Эмитент, который желает в полной мере использовать возможности, предоставляемые при попадании в индекс,

должен все-таки находиться в котировальном списке. К со-жалению, эти опции работают только в комплексе. Но сожа-леть могут лишь эмитенты, а для инвесторов включение бу-маги и в индекс, и в котировальный список означает повы-шение ее надежности.

ПРОЦЕДУРА ПОПАДАНИЯ Обслуживание ин-дексов полностью финансируется самой биржей, к тому же вся информация об индексах, включая real-time, распро-страняется бесплатно. Эмитенту не нужно никуда бежать и подавать заявление, ему вообще не нужно ни о чем беспо-коиться. Достойная акция будет обнаружена в процессе ежеквартальной подготовки управлением индекс-менедж-мента ММВБ предложений по листу ожидания.

Формальная процедура включения эмитента в индекс состоит из трех этапов. На первом по публичным и формаль-ным признакам, которые можно узнать, например, на сай-те ММВБ (там же находятся расчетные формулы), состав-ляется лист ожидания. На втором этапе индексный коми-тет рассматривает лист ожидания и вырабатывает рекомен-дации о включении акций в индекс. Также индексный коми-тет может рекомендовать исключить какую-либо акцию из индекса. Однако индексный комитет не имеет права по сво-ему усмотрению добавлять акции в лист ожидания, а та-же отказываться от рассмотрения находящихся там эмитен-тов. На третьем этапе дирекция биржи на основании реко-мендаций индексного комитета принимает решение о вклю-чении акций в индекс и исключении из него. Если мнения расходятся, последнее слово остается за биржей.

При этом самое драматичное снижение цены какой-ли-бо акции не является основанием для ее исключения из ин-декса. Поскольку индекс ММВБ — индикатор рынка, в том числе — показатель изменения стоимости инвестиционных портфелей, то он должен учитывать падение такой акции. Основанием для исключения акции из индекса является лишь потеря репрезентативности, как, например, случилось с ЮКОСом.

Целью введения листа ожидания является снижение не-определенности относительно списка возможных кандида-тур на включение в базу расчета индекса ММВБ. Форми-рование листа ожидания происходит раз в квартал в тече-ние первых пяти рабочих дней. База расчета индекса фор-мируется два раза в год (в течение последних пяти рабо-чих дней марта и сентября) из акций, включенных в текущую базу расчета и лист ожидания, сформированный в текущем

квартале. Таким образом, за период жизни базы расчета происходит одно обновление листа ожидания, что позволя-ет следить за перестановками в перечне кандидатов.

НОВЫЕ ПРОДУКТЫ Общая тенденция на мировых биржевых площадках заключается в формировании на ос-нове универсального биржевого индекса семейства специ-ализированных. Не осталась в стороне и ММВБ: помимо ос-новного индекса в настоящее время существует еще 11. На-иболее известен ММВБ-10, содержащий акции 10 крупней-ших компаний, торгующихся на этой бирже. Помимо него, на ММВБ существует еще пять отраслевых индексов. Кро-ме того, ММВБ рассчитывает три капитализационных ин-декса и два облигационных.

Новые продукты появляются и для игроков. С 29 июня 2007 года ММВБ начала торги расчетным фьючерсом на собственный индекс. Ранее, 25 июня 2007 года, ФСФР внес-ла изменения в положение о клиринговой деятельности и отменила запрет на совмещение клиринговой деятельности на наличном рынке и на рынке производных инструментов и индексов. Поэтому ММВБ стала самостоятельно клирин-говать фьючерсы на свой индекс. Такой порядок существен-но сокращает издержки, однако в действиях ММВБ можно усмотреть признаки «играющего судьи». С другой стороны, индекс ММВБ рассчитывает ФБ ММВБ (она же организа-тор торгов фьючерсом), а клирингует сделки ММВБ. Разне-сение по разным юридическим лицам как раз позволяет не-сколько диверсифицировать риски (доля аффилированно-сти ФБ ММВБ к ММВБ составляет лишь 12%, остальное — банки и брокеры).

Тем не менее, участники фондового рынка проявляют повышенный интерес к фьючерсу на индекс ММВБ. Нап-ример, в августе было совершено 164 сделки с этим фью-черсом. Их общий объем составил 9562 контракта, или око-ло 315 млн руб. Это превышает показатели июля в 1,6 ра-за. 30 августа был достигнут рекордный дневной показатель объема торгов — 1965 контрактов (65 млн руб), а откры-тые позиции по итогам месяца составили 666 контрактов, или свыше 22 млн руб.

Фьючерс на индекс ММВБ позволяет профессиональ-ным участникам, в том числе портфельным управляющим индексных ПИФов, хеджировать риски неблагоприятного изменения стоимости портфеля акций, а также получать до-полнительный доход в условиях волатильного рынка. Прив-лекает инвесторов и то, что индекс ММВБ, и фьючерсный контракт на него номинированы в рублях. Это делает фью-черс более удобным и для профессионального участника, и для рядового инвестора.

Видя интерес рынка, ММВБ развивает тематику дерива-тивов на индекс. В частности, в ближайшее время плани-руется ввести в обращение опционы на фьючерсный кон-тракт на индекс ММВБ и тем самым предоставить участни-кам торгов возможность построения фьючерсно-опционных стратегий. Этот проект будет реализован после модерни-зации системы управления рисками в части внедрения тех-нологии портфельного маржирования. Рассматривается также возможность одновременного запуска торгов фью-черсными контрактами на отраслевые и капитализационные индексы ММВБ по мере формирования ликвидности по фьючерсу на индекс ММВБ. ■



«НА ВСЕХ РАЗВИТЫХ РЫНКАХ ДОМИНИРУЮТ НАЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ»

ПРЕЗИДЕНТ ММВБ АЛЕКСАНДР ПОТЕМКИН СЧИТАЕТ, ЧТО ДЛЯ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА НУЖНО ДЕЛАТЬ СТАВКУ НА ВНУТРЕННИХ ИНВЕСТОРОВ, НО ПРИЗНАЕТ, ЧТО ПРИ НЫНЕШНЕЙ ПОТРЕБНОСТИ НАШИХ ЭМИТЕНТОВ В ДЕНЬГАХ БЕЗ ИНОСТРАНЦЕВ РЫНКУ НЕ ОБОЙТИСЬ. ОБ ЭТОМ ОН РАССКАЗАЛ В ИНТЕРВЬЮ КОРРЕСПОНДЕНТУ ВG ПЕТРУ РУШАЙЛО.



АЛЕКСАНДР ПОТЕМКИН,
ПРЕЗИДЕНТ ММВБ

BUSINESS GUIDE: Как вы оцениваете текущую ситуацию на российском фондовом рынке? **АЛЕКСАНДР ПОТЕМКИН:** Ситуация на российском фондовом рынке относительно стабильная. Сейчас индекс ММВБ находится около уровня начала года. Однако стоит отметить, что с точки зрения внешней конъюнктуры время сейчас не самое благоприятное. Кризис ипотечного кредитования в США

привел к оттоку средств нерезидентов с развивающихся рынков, в том числе и с российского. Конечно, это отразилось на котировках. В июле индекс ММВБ поднялся выше отметки 1800 пунктов и достиг исторического максимума 1817,58 пункта. К концу августа он снизился примерно на 7%. Это даже несколько меньше, чем на других развивающихся рынках, в частности в некоторых государствах BRIC. Бразильский индекс BOVESPA с июльского пика потерял 17,4%, индийский индекс BSESN — 11,2%. Только китайский индекс показал рост. Таким образом, наш рынок продемонстрировал сравнительно неплохую устойчивость.

Фундаментальных причин для ухудшения инвестиционного климата нет. Обращает на себя внимание то, как

финансовый рынок справился с августовским оттоком капитала, продемонстрировав устойчивость системы. В целом это свидетельствует о снижении рисков инвестирования в российские активы. Капитал на мировом рынке сейчас достаточно мобилен. Причины, приводящие к его оттоку с развивающихся рынков или, наоборот, притоку, постоянно меняются. Вместе с тем бумаги российских компаний, сохраняя статус высокодоходных инструментов, становятся менее рискованными в глазах инвесторов.

Еще один фактор устойчивости российского фондового рынка — общий боковой тренд, который был характерен для российского фондового рынка в этом году. Благодаря этому у инвесторов (неважно, иностранных или российских) сформировалось мнение, что «пузыря» на рынке просто не может быть. И это очень серьезно нам помогло. Как говорит русская пословица, не было счастья, да несчастье помогло.

BG: Вместе с тем китайский фондовый рынок, который все так ругали после майского обвала и называли «пузырем», показывает лучшие результаты, словно и не замечая мирового кризиса. Чем мы хуже?

А.П.: Действительно, если мы возьмем главный китайский индекс Shanghai Composite, его рост за первые восемь месяцев этого года уже составил около 100%, а в самые кризисные для всего мирового рынка август и начало сентября его прирост составил 20%. Это лишний раз показывает, что данный индекс базируется на основном на ценных

бумагах, которые являются предметом интереса только внутреннего китайского инвестора. Он рассчитывается по большей части акций класса А, до которых мировые инвесторы не допущены, и, соответственно, никакие настроения и конъюнктура мирового финансового рынка на цены этих бумаг не влияют.

BG: Какая модель, по-вашему, лучше — китайская или российская?

А.П.: Мы уже сделали выбор в пользу одной модели — модели открытой экономики. Сделали его летом 2006 года, когда провели либерализацию и объявили о свободном допуске иностранцев к рублевым счетам и возможности без всякого резервирования держать там средства. С этого момента российская экономика де-юре и де-факто стала открытой. То есть сегодня в России невозможно сказать: «Вы, ребята, будете вкладывать деньги только в наши внутренние ценные бумаги». Китай — невероятно большой рынок с точки зрения численности населения и возможности держать средства этого населения в рамках внутреннего рынка.

Если взять баланс прихода и ухода денег, то на сегодняшний момент наш рынок выигрывает очень сильно. За первые восемь месяцев этого года приток капитала в Россию составил около \$70 млрд (есть различные оценки данной величины, но в среднем сумма выходит именно такая), а отток, даже по самым мрачным оценкам, порядка \$10–12 млрд. То есть баланс явно в пользу России. Другой вопрос, что я не уверен, что все неприятности для нашего рынка, которые

могли случиться в связи с кризисом ипотечного рынка в США, уже случились. Может быть еще несколько волн.

Вместе с тем мне кажется, что главным критерием в оценке того, полезна ли модель открытой экономики и выдержит ли ее страна, является другой фактор. Прежде всего нужно принимать во внимание сложившийся масштаб внутреннего рынка, объемы средств, которые находятся в руках внутренних инвесторов. И еще один момент — это объем золотовалютных резервов Центробанка. Это очень важный показатель. На сегодняшний день он у нас выглядит достаточно убедительно — на уровне \$400 млрд, особенно если сравнивать с ситуацией 1998 года, когда при \$70 млрд внутреннего долга, из которых порядка \$20 млрд приходилось на нерезидентов, золотовалютные резервы ЦБ колебались от \$15 млрд до \$35 млрд. Вот в таких случаях открытость экономики — вещь весьма и весьма опасная.

BG: Это на государственном уровне. А на частном?

А.П.: Банковская система достаточно спокойно переживает оттоки капитала. Основная нагрузка в такие моменты выпадает на крупные банки, которые имеют и достаточный запас денежной ликвидности, и набор ликвидных инструментов. Достаточно сказать, что на аукционах прямого репо с Банком России в августе банки привлекали до 280 млрд рублей в день. И в периоды оттока капитала мы имеем дело с факторами, которые не грозят системным кризисом и, соответственно, дестабилизацией российского фондового рынка.

МОНИТОРИНГ



ММВБ ПРОДАСТ СВОЙ ИНДЕКС

«Коммерсантъ», 28.07.2006

Вчера, выступая на проходящей в Санкт-Петербурге 11-й Северо-Западной банковской конференции, вице-президент биржи Жанна Смирнова сообщила о планах начать торги фьючерсами на индекс ММВБ. «Мы планируем свою деятельность исходя из потребностей рынка, а так как сейчас рынок акций достаточно волатилен, то у его участников существует интерес работать с деривативами», — заявила госпожа Смирнова. — И максимально этот интерес сконцентрирован именно на фьючерсе на индекс ММВБ». Начать торги новым фьючерсом биржа планирует до конца года. По данным Ъ, на ММВБ разработана вся внутренняя документация, которая уже согласована с регуляторами. Задержка с реализацией проекта вызвана попытками уменьшить размер депонирования средств и тем самым обеспечить дополнительное конкурентное преимущество перед аналогичным фьючерсом на индекс РТС.

Участники рынка не сомневаются в практической пользе нового инструмента. «Фьючерсы на индекс РТС популярны, а на индекс ММВБ могут быть еще более популярны, так как он более волатилен и с ним работают больше инвесторов», — считает начальник аналитического отдела Банка Москвы Кирилл Тремасов. На РТС вчера насчитывалось более 140 тыс. открытых позиций по фьючерсам на индекс. Дополнительную популярность фьючерсу ММВБ могут обеспечить многочисленные паевые фонды, осу-

ществляющие инвестиции согласно структуре индекса ММВБ. Для них это может стать хеджированным инструментом, так как законодательство разрешает индексным фондам страховать до 10% своего портфеля.

«Фьючерс на индекс — самый необходимый для индексного фонда инструмент», — говорит заместитель начальника отдела по работе с фондами УК „Агана“ Константин Дьяченко. — С его помощью можно сократить потери при падении рынка». Однако существующий фьючерс на индекс РТС в этом качестве не используется. «Сейчас при падении проще продать ликвидные бумаги и переждать его с деньгами, так как необходимость депонирования средств при использовании фьючерсов блокирует средства, что не очень хорошо», — считает управляющий активами ИК «Олма» Алексей Долгов. Планируемое ММВБ снижение депонирования при работе с фьючерсами на индекс может изменить ситуацию и позволить индексным фондам показывать доходность выше, чем у их базового индекса.

КУПИТЬ ИНДЕКС ММВБ

«Ведомости», 20.03.2007

Скоро у самого ликвидного российского дериватива — фьючерса на индекс РТС — появится конкурент. В конце апреля ММВБ планирует запустить фьючерс на свой индекс, номинал которого будет в три раза меньше, а гарантийное обеспечение — на 50% больше.

«Объем фьючерса на индекс биржи составит 20 руб., умноженные на значение индекса, т.е. примерно 33 000 руб.», — рассказал «Ведомостям» директор департамента

фондового рынка ММВБ Михаил Темниченко. Номинал фьючерса на индекс РТС — \$2, умноженные на значение индекса, т.е. около 96 000 руб. По словам Темниченко, спецификация контракта будет рассмотрена сегодня на совете директоров ММВБ. Номинал нового фьючерса на ММВБ считают его конкурентным преимуществом. «Слишком „тяжелый“ контракт осложнит доступ на рынок большому количеству мелких частных инвесторов, которые, особенно на начальном этапе формирования рынка, способны внести существенный вклад в увеличение ликвидности», — написано в пояснительной записке к совету директоров биржи.

Гарантийное обеспечение на ММВБ будет выше — 15% (против 10% на РТС), рассказывает Темниченко: «Если волатильность станет расти, то его уровень будет повышаться». В итоге покупка одного контракта фьючерса на индекс ММВБ обойдется игроку примерно в 5000 руб., а фьючерса на индекс РТС — примерно в 10 000 руб. Номинал фьючерса на индекс ММВБ меньше, значит, им смогут торговать более мелкие, чем на РТС, участники, рассуждает исполнительный директор «Открытия» Евгений Данкевич, но сам контракт дороже в полтора раза: «Чтобы купить фьючерс на индекс на \$1 млн, инвестору придется потратить \$150 000 на ММВБ и только \$100 000 на РТС».

ПИФЫ РЕШАЮТ ЗАДАЧУ СО МНОГИМИ НЕИЗВЕСТНЫМИ

«Коммерсантъ», 28.03.2007

С 16 апреля индекс ММВБ будет рассчитываться по 30 бумагам. Как заявил Ъ на-

чальник управления индекс-менеджмента ММВБ Глеб Шевеленков, индексному комитету на днях будет предложен список акций, из которых и выберут девять претендентов. Ранее не было четкой даты изменения индекса. В дальнейшем планируется менять состав индекса два раза в год: 15 апреля и 15 октября. По словам господина Шевеленкова, решение дополнить структуру индекса принято для того, чтобы индекс более полно отражал отраслевую палитру рынка. «За последний год ликвидность на рынке увеличилась. Если раньше операции на бирже совершались преимущественно только с акциями нефтяных и энергетических компаний, то теперь на рынке стало больше сделок с региональными телекомами и с акциями потребительского сектора», — отмечает господин Шевеленков.

Такое масштабное изменение индекса должно отразиться в первую очередь на структуре паевых фондов, ориентированных на индекс ММВБ. На начало года активы индексных фондов, ориентированных на вложения по индексу ММВБ, составляли 4,4 млрд руб. (около \$170 млн). «Такое переформирование структуры индекса вызовет активное движение во включаемых бумагах», — заявил Ъ управляющий портфелем управляющей компании „ВТБ-Управление активами“ Сергей Дюдин. — Котировки включенных бумаг резко вырастут».

НОВЫЕ ПРАВИЛА РАСЧЕТА ИНДЕКСА ММВБ

«Время и деньги», 06.04.2007

Дирекция Фондовой биржи ММВБ приняла решение с 16 апреля 2007 года ввести в дей-

ствие новые правила расчета индекса ММВБ, говорится в сообщении биржи. Новые правила предполагают расширение корзины индекса ММВБ с 21 до 30 наиболее ликвидных акций, представляющих основные секторы экономики. По мнению биржи, это позволит не только повысить репрезентативность индекса, но и будет способствовать росту ликвидности вновь включенных в него ценных бумаг.

При разработке правил расчета индекса ММВБ помимо требований российских регулирующих органов, предъявляемых к индексам, на базе которых могут быть созданы паевые инвестиционные фонды, принимались во внимание также требования директив Евросоюза (UCITS), определяющие условия инвестирования в развивающиеся рынки, а также нормативные требования регулирующих органов США в отношении так называемых broad-based security indices, отмечено в сообщении.

ТОРГОВЦЫ ИНДЕКСОМ

«Ведомости», 23.05.2007

ММВБ — крупнейшая по объему торгов биржа России, но работать с производными контрактами на акции она только начинает. Первым инструментом станет фьючерс на индекс ММВБ — торги им начнутся во второй декаде июня. За ним последуют опционы на фьючерс на индекс ММВБ и поставочные опционы на некоторые акции.

Для обеспечения ликвидности с первого дня торгов на рынке будут работать маркет-мейкеры. Переговоры идут с несколькими компаниями, а маркет-мейкеров на фьючерсе будет, скорее всего, три-четыре, расска-



Можно рассматривать гипотетические факторы, способные привести к дестабилизации. В отношении России обычно упоминаются политические риски и риски резкого падения цен на сырьевые товары. Что касается первых, то все больше западных институтов считают реализацию этих рисков маловероятной. Падение цен на мировых товарных рынках пока не прогнозируется. Для этого необходимо существенное замедление мировой экономики. Но даже в этом случае потребуетс­я значительное время, чтобы это отразилось на прибыли российских компаний и на сальдо внешнеторгового баланса.

ВГ: Вы говорили о китайской модели закрытого рынка как о модели, устойчивой к внешним воздействиям. Какими еще методами, кроме полной изоляции, можно добиться уменьшения влияния мировой конъюнктуры на национальный рынок?

А. П.: Понятно, что глобализация финансовых рынков не позволит нашему рынку полностью избежать внешнего влияния. Задача может стоять лишь в снижении степени влияния мировой конъюнктуры на российский рынок. А механизм влияния внешних факторов реализуется в первую очередь через участие нерезидентов на российском рынке. Ухудшение ситуации на развитых рынках, неблагоприятные макроэкономические данные приводят, как правило, к выводу средств с развивающихся рынков, в том числе и с российского, при этом практически без оглядки на текущее состояние и перспективы национальной экономики.

В результате основным и фактически единственным рыночным рецептом снижения влияния конъюнктуры международных финансовых рынков является повышение роли и доли национальных инвесторов в операциях с российскими ценными бумагами с учетом рынков ADR. Ценообразование на российские активы должно происходить на российских биржах при преимущественном участии внутренних инвесторов. Если по российским бумагам цена будет формироваться на рынке ADR, то через механизм арбитража влияние внешней конъюнктуры на российский рынок будет происходить в полной мере.

Вопрос о том, как повысить роль национальных инвесторов на российском рынке, практически равнозначен вопросу о том, как развивать российский фондовый рынок. Международная практика показывает, что на всех

развитых рынках доминируют национальные инвесторы. Так что российскому рынку осталось достигнуть уровня развитых рынков.

ВГ: Насколько реально перенести центр ценообразования в Россию?

А. П.: Я думаю, что по значительному числу бумаг это уже произошло. В настоящее время в Лондоне не могут вести торговлю депозитарными расписками, не располагая информацией о ценах на акции российских компаний, торгуемые на ММВБ и РТС. У нас существует серьезная инфраструктура финансового рынка. Мы достигли больших успехов, серьезных оборотов. Наша инфраструктура сегодня уже стала приемлема не только для российских, но и для иностранных участников, которые активно ею пользуются. Так, если в начале 2006 года 15% оборота на нашей фондовой бирже приходилось на иностранцев, то на сегодняшний день они дают более 30% оборота, причем оборота в рублях. Это тоже показатель качества нашей инфраструктуры и того, что она уже во многом устраивает глобальных инвесторов.

ВГ: И каким вы видите путь развития, который бы смог заинтересовать всех?

А. П.: Здесь уместно вспомнить о теме международной конкурентоспособности. Она существует в нескольких аспектах. Иностранные инвесторы все активнее начинают использовать российскую инфраструктуру, так как она становится для них все более прозрачной и удобной. В этой связи одна из наших основных задач — продолжить процесс приближения принципов организации российского рынка к общепринятым мировым стандартам. Понятно, что обеспечить такое сближение легче в условиях консолидированной инфраструктуры.

В свою очередь, российские эмитенты, выходящие сегодня на Лондонскую биржу в поисках прямого доступа к международным деньгам, тоже выиграют от модернизации инфраструктуры российского фондового рынка. Если эмитент поймет, что, размещаясь через российскую биржу, он без потерь будет продавать свои ценные бумаги, потому что иностранцы могут заходить сюда и реально пользуются услугами этой инфраструктуры, он пойдет размещение внутри России, так как это и дешевле, и проще. Тогда и с этой точки зрения наша инфраструктура будет конкурентоспособной по мировым меркам.

Еще одним аспектом международной конкурентоспособности является возможность привлечения в неда-

леком будущем иностранных эмитентов на внутренний российский фондовый рынок. Эту тему недавно озвучил глава ФСФР Владимир Миловидов, предложив разрешить прямой допуск иностранных ценных бумаг на внутренний российский рынок. Шансы на реализацию данного проекта есть просто потому, что у нас рынок более глубокий и емкий, чем во многих соседних странах СНГ, у нас есть возможность их эмитентам предоставлять соответствующие инвестиции.

Но это проект на перспективу, и он нисколько не помешает осуществлению другого проекта, законодательная работа по которому уже фактически завершена. Я говорю о запуске в обращение на российских биржах российских депозитарных расписок. Поэтому мы вместе с заинтересованными западными контрагентами сосредоточили свои усилия на пилотном проекте РДР, и мы надеемся вывести эти ценные бумаги на ММВБ уже в ноябре-декабре этого года.

В общем и целом отмечу, что стратегические интересы участников рынка, вектор развития его инфраструктуры и интересы государства сейчас совпадают. Надо воспользоваться этим для совершения качественно-го прорыва.

ВГ: Качественный прорыв — это привлечение новых инвесторов. В связи с этим такой вопрос: вас не смущает, что весь этот год число частных инвесторов — как на вашей бирже, так и вкладчиков ПИФов — устойчиво и существенно растет, но их деньги не в состоянии обеспечить рост рынка?

А. П.: У нас же были «народные» IPO, причем очень крупные: «Роснефть», ВТБ, допэмиссия Сбербанка. Да, спрос растет, мы с вами видим это. Но очень существенно вырос и объем предложения ценных бумаг: в 2006 году российские компании привлекли около \$17 млрд, а за первое полугодие 2007-го — \$23 млрд. Это вполне сопоставимо с объемом размещений российских компаний на рынке еврооблигаций за этот же период. Я думаю, что наш рынок все время будет под давлением нового предложения бумаг. Сейчас слишком большое число потенциально публичных компаний находится за пределами фондового рынка. И в этом смысле, как это ни печально, фундаментально возможность роста при такой ситуации дает только тот спрос, который генерируется иностранцами. Это не очень приятный вывод, но с этим ничего не поделаешь.

ВГ: В 2007 году ММВБ начала публикацию серии отраслевых и капитализационных индексов, был доработан индекс ММВБ. Каковы дальнейшие планы по развитию индексов?

А. П.: В настоящее время идея проведения анализа основного спектра российских акций по эшелонам — с разбивкой на первый, второй и третий — выглядит устаревшей. Расширение числа участников рынка, рост доли крупных институциональных инвесторов, формирующих диверсифицированные портфели ценных бумаг, сделали актуальной задачу создания широкой линейки индикаторов, отражающих поведение различных рыночных кластеров. Первым шагом в этом направлении стало создание семейства отраслевых индексов нашего фондового рынка. В апреле 2007 года мы приступили к расчету трех отраслевых индексов — нефтегазовых, энергетических и телекоммуникационных компаний, к которым впоследствии добавились индексы компаний металлургии и машиностроения.

Следующим этапом стал расчет индексов компаний, стратифицированных по уровню капитализации: 15 — высокой капитализации, 30 — стандартной и 50 — базовой. Была попытка применить международный подход, то есть выделить компании большой капитализации, средней и малой, и было желание называть их соответствующим образом. Мы потом ушли от этого, назвали индексы большой, стандартной и базовой капитализации. И этому есть объяснение. С моей точки зрения, замыкающие 50 компаний нельзя отнести к компаниям малой капитализации. Отсутствие представительной группы компаний малой капитализации не позволяет нам рассчитывать соответствующий индекс. Наши капитализационные индексы учитывают не только размер компании, но и ликвидность ее акций.

Мы совершили революционный шаг — с помощью семейства индексов описали рынок акций 95 эмитентов. В дальнейшем мы планируем расширить линейку наших индексов за счет семейства индикаторов рынка корпоративных и региональных облигаций, а также за счет разработки индикаторов рынка репо. В последнем случае речь идет о новых для российского рынка индексах, фактически представляющих собой оценку ставок залогового кредитования. Учитывая, что на сегодняшний день более половины нашего оборота приходится на операции рефинансирования, мы надеемся, что новые индикаторы будут активно использоваться участниками рынка. ■

зывает начальник управления рынка стандартных контрактов ММВБ Григорий Ганкин.

Первыми участниками стали три банка — «Абсолют», Глобэксбанк, Инвестсбербанк — и 13 брокеров: «Открытие», «Брокеркредитсервис», «Солид», «Церих», «ОРБ Финанс», «Алор+», «Акцепт-ЛТД», «Адекта», «Русс-инвест», «Алор инвест», «Олма», «Икси». Сейчас биржа принимает брокеров в свои члены на льготных условиях: с 9 апреля по 9 августа взнос составит 1000 руб., после чего вырастет до 150 000–900 000 руб. в зависимости от уровня доступа и клиринга. Григорий Ганкин рассчитывает, что к началу торгов участников рынка фондовых деривативов будет уже 30–50. В срочной секции РТС сейчас 100 общих расчетных фирм. Эта квота была установлена шесть лет назад, а место общей расчетной фирмы стоит \$120 000. Помимо этого участники формируют страховой фонд по 4 млн руб. каждый.

ММВБ УТВЕРДИЛА БАЗЫ РАСЧЕТА ОТРАСЛЕВЫХ ИНДЕКСОВ ПРАЙМ-ТАСС, 05.07.2007

Дирекция Фондовой биржи ММВБ утвердила базы расчета отраслевых индексов ММВБ на III квартал 2007 г., говорится в сообщении биржи. В них включены ценные бумаги, рекомендованные индексным комитетом, из числа акций, включенных в базу расчета и лист ожидания соответствующего индекса в предшествующем квартале. В базу расчета индекса MICEX PWR из листа ожидания включены обыкновенные акции ОАО «ОГК-2» и ОАО «ТГК-5». Состав баз расчета MICEX O&G и MICEX TLC остался без изменений.

В соответствии с правилами расчета отраслевых индексов, в связи с очередным пересмотром баз расчета отраслевых индексов произведен пересчет весовых коэффициентов акций, включенных в базы расчета индексов. Базы расчета отраслевых индексов будут введены в действие с 16 июля 2007 г.

Кроме того, утверждены листы ожидания отраслевых индексов на 3-й квартал 2007 г. Компании, вошедшие в листы ожидания, являются претендентами на включение в базу расчета соответствующего отраслевого индекса при следующем очередном пересмотре баз расчета отраслевых индексов.

У ПИФОВ ПОЯВИЛСЯ СВОЙ ИНДЕКС

«Бизнес», 23.07.2007

ММВБ начала расчет технического индекса инвестиционных паев. По мнению управляющих, в результате такого нововведения на рынке может появиться новый тип ПИФов — фондов, входящих в расчет индекса.

По словам начальника управления индекс-менеджмента ММВБ Глеба Шевеленкова, если к торгам допущены паи десяти и более ПИФов, включенных в котировальные списки фондовой биржи, согласно требованиям ФСФР, необходим расчет соответствующего индекса. «Прежде у нас было только девять паев, но на днях в списки вошло четыре новых (пай фондов «Солид — земельный», «Перспектива — фонд жилой недвижимости», «Перспектива — рентная недвижимость», «Регион — земельный фонд»). В результате в базу расчета индекса вошли паи 13 инвестфондов», — говорит он. По словам господина Шевеленкова, помимо индикато-

ра торгов для ФСФР индекс пока не слишком объективно, но все-таки «способен отразить настроения на вторичном рынке инвестпаев».

Начальное значение индекса ПИФов было установлено на уровне 1000 пунктов, а по итогам первого дня торгов этот показатель составил 1000,55 пункта. Появление такого индекса — по мнению управляющего директора УК «Максвелл эссет менеджмент» Владислава Ковальчука, знаковое событие. «Это сигнал о том, что рынок коллективных инвестиций преодолел некую критическую точку и стал более заметным», — говорит он. В первом полугодии объем торгов паями ПИФов на ММВБ составил 9,6 млрд руб. Этот показатель в семь раз больше, чем за шесть месяцев прошлого года, однако по-прежнему составляет незначительную часть от общего объема торгов — 0,02%.

ММВБ НАЧИНАЕТ ПУБЛИКАЦИЮ ИНДЕКСОВ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ И МАШИНОСТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛЕЙ

ИНТЕРФАКС-АФИ, 25.07.2007

Фондовая биржа ММВБ с 14 августа начинает публикацию индексов акций компаний металлургической и горнодобывающей отраслей MICEX M&M (MICEX Metals and Mining Index) и акций компаний машиностроительной отрасли MICEX MNF (MICEX Manufacturing Index), сообщается в пресс-релизе биржи.

Новые отраслевые индексы предусмотрены в новой редакции правил расчета отраслевых индексов, которая вводится в действие с 14 августа. Правила дополнены положениями, определяющими порядок расчета новых

отраслевых индексов MICEX M&M и MICEX MNF. За дату начала их расчета принято 31 декабря 2004 года, когда их начальное значение установлено равным 1000 пунктам.

Отраслевые индексы ММВБ включают индекс акций компаний нефтегазовой отрасли (MICEX O&G), индекс акций компаний энергетической отрасли (MICEX PWR), индекс акций компаний телекоммуникационной отрасли (MICEX TLC), индекс акций компаний металлургической и горнодобывающей отраслей (MICEX M&M) и индекс акций компаний машиностроительной отрасли (MICEX MNF).

ММВБ МОЖЕТ ЗАПУСТИТЬ ЛИНЕЙКУ ОБЛИГАЦИОННЫХ ИНДЕКСОВ

ИНТЕРФАКС-АФИ, 06.07.2007

Фондовая биржа ММВБ до конца текущего года планирует в рамках модернизации индекса облигационного рынка RCBi запустить семейство облигационных индексов, заявил журналистам глава управления индекс-менеджмента биржи Глеб Шевеленков.

«Смотрим на индексы облигаций. В этом году планируем внести изменения в индекс RCBi», — сказал он.

В то же время, по словам Глеба Шевеленкова, пока нет концепции, каким образом будет формироваться семейство облигационных индексов — возможно, по срокам до погашения, а, возможно, будут введены отдельные индексы по корпоративным и по муниципальным и субфедеральным облигациям.

«Не хорошо, если в одном индексе будут бумаги, которые гасятся, скажем, послезавт-

ра и которые еще будут семь лет обращаться», — сказал он, пояснив необходимость разделения индексов по срокам обращения облигаций.

ММВБ РАЗВЕЛА ИНДЕКСЫ ПО ЭШЕЛОНАМ

В&FM, 07.08.2007

Фондовая биржа ММВБ начала расчет капитализационных индексов, надеясь потеснить популярный индекс РТС. Новое семейство включает три индикатора для компаний с высокой, стандартной и базовой капитализацией соответственно. На бирже считают, что индикаторы формализуют понятия «голубые фишки», «второй эшелон» и «третий эшелон».

Вчера динамику индексов MICEX Large Cap (LC), MICEX Mid Cap (MC) и MICEX Start Cap (SC) можно было уже отследить в режиме онлайн на сайте ММВБ. Для корректности сравнения специалисты биржи считали эти индикаторы задним числом за последние два с половиной года. Глава управления индекс-менеджмента ММВБ Глеб Шевеленков сказал, что одной из важнейших функций индикаторов станет формализация таких понятий, как «голубые фишки», «второй эшелон» и «третий эшелон». Из 200 торгующихся на ММВБ эмитентов в индекс включено 95 бумаг: MICEX LC рассчитывается на основе 15 акций, MICEX MC — 30 и MICEX SC — 50. При этом на индекс для компаний с высокой капитализацией приходится 82% всей капитализации эмитентов, торгующихся на ММВБ, на стандартную категорию — 13%, на базовую — 4%.

«ТРЕБОВАНИЯ К ТЕХНИЧЕСКИМ ИНДЕКСАМ ВЕСЬМА ПРОСТЫ» ЗАМЕСТИТЕЛЬ РУКОВОДИТЕЛЯ ФСФР СЕРГЕЙ ХАРЛАМОВ СЧИТАЕТ, ЧТО СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ ИНДЕКСЫ ИНДЕКСНЫХ АГЕНТСТВ ЗАЧАСТУЮ МОГУТ БЫТЬ ИНТЕРЕСНЕЕ БИРЖЕВЫХ. ОБ ЭТОМ, А ТАКЖЕ О ТОМ, КАКИЕ ВИДЫ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ ПРЕДУСМОТРЕНЫ РОССИЙСКИМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ, КАКИЕ ТРЕБОВАНИЯ К НИМ ПРЕДЪЯВЛЯЮТСЯ И КАКИЕ КОНФЛИКТЫ НА ДАННОЙ ПОЧВЕ ВОЗНИКАЮТ, ОН РАССКАЗАЛ В ИНТЕРВЬЮ КОРРЕСПОНДЕНТУ ВG ПЕТРУ РУШАЙЛО.



СЕРГЕЙ ХАРЛАМОВ
 ЗАМЕСТИТЕЛЬ
 РУКОВОДИТЕЛЯ ФСФР

BUSINESS GUIDE: Имеет право или обязан?

С. Х.: Организатор торговли вправе рассчитывать индексы и обязан рассчитывать технический индекс. Потому что именно с расчетом технического индекса связаны те действия, которые он предпринимает в случае, если меняется рыночная ситуация. И технический индекс отражает общую обстановку, складывающуюся на рынке. Он ориентирован на бумаги, которые торгуются на данном организаторе торговли. И в случае если изменение индекса превышает некие пороговые значения, торги приостанавливаются либо на час, либо до следующего дня в зависимости от величины изменения. Приостановка на час применяется при отклонении индекса на 8% от величины открытия текущего дня либо на 10% от уровня закрытия предыдущего дня, до следующего дня — если данные величины превышают 12 и 15% соответственно.

ВГ: Чем технический индекс отличается от других биржевых индексов?

С. Х.: В отношении биржевого индекса вообще не существует каких-либо требований со стороны регулятора. В отношении технического индекса они имеются и сводятся к тому, что технический индекс рассчитывается раздельно по акциям, облигациям, инвестиционным паям, депозитарным распискам, то есть по всем активам, которые торгуются биржей. И есть требование, гласящее, что индекс рассчитывается, если количество акций или иных бумаг, включенных в соответствующие котировальные списки, составляет не менее десяти.

ВГ: А на практике сейчас поведение биржевых индексов сильно отличается от технических?

С. Х.: Это зависит от методики расчета, точнее, от базы индекса. Ведь необходимо учитывать, что в число биржевых индексов входят и отраслевые. Сейчас их становится больше, и они покрывают различные отрасли экономики. Ориентированные на подобного рода индексы портфели достаточно активно начинают применяться управляющими ком-

паниями при создании открытых или индексных фондов, которые создаются для инвестирования в конкретные отрасли экономики. Поэтому такие индексы в большей степени ориентированы на прикладные задачи. Например, в случае с отраслевым паевым фондом инвестор может фактически в режиме онлайн отслеживать, как меняется цена его пая. С поправкой на эффективность работы управляющего, разумеется. Технический же индекс считается по всем бумагам данного типа, торгуемым на бирже.

ВГ: Существует ли какой-либо надзор за правильностью расчета биржами индексов? Например, согласование методики.

С. Х.: Если речь не идет о техническом индексе, у организатора торговли или фондовой биржи существует лишь обязанность представить в ФСФР методики соответствующих расчетов. ФСФР такие методики не согласовывает.

ВГ: Зачем тогда предоставлять?

С. Х.: Это называется уведомительным порядком. Кроме того, к организатору торговли существуют требования по раскрытию информации, в частности информации о значениях индексов. Это используется для контроля за ситуацией на бирже, в первую очередь раскрытие этой информации ориентировано на инвестора.

Также стоит отметить, что уже достаточно давно мы говорим о том, что можно и нужно было бы развивать линейку по индексам. В частности, это необходимо для того, чтобы можно было считать различные benchmarks — показатели, которые давали бы возможность расчета показателей доходности неких модельных портфелей. Мы говорим, например, об инвестировании средств пенсионных накоплений, средств по «военной ипотеке». Вопрос в том, как отработала та или иная управляющая компания — хорошо или плохо. Это несправедливый вопрос, например, для Пенсионного фонда России по пенсионным накоплениям, ведь он учредитель доверительного управления и заключает соответствующие договоры с большим числом управляющих компаний. Если существуют требования по составу и структуре инвестиционных портфелей, то можно, имея соответствующие индексы, построить модельный портфель. Если эти данные раскрываются, то можно создавать программные системы, которые на основании отслеживания индексов строили бы кривую доходности того или иного модельного портфеля. А потом инвестор мог бы сравнивать ее с доходностью, показанной управляющей компанией.

ВГ: Говоря о приостановке торгов в случае слишком сильных колебаний рынка, вы упомянули величины колебаний, считающиеся критическими. Почему именно эти цифры, а не другие? Насколько я знаю, данные параметры были зафиксированы около десяти лет назад на основании тогдашних правил расчетов, которые существенно отличаются от нынешних.

С. Х.: Действительно, эти цифры считались исходя из статистики, существовавшей на тот момент, включая

данные по волатильности рынка. Они в большой степени несут эмпирический характер.

ВГ: Каким образом регулятор может контролировать правильность расчета технического индекса?

С. Х.: Требования к техническим индексам весьма просты. Для расчета нужно не менее десяти бумаг, которые входят в котировальные списки биржи или допущены к торгам организатором торговли. Собственно говоря, и все. Раз есть такие требования, то нет предмета для возникновения каких-либо неурядиц, за исключением, возможно, вопросов раскрытия информации на сайте биржи.

ВГ: Возьмем тогда такую ситуацию. Взяла биржа и исключила из базы для расчета индекса бумаги какого-либо крупного эмитента. С ЮКОСом, к примеру, мы такое наблюдали.

С. Х.: Это несколько другая тема. Методики расчета индексов предусматривают пересмотр базы расчета раз в полгода. Биржевой и индексный комитеты принимают соответствующие решения. То есть биржа может исключить бумаги эмитента из базы, но здесь возникает один нюанс. Требований к составу индексов не существует, но есть требования к структуре активов паевых инвестиционных фондов, которые используют соответствующие индексы. И резкое изменение базы индекса или методики его расчета может создать проблемы именно у данных фондов.

Подобная ситуация возникала, когда ЮКОС был исключен из базы для расчета индексов РТС и ММВБ. Подобные проблемы были и по другим ценным бумагам. В данном случае используемые для формирования портфеля индексы не соответствовали действовавшим требованиям, а именно положению ФСФР о составе и структуре активов акционерных и паевых инвестфондов, согласно которому доля внесписочных акций в суммарной капитализации бумаг, входящих в индексы, не должна превышать 20%.

ВГ: И какой выход был найден?

С. Х.: Поскольку фактически из расчета индекса могли быть исключены ликвидные ценные бумаги, то наряду с условием вхождения в котировальный лист определенного уровня мы разрешили участие в индексах бумаг, удовлетворяющих определенным критериям ликвидности: количество участников, обороты, количество сделок — параметры, которые показывают реальную ситуацию в отношении той или иной бумаги по ликвидности.

При этом отмечу, что инициаторами в поиске решения проблемы в данном случае являлись биржи.

ВГ: Но данный документ в дальнейшем уже позволяет оперативно реагировать?

С. Х.: Да. По крайней мере, если речь о ситуациях, когда реально ликвидная бумага вдруг покидает котировальный список.

ВГ: В данном случае фондам вы разрешили. А если речь идет просто об инвесторе, у которого лежит производный контракт на индекс?

С. Х.: Для таких индексов, которые составляют базу для срочных контрактов, также существуют нормативные требования. Опять же по ним в качестве исходных данных для расчета берутся цены или доходы с ценных бумаг, количество ценных бумаг составляет не менее десяти, доля каждой бумаги, которая входит в расчет, не превышает 25%.

ВГ: Я не об этом. Если одну из этих 25-процентных бумаг удалить, поведение индекса резко изменится. Что тогда делать держателям срочных контрактов? Они же не закладываются на такие риски. Или это их проблема?

С. Х.: Это проблема в том числе и биржевая. Потому что биржа, во-первых, сама считает индекс и определяет его методику, а во-вторых, она же определяет спецификацию срочных контрактов. И весьма странным было бы поведение биржи, если бы она, определив базу для расчета того или иного контракта, вдруг где-то посередине дороги начала резко что-то менять. В любом случае для непредвиденных ситуаций у нее есть правила действий, с которыми, читая спецификацию срочного контракта, может ознакомиться его потенциальный приобретатель.

ВГ: Мы начали говорить об отраслевых индексах и о производных инструментах. Как вы бы сейчас оценили перспективы развития этих сегментов рынка?

С. Х.: В последнее время линейка отраслевых индексов развивается двумя нашими ведущими биржевыми площадками. Они готовили эти продукты в течение достаточно длительного времени. Я думаю, что линейка этих отраслевых индексов будет расширяться. Здесь очень важна база по ценным бумагам, важна методика расчета индекса. Очевидно, что биржи, предлагая те или иные отраслевые индексы, будут ориентироваться на потребности управляющих компаний и портфельных менеджеров в бумагах той или иной отрасли.

ВГ: Если сравнивать требования к индексам российского и зарубежных регуляторов, они чем-то отличаются?

С. Х.: Методики расчета индексов у нас в основном соответствуют международным требованиям. Причем — по крайней мере, в части веса отдельных бумаг и их минимального количества — наши требования даже жестче.

ВГ: Скажите, а почему, по-вашему, у нас практически все инвесторы ориентируются на биржевые индексы, тогда как на Западе крайне популярны индексы независимых агентств и инвестбанков?

С. Х.: Я думаю, это дело времени. Полагаю, что специализированные индексы индексных агентств могут быть даже зачастую интереснее биржевых. Понятно, что биржа является первоисточником по ценовым индикаторам. А вот за счет того, что индексное агентство может агрегировать итоги торгов по различным торговым площадкам, его индекс может включать в себя больший набор бумаг. Это может повысить привлекательность такого индекса для инвесторов. ■

«ТРЕБОВАНИЙ К СОСТАВУ ИНДЕКСОВ НЕ СУЩЕСТВУЕТ. НО ЕСТЬ ТРЕБОВАНИЯ К СТРУКТУРЕ АКТИВОВ ПИФОВ, КОТОРЫЕ ИСПОЛЬЗУЮТ СООТВЕТСТВУЮЩИЕ ИНДЕКСЫ. И РЕЗКОЕ ИЗМЕНЕНИЕ БАЗЫ ИНДЕКСА ИЛИ МЕТОДИКИ ЕГО РАСЧЕТА МОЖЕТ СОЗДАТЬ ПРОБЛЕМЫ ИМЕННО У ДАННЫХ ФОНДОВ»



Индекс ММВБ 10 лет



реклама

www.micex.ru

КУЗНИЦА ПРОТИВОРЕЧИЙ

УДИВИТЕЛЬНОЕ ДЕЛО: ГОВОРЯ О ПЕРСПЕКТИВАХ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА, РУКОВОДИТЕЛИ КРУПНЕЙШИХ ЕГО УЧАСТНИКОВ ЗАЯВЛЯЮТ, ЧТО С ОПТИМИЗМОМ СМОТРЯТ В БУДУЩЕЕ. ПРИ ЭТОМ ОТМЕЧАЮТ ВОЗРАСТАНИЕ РОЛИ РИСКОВ, СВЯЗАННЫХ С НЕУСТОЙЧИВОСТЬЮ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ, А ТАКЖЕ НЕСОВЕРШЕНСТВОМ ИНФРАСТРУКТУРЫ ОТЕЧЕСТВЕННОГО.

ПЕТР РУШАЙЛО

МИРОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ Падение мировых фондовых рынков в начале этого года вкупе с разразившимся летом глобальным кризисом ликвидности, вызванным проблемами на американском ипотечном рынке не на шутку встревожил инвесторов. О серьезности проблемы говорить с точки зрения возможности замедления темпов роста мировой экономики, видимо, пока рано. По крайней мере, до выхода в октябре отчетности американских компаний по итогам финансового года (он на Западе заканчивается 30 сентября). В конце-концов, уход инвесторов с фондового рынка мог быть вызван действительно исключительно временными сложностями с ликвидностью, а не тем, что проблемы с ипотекой приведут к падению как потребительского спроса, так и других важнейших макроэкономических показателей США.

Вместе с тем, августовский кризис ликвидности заставил многих экспертов говорить о системных проблемах функционирования глобального финансового рынка.

«Мне кажется, что кризис в сегменте subprime американского ипотечного рынка — это только некоторая часть того, что сейчас происходит, общих глобальных проблем, накопившихся на финансовом рынке, — полагает управляющий директор ИК „Тройка Диалог“, председатель совета директоров РТС Жак Дер Мегредичян. — В целом же есть три основные проблемы, которые в последние годы были недооценены участниками рынка, в результате чего они не всегда вели себя правильно.

Первая проблема связана со слишком большим левереджем, то есть игрой с плечом. Очень многие участники рынка — от хедж-фондов до инвестиционных банков — многократно перезакладывали имеющиеся у них бумаги для покупки новых, в результате чего объем открытых позиций перестал соответствовать реальным денежным средствам, имеющимся в распоряжении игроков.

Вторая проблема заключается в том, что слишком много посредников на рынке — тех же инвестиционных банков — стали играть на собственные средства. Конечно, инвестибанк должен иметь возможность держать собственные позиции, но в основном для предоставления услуг клиентам. То есть если объем этих позиций — 5–10% активов банка, это нормально. А если 60–70% — это, на мой взгляд, уже слишком. Они превращаются в игроков, которые зарабатывают деньги главным образом на собственной позиции, и это, опять-таки, приток спекулятивного капитала на рынок.

И третья проблема — не всегда правильная оценка кредитного риска как рейтинговыми агентствами, так и инвестиционными банками».

Понятно, что в условиях обострения проблем на глобальных рынках инвесторам полезно попытаться заново оценить риски вложений в локальные рынки — все-таки практически все они в той или иной степени являются частью мировой финансовой системы. Поэтому попробуем понять, что в нынешних условиях ждет тех, кто предпочитает покупать российские активы.

ОБЩИЕ ДОСТИЖЕНИЯ Первое, на что обращают внимание эксперты, когда речь заходит о факторах, способных порадовать инвесторов в российском фондовом рын-

В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ РЕШЕНИЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОБЛЕМ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА ЕДВА ЛИ СДВИНЕТСЯ С МЕРТВОЙ ТОЧКИ — В ПРЕДВЫБОРНЫЙ ПЕРИОД НИ ЧИНОВНИКАМ, НИ ДЕПУТАТАМ НЕ ДО НИХ



ЮРИЙ МАРТЫНОВ

УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР ИК «ТРОЙКА ДИАЛОГ» ЖАК ДЕР МЕГРЕДИЧЯН СЧИТАЕТ, ЧТО ГЛАВНАЯ УГРОЗА РОССИЙСКОМУ РЫНКУ ИСХОДИТ ОТ ЗАПАДНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ БАНКОВ, КОТОРЫЕ УВЛЕКЛИСЬ ИГРОЙ С ПЛЕЧАМИ И НА СВОИ

ке, — это устойчивый экономический рост вкупе с отсутствием угрозы серьезных политических потрясений, наблюдающиеся в России уже на протяжении нескольких лет.

«Главный фактор — политическая предсказуемость, — считает глава группы компаний „Алор“ Анатолий Гавриленко. — Можно долго обсуждать плюсы и минусы нынешней модели управляемой демократии, но стабильность политической системы — факт очевидный. Ясно, что ничего ужасного не произойдет, никакие оголтелые маргиналы не придут к власти. Для рынка это важнее всего: если она существует, то значит мы можем понимать, как выстраивать свою игру на рынке, какие будут правила. Возьмите пример Китая: все понимают, что надо слушаться руководящей и направляющей, а уж что она из себя представляет — вопрос вторичный. Частный, но важный для нас как участников рынка пример такого подхода — нынешняя внятная политика ФСФР. То есть новое руководство Федеральной службы не говорит, что он сейчас все перевернет, всех заново построит, всех научит жить. Оно готово прислушиваться к специалистам, не хочет делать резких движений — это очень важно. Второй фактор — устойчивое экономическое положение России, которое в том числе обусловлено дорогой нефтью, большими денежными ресурсами».

«Понятно, что перспективы российского фондового рынка хорошие, — соглашается с ним президент группы компаний „Брокеркредитсервис“ Олег Михасенко. — Он развивается и будет продолжать развиваться неплохими темпами. Факторы, которые способствуют его росту, я думаю, у всех на слуху: идет рост экономики страны, растут доходы населения. Как следствие, увеличиваются потребление и спрос как в целом, так и на инвестиционные услуги в частности. А это, в свою очередь,

является толчком для развития российского фондового рынка и роста его популярности среди населения».

Даже не слишком оптимистичный в отношении положения дел на глобальных рынках Жак Дер Мегредичян, когда речь заходит о России, настроен довольно благодушно. «С фундаментальной точки зрения я не вижу в России никаких проблем, — полагает он. — Цены на сырье остаются очень высокими, макроэкономическая ситуация в стране нормальная. Банковская система России особенно не страдает проблемами, связанными с потерей ликвидности: когда ставки межбанковского рынка растут с 3 до 7% годовых, это не слишком опасно. Может быть и будет некоторый спад активности, но в среднесрочном плане ситуация остается позитивная. Я думаю, что если говорить о рынке акций, через год он станет процентов на 15–20 выше сегодняшнего уровня».

ЧАСТНЫЕ УСПЕХИ Еще один положительный момент, который выделяют эксперты, говоря о перспективах российского фондового рынка, — его собственные достижения.

Анатолий Гавриленко: «Важным положительным фактором я считаю достаточно резкий и достаточно убедительный рост самого рынка в последние годы. Он ежегодно показывает кратное увеличение числа клиентов, объемов операций, растет количество инструментов. Можно отдельно еще отметить рост срочного рынка, потому что это позволяет более спокойно работать и выстраивать спотовые стратегии: все-таки срочный рынок выполняет определенные хеджерские функции и это подталкивает развитие рынка акций.

То есть видно, что наш фондовый рынок набрал обороты и эти обороты впечатляют. Особенно это важно на фоне падения ставок по банковским депозитам. Когда банки платили выше 100% годовых, было вообще непонятно, что на фондовом рынке делать частному инвестору. А когда в банке — 6%, а на фондовом рынке ПИФы 10–15% все-таки худо-бедно зарабатывают, а инфляция при этом 10% годовых, это серьезный аргумент в пользу фондового рынка».

Не отстает и инфраструктура. Президент фондовой биржи ММВБ Алексей Рыбников: «70% глобального оборота российских фондовых активов приходится на российские площадки и только 30% — на зарубежные. Наша биржа входит в двадцатку крупнейших фондовых бирж мира, ее оборот превышает 200 млрд рублей в день».

Вместе с тем, именно эти достижения российского рынка могут в ближайшем будущем сослужить ему плохую службу. Дело в том, что воодушевленные успехами коллеги многие российские эмитенты высказали намерение провести публичные размещения. В нынешних условиях весь



ИТАР-ТАСС

ма вероятного оттока средств западных инвесторов привлечь средства будет непросто, считает Жак Дер Мегредичян. Так что проведение новых IPO может привести к общему снижению цен на российские активы.

ВНУТРЕННИЕ ПРОТИВОРЕЧИЯ Не добавляет привлекательности рынку и инфраструктурные проблемы, в частности — отсутствие единой расчетной системы. Дебаты по поводу создания центрального депозитария идут уже много лет, но воз и ныне там. Много говорилось о возможности создания данной структуры на базе объединения входящих в конкурирующие группы (РТС и ММВБ) расчетных депозитариев НДЦ и ДКК, но собственники обеих структур пока не могут найти приемлемой для обеих сторон формы сотрудничества.

Олег Михасенко: «Отсутствие центрального депозитария не позволяет рынку сделать качественный скачок. Хотя для российского инвестора наличие данной структуры, может быть, и не так значительно, как для западных инвесторов, для которых это крайне важный фактор. У них другая модель бизнеса, в которой глобальный кастодиан является ключевым звеном. У нас же все депозитарии пока слишком небольшие с точки зрения возможных финансовых рисков. А депозитарные лицензии западных глобальных кастодианов не имеют юридической силы в Российской Федерации. Поэтому западный инвестор не может с приемлемым для него уровнем риска покупать и хранить ценные бумаги в России. В результате у нас есть внутренний рынок — для российских инвесторов, которых устраивает существующая инфраструктура. В то время как западные инвесторы предпочитают покупать ADR и GDR на российские акции на английских и американских площадках. А это, безусловно, уменьшает ликвидность рынка».

Анатолий Гавриленко: «Я считаю, что среди участников рынка, несмотря на внешнюю благодать, согласия все-таки совсем немного. Взять, к примеру, конфликт НДЦ-ДКК. Ведь можно же по-нормальному договориться? Тем не менее, они и контролирующие их биржи между собой пытаются если и не воевать, то, по крайней мере, понимания и согласия между ними я не вижу. И это мешает развитию рынка».

Алексей Рыбников считает, что проблему надо решать радикально — путем устранения внутрيريоссийской конкуренции между инфраструктурными организациями. «Я думаю, что рассчитывать на простое продолжение количественного роста сейчас было бы не совсем правильно, — поясняет он свою идею. Потому что нынешняя модель развития — несколько бирж, несколько расчетных центров, несколько расчетных депозитариев, несколько технических платформ — сегодня уже начинает порождать определенные ограничения роста, которые в будущем будут проявляться еще сильнее. В нашем глобальном конкурентном мире мы конкурируем с глобальными биржами, названия у всех на слуху — Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт, Стокгольм и т.д. Помимо глобальной конкуренции мы еще и внутри страны между собой конкурируем. Понятно, что эта внутренняя конкуренция имеет ряд положительных моментов. В частности, именно она заставляет снижать цены конкурирующие между собой депозитарии, конкурирующие между собой биржи и т.д. И новые

ПРЕЗИДЕНТ ФОНДОВОЙ БИРЖИ ММВБ АЛЕКСЕЙ РЫБНИКОВ НЕ СОМНЕВАЕТСЯ В ТОМ, ЧТО РЕФОРМА ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА ДОЛЖНА ПРОХОДИТЬ ПРИ ДЕЯТЕЛЬНОМ УЧАСТИИ И РУКОВОДЯЩЕЙ РОЛИ ГОСУДАРСТВА



ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА

ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА

продукты — мы во многом копируем друг друга, ориентируясь на конкурентов. Эта конкуренция не дает дремать, заставляет нас двигаться. Но в то же время, в таком специфическом деле, как инфраструктурный бизнес, конкуренция — это не всегда хорошо. Существует масса примеров, доказывающих, что здесь развитие конкурентной среды не является оптимальным путем развития. И вот почему.

Во-первых, возникают проблемы у профучастников рынка. Они должны поддерживать сразу несколько различных технических платформ и стандартов, организовывать взаимодействие с несколькими расчетными и клиринговыми системами, соответствовать разным правилам организаторов торгов, иметь обученный персонал, который знает, как работать с разными организациями — все это, безусловно, выливается в дополнительные издержки. Второе — это вопрос ликвидности внутреннего российского рынка. Она у нас, конечно, сильно выросла за последние два года, но по глобальным меркам остается небольшой. И не особо большое количество бумаг пока еще обращается на организованном рынке. А конкуренция приводит к тому, что эта небольшая ликвидность еще больше дробится между инфраструктурными организациями. Это означает, что снижается качество и прозрачность ценообразования, а, соответственно, и инвестор, и участник торгов несут большие транзакционные издержки при совершении операции на бирже».

Олег Михасенко позицию ММВБ разделяет целиком и полностью: «Для брокера нужна максимальная ликвидность, чтобы выполнить клиентскую заявку по оптимальной цене. А чем больше бирж, торгующих одинаковыми инструментами с одинаковой расчетной системой, тем меньше ликвидность. В идеале нам нужно несколько бирж, на каждой из которых будут торговаться определенные категории инструментов по разным системам расчета. А дальше уже можно говорить и о едином клиринговом центре, и о едином расчетном депозитарии».

Жак Дер Мегредичян, в свою очередь, придерживается прямо противоположной точки зрения: «Я считаю, что всегда лучше, когда участники рынка имеют возможность выбора. И приходят на ту или иную торговую площадку просто потому, что им там выгоднее, интереснее, удобнее, быстрее, дешевле. Мне кажется, так и должен главным образом строиться российский финансовый рынок. Тогда он будет позитивно меняться и займет то место, которого заслуживает».

ГЛАВНЫЙ АРБИТР Понятно, что вопросы собственности в современном мире — одни из самых острых. И договориться по ним далеко не просто, особенно, если речь де факто идет о контроле над таким перспективным сегментом, как российский рынок акций. Многолетний спор НДЦ и ДКК



ПРЕЗИДЕНТ ГРУППЫ КОМПАНИЙ «БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС» ОЛЕГ МИХАСЕНКО УТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ОТСУТСТВИЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ НЕ ПОЗВОЛЯЕТ ОТЕЧЕСТВЕННОМУ РЫНКУ СДЕЛАТЬ КАЧЕСТВЕННЫЙ СКАЧОК, ХОТЯ ЕГО НАЛИЧИЕ ГОРАЗДО ВАЖНЕЕ ДЛЯ ЗАПАДНЫХ ИНВЕСТИТОРОВ, НЕЖЕЛИ ДЛЯ РОССИЙСКИХ

показывает, решить подобные вопросы самостоятельно российские хозяйствующие субъекты едва ли в состоянии.

Вместе с тем, центральная российская власть за последние годы убедительно доказала свою способность эффективно решать вопросы перераспределения собственности, особенно в случаях, когда речь идет о защите национальных интересов. Поэтому не удивительно, что Алексей Рыбников, говоря о возможных путях консолидации, в первую очередь упоминает активную позицию властей. Правда, мнением участников рынка он тоже не пренебрегает. «Государство сегодня в инфраструктуре серьезно присутствует и как регулятор, и как собственник, — поясняет он. — Это означает, что любая серьезная деятельность по реформе, модернизации инфраструктуры рынка не может проходить без активной позиции государства по этому вопросу. Причем не просто мнения, а позиция, которая трансформируется в поручения, указания и совершенно конкретные действия. Также мне представляется, что и рынок должен высказать свое мнение относительно той модели развития, и той инфраструктуры, которые ему, рынку, нужны. Мы сейчас закладываем основы для дальнейшего движения вперед — на 10–15 лет как минимум».

Отмечает важность действий государства и Анатолий Гавриленко: «Я с большим оптимизмом воспринимаю выделение более \$100 млн на госпрограмму по пропаганде нашего рынка. Давно пора это было сделать, и, к счастью, наконец нашлись деньги, нашлись люди, которые понимают, что это нужно и лед тронулся. И я думаю, что, когда эта программа начнет развиваться, власти обратятся в том числе и к нашим инфраструктурным организациям, чтобы они тоже принимали участие — может быть не конкретно какие-то деньги напрямую тратили, но что их специалисты будут задействованы».

Однако как раз на помощь со стороны российских властей участникам рынка в ближайшем будущем едва ли стоит рассчитывать. Причина — в политике. Причем как в большой, так и в не очень.

ВСЕ НЕ ВОВРЕМЯ То, что в России предвыборный период — всегда совершенно особенное время, а нынешний — особенное вдвойне, — стало уже общим местом любой дискуссии.

То, что в данный период депутатам не до фондового рынка — очевидно. Чтобы произвести впечатление на избирателей, гораздо проще повысить зарплаты и пенсии в масштабах всей страны, нежели, скажем, возиться с вопросами, которые волнуют всего лишь 350-тысячный потенциальный электорат, торгующий акциями на той же ММВБ.

К тому же и в более спокойное время депутаты относились к объединительным идеям довольно прохладно. Так, например, в конце мая нынешнего года председатель комитета по собственности Госдумы Виктор Плескачевский говорил в интервью журналу «Коммерсантъ-Деньги»: «Концепция центродепа, которая сегодня обсуждается, мягко говоря, неверна с точки зрения эволюционной логики, неверна с точки зрения мировой практики и, более того, опасна, потому что в ней прописывается центродеп как монопольная структура по шести основным позициям. Сегодня, имея достаточно много аргументов, мы пытаемся убедить ФСФР написать закон не о Центральном депозитарии (с большой буквы) как о монопольной структуре, а о центральном депозитарии (с маленькой буквы) как еще об одной специализации депозитариев (наряду со спецдепами) на рынке расчетных услуг. Сегодня в мире существуют четыре-пять моделей центрального депозитария. Такой модели, которую предложила ФСФР в своей концепции, нет ни в одной стране».

Помимо законодательной власти, в предвыборный период существуют проблемы и при взаимодействии с исполнительной. Чиновники в это время стараются избежать принятия принципиальных решений: врагов нажить проще простого, а усидишь ли в кресле после выборов и неизбежной



ГЛАВА ГРУППЫ КОМПАНИЙ «АЛОР» АНАТОЛИЙ ГАВРИЛЕНКО ПОЛАГАЕТ, ЧТО ЛОББИРОВАНИЕ РОССИЙСКИМИ ЧИНОВНИКАМИ ИНТЕРЕСОВ ИНОСТРАННЫХ БИРЖ — «ФАКТ ОЧЕВИДНЫЙ, ХОТЯ СОВЕРШЕННО НЕПОНЯТНЫЙ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ИНТЕРЕСОВ ОТЕЧЕСТВЕННОГО ФОНДОВОГО РЫНКА»

смены кабинета, чтобы воспользоваться плодами своих трудов, — совершенно не ясно. Кроме того, предвыборная «мобилизационная лихорадка» — отличный повод, чтобы не отвлекаться на всякие мелочи типа проблем рынка акций.

Но даже если политическая воля и имеется, это еще ничего не гарантирует. Вот, скажем, побывал 5 сентября премьер-министр Михаил Фрадков на бирже ММВБ, после чего провел совещание с участниками рынка в ФСФР. И об успехах рынка поговорили, и о конкурентоспособности. Случай, заметим, почти что уникальный: предыдущим (и единственным, кроме Михаила Фрадкова и после 1917 года) российским премьером, удостоившим своим посещением биржевиков, был Виктор Черномырдин.

И сами биржевики, и брокеры, и ФСФР много говорили о важности визита премьера и внимании высших эшелонов власти к проблемам фондового рынка, только что исторической эту встречу не называя. Однако ровно через неделю Михаил Фрадков был отправлен в отставку. И захочет ли новый премьер продолжать диалог, а если да, то в каком режиме — совершенно не ясно. Опять неопределенность и тщетность конструктивных усилий предвыборного периода.

Кроме того, существуют проблемы взаимопонимания участников рынка с властями и на более низком, министерском и региональном уровнях. Тут проблема связана просто с несовпадением интересов. На местах людям не до высоких материй, им о развитии бизнеса в регионах думать надо. Или, в случае ведомственном, об отраслевых интересах.

Анатолий Гавриленко: «Лоббирование нашими госчиновниками интересов иностранных бирж — факт очевидный, хотя совершенно непонятный с точки зрения интересов отечественного фондового рынка. Когда губернатор Санкт-Петербурга подписывает договор с Нью-Йоркской фондовой биржей о том, что город совместно с NYMEX будут делать товарную биржу — это что такое? Или, например, когда замминистра экономического развития Кирилл Андреев открывает на NYMEX какие-то нефтяные фьючерсы? Это нас конечно греет, но кому это надо?»

Отметим, что в последнем случае непонятно скорее возмущение г-на Гавриленко. Неужели участники рынка всерьез полагают, что если даже они сами между собой договориться не могут, об их интересах должна заботиться вся страна? ■



ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ПРАВИТЕЛЬСТВА РОССИИ МИХАИЛ ФРАДКОВ 5 СЕНТЯБРЯ ПОПЫТАЛСЯ БЫЛО ВНИКНУТЬ В ПРОБЛЕМЫ УЧАСТНИКОВ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА, НО УЖЕ ЧЕРЕЗ НЕДЕЛЮ ПОСЛЕ ЭТОГО БЫЛ ОТПРАВЛЕН В ОТПАВКУ

ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА

ДВОЙНАЯ ИГРА

РОССИЯ ЯВЛЯЕТСЯ ОДНОЙ ИЗ НЕМНОГИХ СТРАН МИРА, ГДЕ ИНВЕСТОРЫ ОРИЕНТИРУЮТСЯ СРАЗУ НА ДВА ОСНОВНЫХ ИНДИКАТОРА ФОНДОВОГО РЫНКА. ПРИЧИНЫ ТАКОГО ПОЛОЖЕНИЯ ДЕЛ АНАЛИЗИРУЕТ ЗАМЕСТИТЕЛЬ ДИРЕКТОРА КОМПАНИИ «ИНТЕРФАКС-ЦЗА» ВИКТОР КОНОВАЛОВ.

Фондовые индексы являлись неотъемлемой частью любого фондового рынка. За их динамикой наблюдают миллионы инвесторов, их значения публикуют все финансовые издания. И хотя в мире насчитывается несколько тысяч разного рода фондовых индикаторов, рассчитываемых разными компаниями и специализированными агентствами, тем не менее наиболее известными и популярными становятся считанные единицы.

Несмотря на то что российский фондовый рынок имеет не такую уж долгую историю — регулярные торги акциями проводятся меньше 15 лет, фондовых индексов на нашем рынке было достаточно много. Однако до сегодняшнего дня дожили не все. Наиболее известными в России являются индексы, рассчитываемые двумя основными биржевыми площадками — фондовыми биржами РТС и ММВБ. Кроме того, большой популярностью у иностранных инвесторов пользуются индексы, рассчитываемые по российскому рынку компанией Morgan Stanley Capital International и агентством Standard & Poor's.

НЕОДНОЗНАЧНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ Все, кто когда-либо пытался вложить свои деньги в те или иные ценные бумаги, задавали себе массу вопросов, начиная с того, какие именно ценные бумаги покупать, какую прибыль от инвестиций можно ожидать, и заканчивая оценкой риска потери своих сбережений. Одним из помощников при ответах, по крайней мере, на часть этих вопросов служит рыночный фондовый индекс. Во-первых, сам состав или список индекса подскажет инвестору наиболее популярные и ликвидные на рынке ценные бумаги; а во-

вторых, на основе анализа динамики индекса можно сделать вывод о среднем показателе доходности вложений в ценные бумаги.

В мире существует много организаций, которые рассчитывают фондовые индексы. При этом можно выделить несколько наиболее важных отличительных индексных характеристик. К ним, в частности, относятся список включенных в индекс ценных бумаг, метод усреднения ценовых показателей, тип весовых коэффициентов, базисное значение индекса. Самыми популярными в мире считаются индексы, рассчитываемые агентствами Dow Jones и Standard & Poor's. Помимо этих двух организаций большую известность получили индексы, рассчитываемые крупнейшими фондовыми биржами (в частности, Нью-Йоркской, Американской, Лондонской, Берлинской), а также индексы, рассчитываемые крупными международными корпорациями (к примеру, компанией Morgan Stanley Capital International).

Состав индексов и методика их расчета весьма важны для рынка, поскольку в соответствии с ними портфельные менеджеры многих фондов строят собственную инвестиционную стратегию. Такие фонды (называемые также индексными) имеют аналогичную индексам структуру активов, поэтому их управляющие постоянно следят за составом выбранного в качестве ориентира индекса и долями той или иной акции в нем. Индексные фонды представляют собой вид пассивного инвестирования, когда влияние управляющего активами сводится к минимуму: выбор активов и их доли в инвестиционном портфеле диктуются выбранным эталонным индексом. Конечно, управляющий

в определенной степени может отступать от четко определенных цифр, но эти отступления жестко контролируются и не могут превышать заранее установленных ограничений.

В противовес пассивному инвестированию существует другой тип стратегии, называемый активным инвестированием, где управляющему активами предоставляется достаточно много свобод в плане выбора активов и распределения их долей. Но даже в этом случае для того, чтобы оценить работу управляющего, выбирается эталонный индикатор, то есть если доходность активно управляемого инвестиционного портфеля превысила прирост эталона, значит, управляющий сработал хорошо. В противном случае его работа может быть оценена как неудовлетворительная, ведь без привлечения управляющего можно было бы заработать больше, тупо инвестируя «в индекс».

Немаловажную роль фондовые индексы играют и на рынке срочных контрактов. Фьючерсы и опционы на фондовые индексы являются очень популярным инструментом на западных фондовых площадках, позволяющим инвесторам, с одной стороны, производить хеджирование (страхование) позиций на рынке базовых активов (акций), а с другой стороны, осуществлять активные спекулятивные операции. В России в силу ряда объективных причин (прежде всего законодательного характера) срочные сделки пока еще не так популярны, как на Западе, но тем не менее даже в существующих условиях ряд участников рынка активно используют срочные индексные контракты в качестве хеджирующего инструмента.

Большинство мировых фондовых индексов строится по так называемому капитализационному принципу, в ос-

нове которого лежит вычисление рыночной стоимости (капитализации) ценных бумаг, включенных в индекс. Само же значение индекса представляет собой отношение двух рыночных стоимостей — текущей и базовой. Последняя является капитализацией акций, вычисленной в один выбранный фиксированный день, называемый базовым днем. Начальное значение индекса в базовый день в большинстве случаев принимается за 100 пунктов, иногда за 1000 пунктов (очень редко — когда базовое значение фондового индекса отличается от двух вышеназванных значений, но такое тоже бывает). Для российских фондовых индексов РТС и ММВБ базовое значение принято за 100.

Стоит отметить, что долгое время под рыночной капитализацией аналитики подразумевали обычное произведение стоимости одной акции на их общее количество. И такая модель довольно хорошо работает для развитых стран, таких как, к примеру, США, где доля акций статистической компании, находящихся в свободном обращении, составляет порядка 80–90%. Первоначально такая схема расчета капитализации ценных бумаг применялась и для многих развивающихся стран, в том числе России. Однако затем было замечено, что такой подход не вполне справедлив, поскольку приводит к искусственному завышению рыночной капитализации одних акций и занижению стоимости других. А все дело в том, что для развивающихся стран характерен относительно низкий средний уровень объема ценных бумаг в свободном обращении (free-float). Для России он составляет в среднем чуть больше 30%. И причин тому достаточно много. Это и большая доля государства в капитале компаний, и чрезмерная кон-

ПРЯМАЯ РЕЧЬ ВЫ НА КАКИЕ ИНДЕКСЫ ОРИЕНТИРУЕТЕСЬ?

Антон Ляшедько, генеральный директор

УК «АК БАРС КАПИТАЛ»: — В линейке ПИФов УК «Ак барс капитал» два индексных фонда: «Ак барс — индекс ММВБ» и первый в России индексный облигационный фонд «Индекс RUXCbonds». «Ак барс — индекс ММВБ» — фонд акций, он ориентирован на широко известный инвесторам индекс ММВБ. По нашему мнению, этот индекс достаточно диверсифицирован, адекватно отражает рыночное состояние фондового рынка и оптимален для создания фонда. Таким образом, пайщики этого ПИФа получают прозрачный ликвидный инструмент, который легко поддается анализу и, насколько это возможно, прогнозируем. Облигационный индекс RUXCbonds принадлежит «Интерфаксу», и в его создании принимали участие и наши специалисты. Причины включения его в список ориентиров для индексного фонда такие же, как и для индексного фонда акций: диверсифицированность, ликвидность и популярность у инвесторов.

Сергей Дорогавцев, портфельный управляющий УК «ФИНАМ МЕНЕДЖМЕНТ»:

— При формировании структуры паевого инвестиционного фонда «Финам индекс ММВБ» мы взяли за ориентир индекс ММВБ. Почему взяли именно индекс ММВБ, а не РТС? Сделано это было по той простой причине, что на момент создания фонда — а было это несколько лет назад — в индекс ММВБ входило гораздо меньше бумаг, чем в индекс РТС, и ликвидность их была гораздо выше. Следовательно, повторить индекс ММВБ гораздо проще чисто

технически. Кроме того, индекс ММВБ является индикатором настроения именно частных инвесторов, которые являются основой нашей клиентской базы. Соответственно, именно этот индекс им более понятен, так как они привыкли работать именно через фондовую биржу ММВБ.

Николай Ненашев, заместитель генерального директора национальной управляющей компании:

— Мы ориентируемся на достаточно экзотический индекс ликвидных облигаций ZETBI Composite. Этот индекс рассчитывается банком «Зенит» и состоит из 10 наиболее ликвидных корпоративных облигаций. Когда мы формировали фонд полтора года тому назад, идея индексного инвестирования нам показалась очень интересной. Прежде всего потому, что при индексном инвестировании фонд формируется из самого надежного пакета 10–15 ценных бумаг. Потенциальный инвестор уже заранее видит, куда управляющий вложит его деньги. Но, к сожалению, идея себя не совсем оправдала. Оказалось, что этот индексный фонд не совсем интересен инвесторам и для нас нерентабелен. Мы ожидали привлечь в него существенно больше средств, чем привлекли. Из-за этого было принято решение его видоизменить. Мы зарегистрировали в ФСФР новые правила, благодаря которым индексный фонд перейдет в категорию смешанных инвестиций.

Дмитрий Камболин, генеральный директор УК «ТОР ФИНАНС»: — Вообще, индекс — это условная величина. Ориентируются часто на то, что луч-

ше известно. Мы также сделали ставку на популярность. В тот момент, когда мы раздумывали над выбором, индекс РТС был наиболее заметным индикатором на российском фондовом рынке. К тому же он ориентирован на иностранных инвесторов. Мы предполагаем, что со временем инвесторами нашего фонда станут западные инвесторы, а им индекс РТС известен гораздо лучше, чем индекс ММВБ. Популярности индексу РТС добавит и совместный проект биржи с международным индексным агентством Standard & Poor's. А это, на наш взгляд, должно привлечь к российскому индексу внимание большего количества иностранных инвесторов.

Сергей Малыгин, управляющий УК «БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС»: — На данный момент у нас есть несколько фондов, которые привязаны к ряду широко известных индексов. Фонд «Индекс ММВБ» отслеживает поведение индекса ММВБ, используя полуактивную стратегию, то есть, согласно правилам фонда, мы привязаны к весам бумаг, входящих в индекс ММВБ, но можем отклоняться, согласно законодательным ограничениям, в пределах 3% от веса индекса, если видим в этом необходимость. Выбрали этот индекс в качестве эталона, так как на момент создания ПИФа ценные бумаги, которые входили в индекс ММВБ, были наиболее ликвидными. При отборе бумаг в фонды широкого рынка — как акций, так и облигаций — мы не используем индексы в явном виде, но при оценке собственных действий пользуемся для фонда акций индексом РТС, учитывая поправку на валютную переоценку, и купонным индексом обли-

гаций ММВБ для фонда облигаций, а также композитным индексом, составленным из этих двух индексов.

Роман Петухов, управляющий директор компании «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ ПСБ»:

— Первые индексные фонды могли ориентироваться только на индекс ММВБ. Это было связано с тем, что нормативы ФСФР ограничивали максимальную долю эмитента в портфеле фонда. Если бы тогда создавались фонды на базе индекса РТС, то управляющие нарушили бы эти требования, так как вес некоторых эмитентов в индексе РТС превышал установленные ФСФР нормативы. В настоящее время препятствия для формирования фондов на базе индекса РТС устранены. Правда, сейчас в состав индекса ММВБ входит меньшее количество эмитентов, ликвидность акций более высокая, чем в индексе РТС, следовательно, воспроизвести индекс ММВБ в портфеле фонда легче, что обеспечивает более качественное управление.

Андрей Килин, портфельный управляющий УК «АЛЬФА-КАПИТАЛ»:

— Индекс РТС состоит из порядка 50 акций, при этом многие из них с мизерным весом. Эта распыленность только добавляет проблем управляющим. В связи с этим возникает вопрос уместности такой диверсификации. Индекс ММВБ более удобный для ориентирования, так как в нем меньше бумаг, он более концентрирован. К тому же это основная биржевая площадка с большим, чем на РТС, объемом ежедневно проводимых сделок с акциями. Преимуще-

ство индекса РТС в его раскрученности. Но с точки зрения отражения динамики рынка индекс ММВБ значительно более репрезентативен.

Надир Усманов, начальник отдела инвестиций ЗАО «СОЛИД МЕНЕДЖМЕНТ»:

— При формировании индексного фонда «Солид — индекс ММВБ» было принято решение выбрать индекс ММВБ из-за большей ликвидности, чем у индекса РТС. Работа с индексом ММВБ позволяет нам получать достоверную информацию с биржи ежесекундно, что выгодно его отличает от индекса РТС. При резких колебаниях рынка можно легко наблюдать такую ситуацию, когда индекс ММВБ падает или растет почти на 1%, а индекс РТС в это время остается без изменений. Помимо этого в базу расчета индекса ММВБ входят 18 обыкновенных ценных бумаг крупнейших и самых надежных эмитентов. Доходность от вложений в индексный ПИФ зависит не столько от акций конкретных компаний, сколько от роста рынка в целом. Основная же задача управляющего фондом состоит в том, чтобы четко соблюдать выбранный индекс и в рамках инвестиционной декларации увеличивать долю акций в портфеле, котировки которых растут, и продавать акции тех эмитентов, чья стоимость снижается.

Арен Апилян, заместитель генерального директора «ВТБ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ»:

— Что касается индексного фонда «ВТБ — индекс ММВБ», то он нам достался в наследство от УК «Монтес Аური». Мы не выби-

центрация акций в одних руках, да и различного рода структурно-экономические особенности способствуют этому.

Таким образом, расчет рыночной капитализации по всем акциям чреват диспропорциями в структуре индекса, который перестает адекватно отражать ситуацию на рынке, а порой и заставляет инвесторов совершать неверные действия. Так, инвестиционные фонды, ориентированные на такие индексы, вынуждены перекупать акции компаний с низким free-float, вызывая тем самым неправомерный рост их стоимости, в то время как ценные бумаги с большим free-float оказываются недокупленными. В мировом же масштабе это приводит к завышению доли развивающихся рынков в мировой экономике. В частности, при стандартном подходе (расчет полной капитализации) доля emerging markets в мировой структуре индексов составляет порядка 5–6%, в то время как реально свободные акции в обращении на развивающихся рынках могут вместить в себя лишь 1–2% от общей суммы капитализаций мировых рынков.

БАЗОВЫЕ ЦЕННОСТИ Первыми фондовыми индексами, появившимися на нашем рынке, были индекс инвестиционного банка CS First Boston ROS-30 и индекс агентства «Скейт Пресс». Чуть позже появились индексы информационного агентства AK&M. Организация торгов акциями в Российской торговой системе (РТС) повлекла за собой создание индекса РТС, который рассчитывается с сентября 1995 года. По мере развития рынка создавались новые индексы, различающиеся по методологии расчета, назначению, доступности. В частности, индексное агентство «РТС-Интерфакс» предлагало рынку семейство индексов RUX, впоследствии переименованных в S&P/RUX; агентство «Росбизнесконсалтинг» стало рассчитывать собственные фондовые индексы; свои индексы рассчитывает и газета «Коммерсантъ». Однако практически все они не приобрели должной популярности среди участников рынка, зачастую их использование огранивается лишь рамками той организации, которая рассчитывает индекс.

В настоящее время внутри страны по большому счету есть лишь два индекса, о которых можно говорить как о

страновых индикаторах. Это уже упоминавшийся индекс РТС, а также фондовый индекс ММВБ, рассчитываемый с 22 сентября 1997 года. Причем каждый из них имеет свои достоинства и недостатки, свою аудиторию. Среди иностранных инвесторов большой популярностью пользуется также индекс MSCI Russia, рассчитываемый компанией Morgan Stanley Capital International, однако он стоит несколько особняком и не конкурирует с двумя индикаторами крупнейших в России фондовых бирж.

Так сложилось, что индекс РТС оказался первым индикатором на рынке, завоевавшим популярность у большинства участников рынка — как российских, так и иностранных. И если раньше он действительно мог считаться лучшим индексом на российском рынке — и его методология, и ликвидность акций, включенных в базу расчета индикатора, были вне конкуренции, то сейчас этого сказать уже нельзя. Конкурентная борьба между двумя ведущими фондовыми биржами привела к тому, что ликвидность по большинству «голубых фишек» перетекла с РТС на ФБ ММВБ, которая сейчас контролирует львиную долю биржевого оборота акций отечественных компаний. Объемы торгов ценными бумагами в режиме основных торгов (без учета режима переговорных сделок) на ФБ ММВБ в среднем в 30 раз превышают объемы торгов акциями в РТС.

Таким образом, не имея с методологической точки зрения каких-либо серьезных изъянов, индекс РТС сейчас проигрывает своему конкуренту индексу ММВБ в плане ликвидности ценных бумаг, входящих в базу его расчета. Этот недостаток индикатора хорошо известен инвесторам, тем не менее они продолжают довольно активно использовать индекс в качестве benchmark. Так, фьючерсные контракты на индекс РТС сейчас являются наиболее популярными в России среди всех срочных контрактов на фондовые индексы — ежедневный оборот торгов фьючерсами на индекс Российской торговой системы в срочной секции РТС в августе этого года превышал аналогичные показатели даже для наиболее ликвидных «голубых фишек».

А индекс ММВБ, лишенный, казалось бы, главного недостатка индекса РТС, все еще считается вторым по уровню используемости и цитируемости среди участников рын-

ка. Хотя, несомненно, он нашел свою аудиторию и смог установить ряд рекордов. Среди них наиболее важным может считаться то, что на сегодняшний день индекс ММВБ используется управляющими компаниями в качестве базового индикатора для 20 индексных паевых инвестиционных фондов, общая стоимость чистых активов которых составляет более 5 млрд руб. Для индекса РТС эта цифра выглядит гораздо скромнее — 357 млн руб.

В чем же здесь причина и как долго на российском рынке акций смогут просуществовать эти два индекса? Пытаемся ответить на эти вопросы.

ТРУДНОСТИ ПЕРЕВОДА Фондовые индексы рассчитываются практически во всех странах, где существует фондовый рынок, при этом обычно лишь один индекс для той или иной страны выбирается инвесторами в качестве странового индикатора. Конечно, есть исключения. В частности, США, где наибольшее признание получили сразу три фондовых индикатора — индексы Dow Jones Industrial, S&P-500 и NASDAQ. Причем если последний действительно можно рассматривать как дополняющий индекс (индекс NASDAQ рассчитывается не по всем акциям, а только по ценным бумагам высокотехнологичных компаний, поэтому, по сути, является отраслевым индикатором), то индексы Dow Jones Industrial и S&P-500 показывают примерно одно и то же.

Оба индикатора сумели выжить, хотя, казалось бы, индекс Dow Jones Industrial, являясь старейшим индикатором рынка и представляя собой обычный ценовой индекс с относительно скромной базой расчета (всего 30 акций), должен был бы уступить более современному индексу S&P-500, который рассчитывается по капитализационному принципу. Однако этого не произошло. И причина этого достаточно проста: индекс Dow Jones — первый фондовый индикатор, к которому привыкли, научились мыслить в его терминах, к его значениям привязаны определенные вехи в экономическом развитии Соединенных Штатов, поэтому отказываться от него никто не собирается.

Ситуация с фондовыми индексами в нашей стране в определенной степени напоминает американскую. Первым

российским индексом, по которому инвесторы стали измерять события на рынке, безусловно, является индекс РТС. Именно с ним ассоциируется первый серьезный рост на отечественном фондовом рынке в 1995–1997 годах, когда его впервые после начала реформ открывали иностранные инвесторы (в этот период Россия получает свои первые кредитные рейтинги от международных рейтинговых агентств), а также обвал в кризисный 1998 год.

И до сих пор у большинства инвесторов осталась привычка мыслить в категории первого индекса. К тому же у индекса РТС есть и еще одно немаловажное достоинство, позволяющее ему иметь своего потребителя. Он является долларowym индикатором, рассчитывающимся на базе долларовых цен акций. А как известно, большинство иностранных инвестиционных фондов измеряют доходность своих инвестиций именно в долларовой эквиваленте, поэтому индекс РТС идеально подходит в качестве эталонного для иностранных инвестиционных фондов (при использовании индекса ММВБ фондам необходимо делать поправки с учетом изменения валютного курса рубля).

Что же касается индекса ММВБ, то по объективным причинам он в течение определенного промежутка времени не мог серьезно конкурировать с индексом РТС в силу ряда своих методологических особенностей. В частности, он долгое время рассчитывался на базе средневзвешенных цен акций, что делало индикатор слишком запаздывающим. После того как в методику были внесены существенные изменения, индекс ММВБ реально стал одним из лучших индикаторов рынка. Однако большая часть инвесторов все еще продолжают «жить» индексом РТС. И бирже ММВБ в этом плане довольно сложно переломить ситуацию. Это можно сравнить с процессом перевода людей, привыкших измерять температуру по шкале Цельсия, на шкалу Фаренгейта.

С другой стороны, может, этого и не стоит делать и лучше сохранить две шкалы. Ведь первенство индекса ММВБ в классе рублевых фондовых индикаторов сейчас вряд ли кто-то будет оспаривать. Равно как и индекса РТС в классе валютных. Учитывая это, можно предположить, что в России, как и США, в качестве страновых индикаторов могут закрепиться сразу два индекса. ■

ПРЯМАЯ РЕЧЬ ВЫ НА КАКИЕ ИНДЕКСЫ ОРИЕНТИРУЕТЕСЬ?

П рали сами для него benchmark. Но индексный фонд мы оставили в своей линейке как достаточно качественный продукт. На мой взгляд, индекс ММВБ наиболее объективно отражает динамику российского рынка. В него входит меньше эмитентов, но их качество позволяет управляющему добиваться хороших результатов. С индексом РТС тяжелее это делать, так как он сформирован из 50 различных акций и не все из них ликвидны. Поэтому управляющим сложнее его копировать. Индекс РТС создавался как ориентир для иностранных инвесторов. Он даже рассчитывается в долларах. Долларовая составляющая индекса РТС иногда подкладывает свинью управляющим. Когда доллар падает, индекс РТС прирастает на несколько процентов только за счет конвертации валюты. В итоге получается, что индексный фонд отстает от собственного benchmark. А при пассивном стиле управления, который характерен для индексных фондов, нет ничего хуже, чем сильно отклоняться от ориентира.

Борис Соловьев,
ЗАМЕСТИТЕЛЬ ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА
УК «АГАНА»:

— Индексный ПИФ «Агана — индекс ММВБ» был сформирован в сентябре 2004 года. Таким образом, наша компания уже три года участвует в индексном рынке. Основные преимущества индексного фонда — это то, что стоимость пая меняется в зависимости от ситуации на рынке. Кроме того, индексные ПИФы управляются по пассивным стратегиям, то есть управляющий совершает мало сделок. В связи с этим обычно управляющие компании взимают за управление индексным фондом мень-

шее вознаграждение по сравнению, например, с фондами акций, управляемыми по активным стратегиям. Как показывает западная практика, инвестирование средств в индексные фонды на срок 5–10 лет приносит наилучшие результаты. Кроме того, мы сейчас рассматриваем вопрос создания ряда отраслевых фондов. Возможно, их активы будут вкладываться в бумаги в соответствии с отраслевыми индексами ММВБ. С одной стороны, отраслевые фонды иногда показывают результаты выше рынка в целом, а с другой — отраслевые фонды — это всегда повышенный риск для инвестора, поскольку при ухудшении положения отрасли и, соответственно, снижении акций эмитентов этой отрасли управляющий лишен возможности маневра, то есть не может переложиться в бумаги растущих компаний другой отрасли.

Принципы формирования индекса ММВБ в настоящее время нас удовлетворяют. Основное его отличие от индекса РТС — возможность для управляющего ПИФом купить бумаги, входящие в его расчет, и поддерживать структуру портфеля индексного ПИФа. То есть все бумаги, входящие в индекс ММВБ, более или менее торгуются и обладают хорошей ликвидностью. Возможно, стоит ограничить максимальную долю одного эмитента 10%.

Михаил Акрамовский,
ДИРЕКТОР ДЕПАРТАМЕНТА
УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ «АЛЬЯНС РОСНО —
УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ»:

— Если обратиться к плюсам и минусам индексов, то здесь можно выделить несколько моментов. Плюсом индекса ММВБ является скорость его расчета: РТС обнов-

ляется каждую минуту, ММВБ — при совершении сделок. Но это скорее полезно для спекулянтов на рынке фьючерсов, а не для институциональных инвесторов, так как позволяет более точно отслеживать движение рынка в короткие промежутки времени. Минусом индекса ММВБ является меньшая популярность, чем у индекса РТС. Эта характеристика не зависит от самой биржи и является исторической. Инвесторам, от которых зависит основная динамика российского фондового рынка, изначально более привычен индекс РТС, так как он появился раньше и рассчитывается в долларах США.

Сейчас ММВБ имеет смысл направить больше усилий на поддержание существующих индексов, которых у биржи достаточно, то есть выбрать интенсивный, а не экстенсивный путь развития. Это необходимо, чтобы избежать ситуации, когда инвестор может просто запутаться в огромном количестве индексов. Но с точки зрения управляющих компаний, стоит подумать об индексе акций А1 с учетом требований законодательства к управлению пенсионными накоплениями, так как существует определенный голод на этот benchmark.

Олег Короб,
УПРАВЛЯЮЩИЙ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ
«ПИОГЛОБАЛ ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ»:

— В индексе ММВБ по-прежнему сохраняется высокая доля нефтегазового сектора в индексах — более 50%. Усовершенствование индекса должно проходить по пути расширения базы его расчета: чем больше компаний будут представлены в индексе, тем информативнее он будет. Также не-

обходимо размыть влияние нефтегазового сектора на динамику индекса. Об этом говорят постоянно, но количество эмитентов пока ограничено 27 компаниями. В целом же методика расчета индекса ММВБ схожа с методикой расчета индекса РТС, в результате оба индекса фактически отражают динамику трех акций: «Газпрома», ЛУКОЙЛа и Сбербанка.

Также хотелось бы обратить внимание на индекс «ММВБ-10». Очень хороший индекс, но в настоящее время он немного узковат. В нем не представлены сталелитейные компании. Хорошо бы включить туда «Северсталь». Можно заменить привилегированные акции РАО ЕЭС и Сбербанка на акции «Северстали» и МТС. Привилегированные акции «Ростелекома» в настоящее время также не отражают текущую рыночную ситуацию, поэтому их лучше заменить, допустим, на бумаги «Татнефти». В итоге получится прекрасный индекс высоколиквидных акций отечественного фондового рынка.

Елена Машкова,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР
УК «ОЛМА-ФИНАНС»:

— У нас один индексный фонд, и ориентирован он на индекс РТС. Когда мы решали, какой индексный фонд делать, мы просмотрели состав обоих индексов. Но структура индекса РТС нам показалась интереснее за счет своей диверсификации. На тот момент в индекс ММВБ входило всего около 12 ценных бумаг, тогда как индекс РТС состоял из порядка 50 наименований акций. К тому же индекс РТС пользуется большей известностью среди широкого круга населения, чем индекс ММВБ. Он

гораздо чаще упоминается в СМИ. А это выгодно с маркетинговой точки зрения, так как знакомое название может дополнительно привлечь в наш фонд «Олма — индекс РТС» новых пайщиков. На него ориентируются и западные инвесторы, особенно после того, как продвижением индекса занялось международное индексное агентство Standard & Poor's.

Андрей Ковалев,
УПРАВЛЯЮЩИЙ АКТИВАМИ ДЕПАРТАМЕНТА
УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ И ИНВЕСТИЦИОННЫМИ
ФОНДАМИ «КИТ ФОРТИС ИНВЕСТМЕНТС»:

— Изначально при создании индексного фонда у нас не было выбора. Дело в том, что в 2005 году создание фонда на индекс РТС не было закреплено законодательно. Фонд же на индекс ММВБ стал пользоваться большой популярностью. Как только стало возможно, был создан фонд и на индекс РТС, поскольку клиентский спрос на этот продукт был, индекс РТС исторически на слуху у инвесторов.

Замечу, что результаты фондов на индекс РТС корректно сравнивать с рублевым индексом РТС, а не с долларowym, в динамике которого принимает участие курс «рубль/доллар», при падении доллара к рублю долларový индекс ведет себя лучше рублевого. На мой взгляд, для краткосрочной оценки рынка больше подходит индекс ММВБ, поскольку он считается по котировкам на бирже ММВБ (они более репрезентативны, чем котировки в РТС) и составляющие его акции более ликвидны. С другой стороны, в индексе РТС больше бумаг (50 против 30 в индексе ММВБ), в том числе бумаг второго эшелона, соответственно, охват территории рынка более широкий.

ПАССИВНЫЕ АГРЕССОРЫ

КАЗАЛОСЬ БЫ, ИНВЕСТОР, РЕШИВШИЙ ИГРАТЬ НА РЫНКЕ АКЦИЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ПУТЕМ ПОКУПКИ ДОЛЕЙ В ПАЕВЫХ ФОНДАХ, УЖЕ ВЫБРАЛ ДОСТАТОЧНО АГРЕССИВНУЮ СТРАТЕГИЮ. НО И ЭТА АГРЕССИВНОСТЬ ИМЕЕТ СВОИ СТЕПЕНИ ГРАДАЦИИ. ВПЛОТЬ ДО ПАССИВНОЙ, ПРЕДСТАВИТЕЛЯМИ КОТОРОЙ ЯВЛЯЮТСЯ ПАЙЩИКИ ИНДЕКСНЫХ ФОНДОВ. У ЭТОЙ СТРАТЕГИИ ЕСТЬ И ДОСТОИНСТВА, И НЕДОСТАТКИ.

ОЛЬГА КОЧЕВА

ОСТАНОВКА ПО ТРЕБОВАНИЮ Первый российский индексный паевой фонд был сформирован в феврале 2003 года управляющей компанией «ПиоГлобал» («Сводный фондовый индекс ММВБ»; в настоящее время «ПиоГлобал — индекс ММВБ»). Все последующие фонды были его повторениями, за одним исключением — новые фонды делались открытыми. Открытый фонд дает пайщикам возможность выйти из фонда в любой день. Сейчас их 36. Большая часть фондов взяла за ориентир индекс ММВБ. У шести фондов в качестве benchmark выступает индекс RTS, у двух — облигационные индексы RUXCbonds и ZETBI Composite. Разброс цен на паи индексных фондов у российских компаний достаточно большой: чтобы стать вкладчиком, нужно иметь на руках от 1 тыс. до 100 тыс. рублей.

После впечатляющего роста фондового рынка в 2005 году количество фондовых индексов заметно выросло. Стали проявлять к ним интерес и пайщики. Если в 2005 году в период с января по август индексные фонды привлекли 80,56 млн рублей, то за этот же период годом позже они собрали уже 1979,95 млн рублей.

Однако в этом году стало ясно, что бурный рост российского фондового рынка, к которому так привыкли российские вкладчики, не может продолжаться вечно. Коррекции, потрясшие мировые финансовые рынки в марте и мае, затронули и российский рынок ценных бумаг. Тогда индекс RTS опустился ниже психологически важного уровня 1750 пунктов, а индекс ММВБ откатился ближе к 1500 пунктам. В результате на начало сентября значения российских фондовых индексов почти не изменились с начала года — индекс RTS потерял 0,1%, а индекс ММВБ снизился на 0,9%.

Естественно, при таких рыночных условиях от управляющих фондами акций не приходится ждать впечатляющих результатов. В большинстве случаев управляющим агрессивными стратегиями вообще не удалось заработать. По данным информационного ресурса Investfunds, с начала года средняя доходность открытых паевых фондов акций оказалась отрицательной, составив –4%.

Также отрицательным оказался итог работы открытых смешанных фондов и индексных фондов, ориентированных на индексы RTS и ММВБ. Среднее значение прироста пая у них составило –2,21% и –2,83% соответственно.

Гораздо удачнее отработали консервативные фонды облигаций, в том числе индексные фонды облигаций. Их результат оказался одним из лучших среди открытых ПИФов — около 4% прироста стоимости пая.

Скромные достижения фондового рынка в текущем году внесли коррективы в инвестиционные предпочтения населения. Заметно снизился интерес вкладчиков к открытым фондам. Фонды понесли потери по всем фронтам вне зависимости от стратегии. Приток средств только в открытые фонды акций в этом году снизился по сравнению с аналогичным периодом в 2006 году почти на 45%. Всего же поступления на рынок коллективных инвестиций оказались на 55% ниже, чем за аналогичный период прошлого года.

Пострадали и индексные фонды, которые инвесторы любят за гибкую инвестиционную декларацию, позволяющую таким ПИФам обогнать рынок на несколько процентов. По состоянию на конец августа в индексные фонды

было инвестировано порядка 926 млн рублей, что на 53% меньше, чем за аналогичный период прошлого года.

Заместитель генерального директора «ВТБ Управление активами» Арен Аликан: «В этом году рынок неоднократно сильно падал. В итоге получилось, что с начала года он почти и не вырос. Неудивительно, что фонды демонстрируют неважные результаты. Тем более индексные, которые привязаны к рыночным индикаторам и отражают их динамику».

Вместе с тем пайщики индексных фондов оказались немногим более удачливы, чем их коллеги, купившие паи фонда акций. Это значит, что в случае возобновления роста рынка индексным фондам можно снова рассчитывать на успех.

АПОФЕОЗ БЕЗДЕЙСТВИЯ Индексные фонды пришли к нам из американской практики коллективного инвестирования. Обычному американцу выбрать для себя ПИФ из всего многообразия не легче, чем найти иголку в стоге сена. В помощь вечно сомневающимся рядовым инвесторам и были созданы индексные фонды. Их состав ориентирует на какой-либо индекс, в который входят наиболее ликвидные ценные бумаги. Движение стоимости пая приближено к движению индекса. В отличие от остальных фондов, где управляющим необходимо проявлять мастерство, в индексном фонде пассивный стиль управления. Единжды сформировав фонд в соответствии с выбранным эталоном или benchmark, управляющий может больше ничего не делать.

У него нет задачи анализировать движение ценных бумаг, входящих в портфель, в будущем. Его цель — отслеживать динамику базового ориентира и делать все возможное, чтобы с ней совпадала и динамика индексного фонда. «Задача управляющего подобным фондом состоит в том, чтобы максимально близко отразить доходность соответствующего индекса, а не в том, чтобы проявлять активность и пытаться этот индекс обыграть. На развитых рынках цель управляющего подобным фондом состоит в поддержании tracking error, то есть отклонения в пределах заданной величины по отношению к benchmark. Зачастую потенциальные инвесторы заблуждаются относительно целей подобных фондов и бывают разочарованы тем, что управляющие, каким кажется, не следят за их портфелями и не выходят в деньги перед тем, как рынок упадет», — рассказывает управляющий фондом УК «Брокеркредитсервис» Сергей Малыгин.

Минимальное вмешательство управляющих в структуру ПИФа часто рассматривается как несомненное достоинство фонда, позволяющее пайщику купить модель рынка, при этом избежав возможных промахов управляющего. «Одно из основных преимуществ индексного ПИФа состоит в том, что подобный ПИФ, неукоснительно придерживаясь в своем портфеле структуры индекса, следует за рынком, что называется, ноздря в ноздрию. Растет рынок — повышается стоимость пая такого фонда, падает рынок — стоимость пая снижается», — объясняет портфельный управляющий «Финам Менеджмент» Сергей Дорогавцев. «В фонде акций менеджер может пропустить рост рынка, а в индексном фонде я обязан „сидеть“ в определенных ценных бумагах, растет рынок или падает — неважно. Поэтому и шансов вложиться не в ту бумагу у меня меньше», — говорит генеральный директор УК «Тор Финанс» Дмитрий Камболин.

Вместе с тем на сегодняшний день рынок коллективных инвестиций в России еще не столь велик, чтобы инвестору удалось на нем заблудиться. К тому же несколько лет сумасшедшего роста фондового рынка заставили пайщиков и управляющих забыть о первоначальном предназначении индексных фондов. Поэтому и предназначение фондовых индексов сейчас видится не в том, чтобы облегчить муки выбора инвестору, а в том, чтобы показать результат лучше рынка. Дело в том, что благодаря гибкому законодательному регулированию индексных ПИФов управляющие могут внести коррективы в структуру фонда, добиваясь отличных от рынка результатов, а на растущем рынке существенно превосходить результаты фонда акций.

МАЛЕНЬКИЕ ХИТРОСТИ В теории индексные паевые фонды должны максимально соответствовать движению индекса, на который ориентируются. Но на практике достичь этого довольно сложно. Несмотря на то что фонды в основном ориентируются на один и тот же индекс, их результаты могут существенно отличаться от результатов выбранной benchmark. За последние восемь месяцев значение индекса ММВБ уменьшилось на 0,9%, тогда как отклонения от индекса за этот же период достигали от 0,11% («Альфа-капитал Индекс ММВБ») до –8,02% («Неофитус — Индекс ММВБ»).

Управляющий директор «Управляющей компании ПСБ» Роман Петухов объясняет эти несоответствия следующим образом: «Дело в том, что в процессе поступления средств вкладчиков на счета фонда и осуществления операций управляющим котировки акций, входящих в индекс ММВБ, и, соответственно, сам индекс находятся, как правило, в постоянном движении, поэтому нет возможности одновременной покупки пая и распределения средств, поступивших в фонд, между бумагами, входящими в индекс. Различия могут быть обусловлены и разным уровнем расходов фондов».

Управляющий портфелем УК «Альфа-капитал» Андрей Килин не считает подобные отклонения от базового ориентира положительной чертой фонда, так как цель пассивного управления фондом — как можно точнее отслеживать динамику базового ориентира. Он утверждает, что небольшим отклонениям есть техническое объяснение, связанное с методикой расчета стоимости пая: «Дело в том, что методика расчета стоимости пая проводится по средневзвешенным ценам, а изменения индекса считаются по закрытию. Поэтому и возникают отличия».

Различия в результатах фондов отчасти являются следствием мягкости ограничений, накладываемых нормативными актами Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) на структуру активов индексного фонда. В частности, оценочная стоимость бумаг одного эмитента должна составлять не более 30% стоимости активов; оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, может составлять не более 10% стоимости активов; при этом оценочная стоимость ценных бумаг, по которым рассчитывается индекс, должна составлять не менее 85% стоимости активов в течение двух третей рабочих дней в календарном месяце. Получается, что законодательство оставляет управляющим пространство для творчества.

«Согласно законодательству, мы можем отклоняться в пределах 3% от веса индекса, если видим в этом необходимость. Например, если целевая доля ЛУКОЙЛа в фонде 15%, то в принципе его долю можно снизить до 12%. На мой взгляд, это излишняя свобода, так как при пассивной форме управления результаты фонда должны соответствовать индексу. Из-за того, что для управляющих в данном случае не существует строгих правил, многие пытаются переиграть индекс, что приводит иногда к нежелательным последствиям», — утверждает господин Килин.

КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА Правда, благодаря такой свободе индексные фонды могут составить конкуренцию фондам акций, особенно на растущем рынке. В некоторых случаях инвестировать в индексный фонд оказывается даже выгоднее, поскольку, согласно законодательству, в открытых инвестиционных фондах акций оценочная стоимость ценных бумаг одного эмитента может составлять не более 15% стоимости активов фонда. Портфельный управляющий УК «Кит Фортис Инвестментс» Андрей Ковалев: «В индексных фондах в 2005 году можно было более 15% держать в акциях Сбербанка, поскольку тогда вес этой бумаги в самом индексе был больше 15%. В обычном же фонде акций этого делать было нельзя. Акции Сбербанка на протяжении 2005–2006 годов сильно росли, поэтому и индексные фонды тогда показали неплохой рост. Конечно, в таком случае интереснее было бы инвестировать в индексный фонд».

Сравнивая индексный и популярные сегодня отраслевые фонды, Роман Петухов обращает внимание еще и на то, что индексные сильнее диверсифицированы, что снижает риски инвестора. «Если сравнивать индексный фонд и отдельно взятый отраслевой, то можно указать на меньший уровень риска вложений в индексный фонд: в него входят акции различных отраслей, и нет очевидного риска так называемого складывания всех яиц в одну корзину. В индексный фонд лучше вкладывать в моменты, наилучшие с точки зрения общей макроэкономической ситуации. В отраслевой фонд следует вкладывать, когда есть надежные предпосылки для развития, роста отрасли, когда акции отрасли очевидно недооценены», — говорит господин Петухов.

У индексных фондов есть еще одно существенное преимущество — величина комиссионных сборов. При активном управлении УК берет с пайщика до 3% от стоимости чистых активов (СЧА), тогда как стратегия пассивного управления в индексных фондах позволяет экономить. Обычно вознаграждение управляющей компании индексным фондом составляет 1–1,5% от СЧА.

Копирование benchmark приносит высокую доходность только тем инвесторам, которые готовы вложиться на срок не меньше двух-трех лет. Арен Аликан рекомендует еще более длительный горизонт инвестирования: «Инвестировать в индексные фонды еще более рискованно, чем в фонд акций. Поэтому, на мой взгляд, это дело длительной перспективы. Если у человека цель — долгосрочное создание капитала, пусть он от зарплаты понемногу относит в индексный фонд. Тогда и на пенсию он выйдет богатым человеком». ■

ПРЕДНАЗНАЧЕНИЕ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ СЕЙЧАС ВИДИТСЯ НЕ В ТОМ, ЧТОБЫ ОБЛЕГЧИТЬ МУКИ ВЫБОРА ИНВЕСТОРУ, А В ТОМ, ЧТОБЫ ПОКАЗАТЬ РЕЗУЛЬТАТ ЛУЧШЕ РЫНКА



АНАЛИЗ

РЕЙТИНГ ОТКРЫТЫХ ИНДЕКСНЫХ ФОНДОВ ПО ДОХОДНОСТИ С НАЧАЛА ГОДА				
НАЗВАНИЕ ИНДЕКСНОГО ФОНДА	УК	СТОИМОСТЬ ПАЯ НА 29.12.06 (РУБ.)	СТОИМОСТЬ ПАЯ НА 31.08.07 (РУБ.)	ПРИРОСТ СТОИМОСТИ ПАЯ (%)
«ИНДЕКС RUXCBONDS»	«АК БАРС КАПИТАЛ»	1042,38	1083,94	3,99
«ИНДЕКС ЛИКВИДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ZETBI COMPOSITE»	НАЦИОНАЛЬНАЯ УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ	1005,67	1038,73	3,29
«АЛЬФА-КАПИТАЛ ИНДЕКС ММВБ»	«АЛЬФА-КАПИТАЛ»	999,48	1000,54	0,11
«БИРЖЕВАЯ ПЛОЩАДЬ — ИНДЕКС ММВБ»	УК БАНКА МОСКВЫ	2957,81	2940,03	-0,6
«РУСС-ИНВЕСТ — ИНДЕКС ММВБ»	«РУСС-ИНВЕСТ»	1166,07	1155,07	-0,94
«ЭНЕРГОКАПИТАЛ — ИНДЕКС ММВБ»	«ЭНЕРГОКАПИТАЛ»	99,98	98,93	-1,05
«АГАНА — ИНДЕКС ММВБ»	«АГАНА»	285,58	282,13	-1,21
«КИТ ФОРТИС — ИНДЕКС ММВБ»	«КИТ ФОРТИС ИНВЕСТМЕНТС»	2785,72	2745,16	-1,46
«АК БАРС — ИНДЕКС ММВБ»	«АК БАРС КАПИТАЛ»	2730,75	2690,18	-1,49
«СОЛИД — ИНДЕКС ММВБ»	«СОЛИД МЕНЕДЖМЕНТ»	143565,05	140523,68	-2,12
ПО ДАННЫМ INVESTFUNDS.RU.				

ОСОБЕННОСТИ НАЦИОНАЛЬНОГО РОСТА

В УСЛОВИЯХ ДЕФИЦИТА ДЕНЕГ НА ГЛОБАЛЬНОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ КОНКУРЕНЦИЯ ЗА НИХ ОБОСТРЕАЕТСЯ. ПОЭТОМУ, ЧТОБЫ ПОНЯТЬ, КАКОВЫ ДАЛЬНЕЙШИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА, ПОЛЕЗНО ПОСМОТРЕТЬ, КАК ОН ВЫГЛЯДИТ НА ФОНЕ СВОИХ БЛИЖАЙШИХ СОСЕДЕЙ В МИРОВОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ТАБЕЛИ О РАНГАХ.

МАРИЯ ГЛУШЕНКОВА

К концу 2006 года среди фондовых рынков стран BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай) российский рынок по уровню капитализации занимал прочное второе место после китайского. В декабре российский рынок достиг знаменательного показателя — его капитализация впервые превысила \$1 трлн. Однако слабая динамика российского фондового рынка в 2007 году перевела Россию в разряд аутсайдеров среди рынков стран BRIC. По уровню капитализации рынки Бразилии и Индии догнали и обогнали российский рынок еще в мае, а лидирующие позиции по этому показателю среди рынков «большой четверки» удерживает Китай, чья капитализация в июне превысила \$2 трлн.

Однако кризисные явления на мировом финансовом рынке привели к переоценке рисков глобальными инвесторами и вынудили их вывести средства из наиболее рискованных активов. С начала 2007 года отток средств из фондов BRIC составил \$700 млн против \$4,2 млрд притока за прошлый год, говорит аналитик Альфа-банка Ангелика Генкель. На неделе, завершившейся 5 сентября, отток средств из фондов России и стран СНГ составил около \$18 млн.

При этом среди фондовых рынков стран BRIC именно российский в этом году показал самую невыразительную динамику. В то время как лидеры роста Китай и Бразилия продемонстрировали отличный иммунитет к кризису финансовых ресурсов (с начала 2007 года прирост индексов этих стран составил свыше 150 и 50% соответственно), к началу сентября индекс РТС остался практически на тех же значениях, которых достиг еще в конце прошлого года. Для рынка Китая кризис ликвидности вообще носил характер краткосрочной коррекции, которая практически моментально сменилась ростом.

По словам заместителя директора департамента управления активами компании «Альянс РОСНО — управление активами» Алексея Казакова, наиболее типичную динамику для рынков стран BRIC в этом году продемонстрировал рынок Индии, который после августовских минимумов восстанавливался заметно энергичнее общего индекса MSCI для развивающихся рынков и практически достиг уровней июльских максимумов.

Чтобы ответить на вопрос, как будет выглядеть российский рынок на фоне ближайших конкурентов в дальнейшем, полезно проанализировать специфические особенности наших стран.

ЛИЧНОЕ ДЕЛО Надо сказать, что худшие показатели российского фондового рынка среди рынков стран BRIC можно объяснить вполне объективными причинами. Аналитики напоминают, что на протяжении предыдущих трех лет российский рынок демонстрировал высокие темпы роста капитализации и лидировал по этому показателю среди «четверки». Кроме того, активы компаний нефтегазового сектора, которые по-прежнему занимают львиную долю в капитализации нашего рынка, по мнению международных инвесторов, уже переоценены. Но основным негативным

фактором для российского рынка сегодня все же является приближение парламентских выборов, поскольку оценить все возможные риски инвесторы пока не в состоянии.

«Российский фондовый рынок, как и китайский, очень подвержен политическим рискам, — говорит ведущий аналитик компании „Алор-Инвест“ Евгений Мошонкин. — Степень участия государства в экономике страны очень высока. К сожалению, наша страна не может похвастаться стабильностью своей политической системы. Поэтому перспективы развития отечественного рынка напрямую зависят от политической стабильности и последовательности политических решений. Именно последовательность в проведении реформ помогла Китаю привлечь колоссальный объем иностранных инвестиций».

«По индексу, указывающему политический риск, распределение стран BRIC выглядит следующим образом: Бразилия — самый высокий, далее идут Китай, Россия и Индия», — рассказывает аналитик компании «Атон» Инга Фокша. Если же смотреть на привлекательность рынков с точки зрения странового риска (то есть риска дефолта по суверенному долгу, количественно характеризуемого разницей между уровнем доходности облигаций страны и доходностью US Treasuries), то здесь Россия уступает лишь Китаю. Несколько выше риск Бразилии (на 0,11%), и значительно выше риск Индии (на 2%), отмечает эксперт.

С чисто экономической точки зрения все страны BRIC демонстрируют высокие темпы роста, опережая страны еврозоны и США. По данным за 2006 год, самая сильная экономика по номинальному объему ВВП — \$2550 млрд — у Китая, за ним следуют Бразилия (\$1070 млрд), Россия (\$990 млрд) и Индия (\$780 млрд). Совокупный ВВП стран BRIC превышает 40% ВВП США (\$13 210 млрд в 2006 году) и составляет более 11% валового мирового продукта (\$48 трлн в 2006 году).

А вот по показателю ВВП на душу населения Россия не только лидирует среди остальных стран BRIC, но и в среднесрочной и в долгосрочной перспективе должна удерживать лидирующие позиции, считает Евгений Мошонкин. Доля России в ВВП BRIC постоянно увеличивается — с 10,1% в 2000 году до почти 18% в 2006 году.

Вместе с тем из стран «четверки» Индия создает больше всего рабочих мест, в то время как Россия занимает последнюю строчку по этому показателю. Не лучше обстоят дела у нас и с технологическим оснащением производства. От высокотехнологичных Китая и Индии Россия серьезно отстает.

Что касается экономических рисков, здесь у каждой из стран BRIC тоже есть свои слабые и сильные стороны. Рост цен на сырьевые ресурсы будет выгоден России с Бразилией — в отличие от Китая и Индии, для которых это будет крайне негативным фактором. Похожие разнонаправленные последствия для каждой из стран BRIC несет в себе укрепление/ослабление курса доллара или рост/падение уровня глобальных ставок, говорят участники рынка.

Особый интерес представляет различная степень вовлеченности банковских систем стран BRIC в экономические процессы внутри своих стран, рассказывает Алексей Казаков. Здесь наблюдается больше сходства между Индией и Бразилией, находящихся в относительно нейтральной ситуации. А Россия и Китай находятся на противоположных полюсах. Так, по отношению объема выданных кредитов к ВВП Россия входит в группу недокредитованных экономик (вместе с Турцией, Индонезией и Колумбией), а перекредитованный Китай опережает по этому показателю Германию. Таким образом, и влияние возможных проблем в банковском секторе этих экономик потенциально различно для соответствующих фондовых рынков. В случае возникновения проблем в банковском секторе стран BRIC (например, из-за распространения разразившегося в США «кредитного кризиса» на развивающиеся рынки) Китай окажется более подвержен «эффекту домино», нежели Россия, резюмирует эксперт.

Статус Бразилии как сельскохозяйственной державы также имеет свои слабые стороны, поскольку рынок страны крайне зависим от цен на сельскохозяйственную продукцию. А российский рынок крайне зависим от динамики цен на акции нефтегазовых компаний, которые, в свою очередь, зависят от динамики цен на нефть (хотя в последнее время это стало не столь явно). Благополучие китайского рынка зависит от состояния американской экономики и настроения внутренних инвесторов, которые славятся своей азартностью, а рынок Индии зависит от тенденций мирового рынка высоких технологий. Но тем не менее большие объемы внутренних рынков стран BRIC придадут их экономикам относительно высокую устойчивость, а в случае замедления темпов роста мировой экономики они имеют дополнительный резерв — ориентацию на внутреннее потребление, если будут развивать импортозамещающие национальные производства.

ОБЩАЯ ДОЛЯ Все страны BRIC активно участвуют в росте глобальной экономики. Они развивают отрасли, ориентированные на экспорт, и поставляют на внешние (прежде всего развитые) рынки товары инвестиционного и потребительского спроса.

Открытость экономик стран BRIC по показателю «экспорт/ВВП» различна, рассказывает Алексей Казаков. «Наиболее открыты и зависимы от глобальной экономической динамики Китай и Россия (более 30%), — поясняет он. — Экономики Бразилии и Индии открыты вдвое меньше. При этом 55% экспорта России приходится на страны ЕС и лишь 3% — на США. Экспорт других стран BRIC распределен между ЕС и США более равномерно — по 19–22%. Особенностью российского экспорта является не только относительно высокая географическая сосредоточенность, но и товарная концентрированность. Доля экспорта нефти, газа, металлов составляет 82%».

В своих оценках среднесрочных и долгосрочных перспектив рынков стран BRIC эксперты оказались солидарны

и полагают, что для глобальных инвесторов активы компаний BRIC по-прежнему останутся крайне привлекательными. Доходность, которую демонстрируют рынки стран BRIC, несопоставимо выше той, которую приносят игрокам инвестиции в рынки развитых стран. Индекс MSCI BRIC вырос с конца 2002 года по конец 2006 года более чем на 270%, а США фондов, ориентированных на BRIC, с каждым годом увеличивается.

«На сегодняшний день капитализация рынков BRIC составляет 8% от мировой капитализации, в то время как доля ВВП BRIC в общемировом ВВП достигает 11%, — говорит Евгений Мошонкин. — Мы считаем, что этот разрыв будет сокращаться и по мере увеличения степени влияния экономик этих стран на мировую экономику будет возрастать и капитализация фондовых рынков стран BRIC. С этой точки зрения рынки стран BRIC являются одними из самых интересных объектов для инвестиций».

«Одной из сильных сторон российского рынка на сегодняшний день является то, что он остается наиболее недооцененным среди рынков стран BRIC, — говорит Евгений Мошонкин. — В России средний показатель мультипликатора P/E самый низкий среди стран BRIC и составляет около 12, в то время как в Китае 32. Такая недооценка отечественного рынка связана с переоценкой перспектив нефтяных компаний, которые занимают существенную долю капитализации рынка. Это является одной из слабых сторон нашего рынка, так как на долю десяти крупных компаний приходится около двух третей капитализации российского рынка, в то время как в Бразилии и Индии капитализация наиболее крупных десяти компаний составляет примерно 40% капитализации рынка».

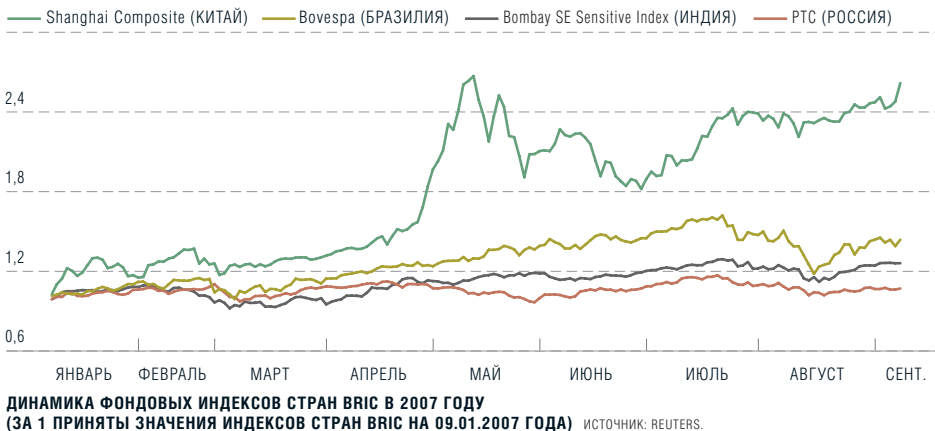
В целом рынки стран BRIC уже продемонстрировали довольно хорошую устойчивость к кризису мировых финансовых ресурсов. Аналитики отмечают, что на фоне увеличения объема внутренних инвестиций произошло уменьшение зависимости фондовых рынков стран BRIC от иностранного капитала. Кроме того, компании этих стран не понесут прямых убытков от кризиса на ипотечном рынке США, так как практически не имели активов, вложенных в кризисный сектор. А основным фактором устойчивости эксперты назвали увеличение объема золотовалютных резервов центральных банков стран BRIC, которые могут быть частично использованы для улучшения ситуации с ликвидностью.

«На сегодняшний день в кругу мировой финансовой общности бытует мнение, что государственные инвестиционные фонды экспортеров нефти и ЗБР стран, входящих в BRIC, а также других стран — развивающихся рынков помогут мировой экономике пережить кризис ликвидности. Поэтому страны с крупными золотовалютными резервами, такие как Бразилия и Россия, обладают более привлекательными объектами для инвестиций по сравнению с другими развивающимися рынками, особенно с учетом недостаточности ликвидности на рынках», — резюмирует Ангелика Генкель. ■

ОСНОВНЫМ НЕГАТИВНЫМ ФАКТОРОМ ДЛЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЕГОДНЯ ВСЕ ЖЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРИБЛИЖЕНИЕ ПАРЛАМЕНТСКИХ ВЫБОРОВ, ПОСКОЛЬКУ ОЦЕНИТЬ ВСЕ ВОЗМОЖНЫЕ РИСКИ ИНВЕСТОРЫ ПОКА НЕ В СОСТОЯНИИ

ВЕЛИКОЛЕПНАЯ ЧЕТВЕРКА BRIC — это аббревиатура, обозначающая рынки Бразилии, России, Индии и Китая. Термин BRIC впервые предложил использовать в 2001 году Джим О'Нейл, менеджер Goldman Sachs. С 2003 года, когда компания Goldman Sachs опубликовала прогноз роста развивающихся экономик, аббревиатура BRIC стала широко использоваться крупнейшими рейтинговыми агентствами. Эксперты Goldman Sachs прогнозировали, что экономики этих четырех стран продемонстрируют наибольшие темпы экономического роста

в течение ближайших нескольких десятилетий. По оценкам аналитиков, в 2050 году ВВП Китая превысит ВВП США, ВВП Индии займет третье место в мире, а экономики России и Бразилии будут сравнимы с экономиками стран G7. В совокупности ВВП стран BRIC может превысить общий объем ВВП стран «большой семерки». Сейчас существует около 50 крупных фондов, ориентированных на инвестиции в страны BRIC, под управлением которых находится свыше \$10 млрд. Большая часть фондов, ориентированных на BRIC, приходится на еврозону.



ДЕСЯТИЛЕТНИЙ ПЛАН ЗА ПЕРВЫЕ 10 ЛЕТ СВОЕГО СУЩЕСТВОВАНИЯ ИНДЕКС ММВБ ВЫРОС ПОЧТИ В 17 РАЗ — СО 100 ДО ПРИМЕРНО 1700 ПУНКТОВ. ВГ РЕШИЛ УЗНАТЬ У ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА, АНАЛИТИКОВ, ЭКСПЕРТОВ, ПОЛИТИКОВ, РАБОТАЮЩИХ НА РЫНКЕ И ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ, КАКИМ, ПО ИХ МНЕНИЮ, БУДЕТ ИНДЕКС ЕЩЕ ЧЕРЕЗ 10 ЛЕТ. ОКАЗАЛОСЬ, ЧТО ПРОДОЛЖЕНИЯ РОСТА ЖДУТ ПРАКТИЧЕСКИ ВСЕ. НО, КОНЕЧНО, ГОРАЗДО БОЛЕЕ СКРОМНОГО.

Павел Медведев, первый зампред комитета госдумы по кредитным организациям и финансовым рынкам:

— Да кто же его знает! Я скептик, к тому же математик, поэтому мистического смысла цифрам не придаю. Мода на эти индексы пришла к нам с Запада, так мы теперь стали ему подражать так, что скоро, наверное, перегоним. Чуть ли не весь народ теперь следит за индексами РТС и ММВБ. А ведь угадать их рост или падение просто нереально. Если этим индексам придать смысл и начать их корректировать в соответствии с экономической, то прогноз может быть только кратковременным, а никак не на 10 лет. Если начать рисовать график, начиная с первых 100 пунктов, то этот прогноз будет просто механическим.

Вилли Токарев, музыкант:

— На достигнутом никто останавливаться не будет. Индекс сделают еще больше, чем есть сейчас, и вполне возможно, что он также удвоится и превысит 3000 пунктов. И это будет правильно. Весь мир следит за индексами на биржах, а фондовый рынок даже не для специалистов стал своеобразной спортивной игрой. Я знаю таких людей, которые именно на фондовом рынке зарабатывают довольно приличные суммы.

Евгений Гавриленков, управляющий директор компании «Тройка Диалог»:

— 1600 пунктов точно не прибавит. Конечно, индекс ММВБ будет идти вверх, но такого роста, как последние три года, я не ожидаю. На росте индекса, безусловно, отразится приток капитала, потому что все больше компаний начинают размещать свои акции, и у нас будет диверсифицированная площадка, а не только нефтегазовая. Политические изменения могут поколебать рынок страны на короткий период.

Александр Воловик, президент нефтегазовой корпорации «Би-Газ-Си»:

— Индекс ММВБ вполне может утроиться от нынешней отметки при условии стабильного развития страны. Сегодня стоимость российских предприятий недооценена минимум вдвое. Надеюсь, что после десятилетнего политического накала в стране начнется экономический бум, который и поможет росту индекса ММВБ.

Виктор Раков, актер:

— Уверен, что достаточно большой. Основной объем торгов акциями будет осуществляться именно на Московской межбанковской валютной бирже, и ММВБ займет лидирующее место в мире.

Евгений Федоров, председатель комитета госдумы по экономической политике, предпринимательству и туризму:

— Будет расти. Хотя динамика может быть чуть меньше, чем в начале роста, ведь тот начальный рост был в основ-

ном связан со спекулятивными ожиданиями. Уверен, что предстоящие выборы никак не повлияют на индекс ММВБ, а чем дальше мы уйдем от ошибок 1990-х, тем индекс будет стабильнее.

Владимир Винокур, артист:

— Удвоится. Президент поставил задачу удвоить ВВП, значит, и индекс ММВБ должен тоже удвоиться. А если новым президентом будет поставлена задача утроить, то и ее обязательно выполнят.

Оксана Дмитриева, депутат госдумы:

— Такого стремительного роста индекса ММВБ в следующие 10 лет ждать не стоит. Конечно, сейчас капитализация наших компаний сильно недооценена, но тем не менее не настолько сильно, чтобы индекс ММВБ удвоился. Хотя по некоторым отраслям что-то подобное возможно. Но в целом индекс ММВБ будет на уровне 2300–2500 пунктов.

Константин Бабкин, президент «Союзагромаша»:

— Если правительство сохранит такую же разумную политику развития страны, то рост индекса ММВБ только продолжится. И я не исключаю, что к 2017 году он достигнет отметки 3000 пунктов. Бояться больших цифр не стоит, эти цифры только покажут реальную мощь российских корпораций. Сейчас они пока недооценены. Главное, чтобы не было никаких скачков и потрясений как в экономике, так и в политике.

Григорий Кваша, астролог:

— В ближайшее время весь мир потрясет финансовый коллапс, поэтому спрогнозировать, что будет через 10 лет с ММВБ, не представляется возможным. Единственное, о чем можно сказать с уверенностью, что Россия из числа отстающих вырвется в экономические лидеры и станет мировым «локомотивом». Главное — пережить грядущий экономический кризис.

Андрей Ковалев, депутат мосгордумы:

— Минимум удвоится, а то и утроится. Те огромные положительные тенденции, которые происходят в нашей стране, безусловно, связаны с именем нашего президента. Конечно, и благоприятные факторы, как цена на нефть, помогли, но кардинально изменилось сознание людей. Если в 1990-х молодежь мечтала стать либо бандитами, либо валютными проститутками, то теперь они хотят учиться. В людях пробудилась предпринимательская жилка, теперь они надеются не только на государство, но и на себя.

Александр Раппопорт, управляющий партнер адвокатской конторы «Раппопорт и Партнеры»:

— В лучшем случае останется на том же уровне. К перспективам роста фондового рынка я отношусь более чем пессимистично, так как он очень сильно перегрет. За ны-

нешними показателями нет какой-либо твердой экономической составляющей, а его движение вверх основано исключительно на местной спекулятивной деятельности.

Дмитрий Сорокин, первый заместитель директора института экономики РАН:

— Очевидно, что наши активы недооценены, и при разумной и качественной экономической политике наш рынок в долгосрочном периоде, безусловно, будет расти. Создадутся новые госкорпорации, и на начальном этапе это абсолютно нормально. Но потом им обязательно нужно выходить на рынок, и тогда индексы будут расти.

Григорий Томчин, президент всероссийской ассоциации приватизированных и частных предприятий:

— Главное, чтобы экономика жила в том же режиме и без внешних потрясений, тогда вполне можем вырасти еще на 1600 пунктов. Но для этого надо развиваться по двум направлениям — инновационному и инфраструктурному. От инновационного подхода отдача будет видна лет через 15–20, а нам результат нужен уже сегодня. Поэтому надо срочно ускоренными темпами развивать инфраструктуру, хоть одну нормальную дорогу должны построить. А если сможем построить 25 тыс. км дорог, то от нефти вообще зависеть не будем. Если же будем ковырять в носу, то о росте можем вообще забыть.

Роман Трахтенберг, шоумен:

— Неважно, насколько он вырастет, главное, чтоб не умер. Для экономистов индекс фондового рынка как для родителей — ребенок. Поэтому я разделяю их радость, хотя сам в этом ничего не понимаю. Ведь лет 20 назад его вообще не было на свете. А за прошедшие 10 лет он успел родиться и уже достиг своей зрелости. Главное, чтобы индекс рос дальше и укреплялся и при этом наши экономисты испытывали за него законную гордость.

Андрей Мовчан, президент компании «Ренессанс Управление Инвестициями»:

— Показатели индекса через 10 лет будут зависеть от того, как его измерять. Ведь методы его расчета постоянно меняются. Если же ими пренебречь, то рассчитать будет несложно. Так как в долгосрочной перспективе рост рынка совпадает с ростом ВВП, возьмем эти 7–8%, прибавим к ним 6% среднегодовой инфляции, полученные 1,13 возведем в десятую степень и умножим на нынешний показатель. Это и станет индексом ММВБ в 2017 году.

Мирослав Мельник, председатель совета директоров «Бетта-Групп»:

— Если верить Герману Грефу и проанализировать имеющуюся тенденцию, то, скорее всего, он вырастет где-то на 50% и будет составлять чуть меньше 3000 пунктов. Разумеется, при прочих равных, а это серьезное допущение. Неизвестно ведь, например, что будет с долларом

и евро и будут ли они вообще через 10 лет. Но если не будет крупных форс-мажоров и Dow Jones не упадет до нуля, то прогноз МЭРТа сбудется.

Борис Минц, президент финансовой корпорации «Открытие»:

— Возможно, он вырастет до уровня 3000 или 4200 пунктов. Сейчас в фондовых индексах больший вес имеют нефтегазовые компании, но со временем их доля будет уменьшаться за счет включения новых машиностроительных, технологических и финансовых компаний. Через 10–15 лет значительно больше половины российских компаний, включенных в индекс, будут составлять фирмы именно из этих отраслей.

Андрей Емелин, исполнительный вице-президент АРБ:

— Интуиция мне подсказывает, что не менее 8000 пунктов.

Ярослав Лисоволик, главный экономист Deutsche UFG:

— В идеале российский фондовый индекс ММВБ за следующие 10 лет вырастет до 4000–5000 пунктов. Такой результат будет зависеть от макроэкономических и политических факторов. За прошедшие 10 лет результат со 100 до 1700 пунктов был достигнут за счет того, что активы российских компаний были значительно недооценены, особенно на первых этапах рыночных реформ. В дальнейшем, когда потенциал недооцененности будет исчерпан, рост вряд ли будет столь значителен. В ряде отраслей и секторов экономики этот потенциал останется; более того, ряд секторов экономики вообще не представлен на фондовом рынке, что создает возможность для роста. Главное, что потенциал для роста еще не исчерпан.

Анатолий Аксаков, президент ассоциации региональных банков России:

— Через 10 лет индекса ММВБ не будет, а будет индекс ММВБ-РТС. Впрочем, наверняка не только расчеты, но и название ему будет другое.

Михаил Одинцов, аудитор счетной палаты:

— Вырастет еще раза в три в случае ввязывания в какую-нибудь войну. Многие считают этот рынок переоцененным, но по сравнению с западными рынками он явно недооценен, и положительная тенденция сохранится. Через 10 лет он будет составлять чуть меньше 6000.

Филипп Эндрю Гаджин, партнер PricewaterhouseCoopers:

— Я воздержусь от такого прогноза. Но я уверен, что через 10 лет Москва будет считаться одним из важнейших финансовых центров мира. У России есть географическое преимущество, так как она находится между Западом и Востоком. В свое время Лондон воспользовался преимуществом «перекрестка мира», и результат мы можем увидеть на лондонских биржах. ■



ПРОГНОЗЫ

ЗВЕЗДНЫЕ ВОЛНЫ

любые попытки прогнозирования динамики биржевых торгов обречены быть неточными — хотя бы из соображений наличия на рынке рефлексии. поэтому астрологический прогноз не только не хуже любого другого, но даже имеет перед остальными одно неоспоримое преимущество — о движении планет у нас хотя бы есть точные знания.

ПАВЕЛ МАКСИМОВ

ГЛАВНЫЕ АСПЕКТЫ Можно ли прогнозировать поведение биржевого индекса? Очевидно, только до определённых пределов. Потому что, если бы был возможен абсолютно точный прогноз (неважно, кто его даст — ученый-экономист, трейдер, астролог или бабка-колдунья), то нашелся бы человек или организация, получившая это знание, и тогда бирже конец: владелец знания все скупит и торги остановятся. Это аналогично тоталитарному государству: если все решения принимает Сталин или Туркменбаши, то ни о какой нормальной бирже говорить не приходится. Биржа может существовать только как равновесие между различными интересами и влияниями и колебания вокруг этого равновесия.

Так что же — тогда любые прогнозы бесполезны? Не совсем так. Вся земная жизнь подчиняется законам природы, и происходит с некоторой периодичностью. Конечно, есть свобода воли и есть случайности, но зиму, весну, лето и осень, восходы и заходы Солнца и Луны никакой Ким Чен Ир, Уго Чавес или даже целиком весь корпус стражей исламской революции отменить не в состоянии.

Не приходится спорить и с тем, что ритмы природы влияют на экономику. Хотя бы через урожаи и неурожаи зерна или винограда, через цены на нефть и газ. Влияют они и на общественную активность людей. Об этом писали многие ученые, от Птолемея до Чижевского.

Уже много раз было замечено, что, например, в периоды затмений чаще происходят чрезвычайные происшествия природного, техногенного и политического характера. Чаще падают и биржевые индексы. Именно так и происходило все последние годы.

Поэтому к любым прогнозам нужно относиться как к одному из аналитических инструментов, не дающему никаких гарантий, но полезному при выборе стратегий инвестирования. Астрологический прогноз имеет свои преимущества в том, что опирается на модель, которая основана на четком ритме движение планет, независимом от всего происходящего на земле.

Итак, астрология инвестору не совсем бесполезна. Конечно, для построения более точного прогноза нужно знать и личный гороскоп самого трейдера, и начало его работы, и, конечно, тщательно анализировать динамику самого индекса. Все это, разумеется, невозможно сделать в рамках газетной статьи. Поэтому наш прогноз только ориентировочный, его можно рассматривать для анализа основных экономических тенденций.

В качестве начальной точки, аналогичной гороскопу рождения человека, рассмотрим гороскоп на момент начала торгов акциями на ММВБ, то есть 25 марта 1997 года в 11 часов по московскому времени. Этот гороскоп приведен на рисунке. Рассмотрим и гороскоп начала расчета биржевого индекса 22 сентября 1997 года. А также будем пользоваться текущим положением планет на небе.

Итак, о гороскопе фондовой секции ММВБ. Его можно увидеть на рисунке. На нем изображен вид неба в момент начала торгов. Круг представляет собой эклиптику, то есть видимый с Земли годовой путь Солнца по небу. Этот круг разбит на 12 равных частей, начиная с точки весеннего равноденствия, находящейся слева. Эти части и есть знаки Зо-

диака. На круге соответствующими символами обозначены Солнце, Луна и планеты Солнечной системы, как они были видимы в данный момент с Земли. Ещё мы видим Асцендент и Десцендент — это линия горизонта, и астрологические дома, связанные с суточным вращением Земли вокруг своей оси. А красные, синие и зеленые линии — это аспекты, то есть определенные угловые расстояния между планетами, при которых ритмы этих планет взаимодействуют между собой гармонично или напряженно.

Конструкция гороскопа фондовой секции ММВБ довольно сильная, с Солнцем, Венерой и Сатурном вблизи кульминации, что говорит о том, что эта биржа играет важную роль в жизни страны. Луна в Весах в противостоянии с Меркурием — указывает на поиск равновесия и постоянные колебания вокруг этой точки. Также такая Луна указывает на то, что люди, работающие на этой бирже, смогут достаточно легко договариваться, находить взаимоприемлемое решение. Сильный восьмой дом гороскопа говорит о концентрации капитала, привлечении «чужих» денег (чем и занимаются все банки, биржи и страховые компании). То есть гороскоп биржи вполне адекватен, и потенциал у этой организации есть. Асцендент в Раке говорит об осторожности, которая уберет организацию от ненужных авантюр.

КЛЮЧЕВЫЕ ДАТЫ В конце 2007 года октябрь выглядит неплохо, за исключением периода 8–11 числа, когда и на небе, и на карте биржи наблюдаются напряженные аспекты планет. Поэтому в октябре, после сентябрьских мировых кризисов, можно ожидать роста рынка, а в указанные числа вероятна небольшая коррекция.

Ноябрь проходит при преобладании гармоничных аспектов, и только попятное движение Марса во второй его половине является негативным фактором. Но, как показывает анализ графика индекса в прошлые годы, негативная реакция рынка на такое поведение красной планеты наблюдалась не всегда. По сумме факторов можно оценить ноябрь все-таки с некоторым плюсом.

Декабрь. Будет ли предновогоднее ралли? Тут есть большие сомнения. Если в начале декабря вряд ли что-то будет мешать росту индекса, то вот в третьей декаде аспекты крайне напряженные. И негативные политические и экономические новости, происшествия и конфликты в мире могут обрушить индекс как раз перед западным Рож-

деством. Хотя, если западные рынки с 22 по 26 декабря будут закрыты, то самый пик опасности окажется пройден.

2008 год. В этом году основные сложности выпадают на два периода. Первый из них — февраль, и, частично, — март. Второй — с конца июля до конца августа. Возможны некоторые осложнения и поздней осенью. В указанные периоды высока вероятность падения фондового рынка. Это периоды затмений и других напряженных аспектов. По крайней мере, в последние годы эта закономерность работала четко. Ну, а год в целом скорее гармоничный. Поэтому по его итогам индексы могут вырасти.

Январь. В начале месяца долгие праздники, а потом все более напряженные аспекты на небе. Хорошо для торгов использовать середину января, а вот в конце месяца, перед февральскими затмениями, уже есть риск падения рынка. Насколько можно приближаться к затмению, чтобы не упустить период возможного роста и не прозевать начало обвала, каждый должен решать самостоятельно. В январский «хвостик» с 28 по 31 число уже возможен разворот рынка вниз.

Февраль. Однозначно плохой месяц для бизнеса. С большой вероятностью рынки двинутся вниз. Надо успеть продать бумаги в самом начале месяца, если вы не сделали этого в конце января, а вот покупать в феврале ничего не стоит. Затмения будут 7 и 21 февраля, вокруг них — самые проблемные дни. Но и в конце месяца рассчитывать на рост пока не приходится.

Март. Месяц неустойчивый. Самые сложные дни, когда возможны происшествия, влияющие на экономику и фондовый рынок — 7–8 и 20–21 марта. Но по итогам месяца в целом рынок может выйти и в плюс. Поэтому осторожные покупки можно начать уже в начале марта, а более серьезные — в середине месяца. Третья декада в основном благоприятная, только с 30 числа ситуация неустойчивая — возможен спекулятивный кратковременный рост, а вслед за ним — падение.

Апрель. В целом месяц благоприятный, и вряд ли что будет мешать росту индекса. Причем рост может быть в основном спекулятивным, выше экономически обоснованных величин. Индекс может отыгаться за все предыдущие кризисы и обновить свои рекорды. Наиболее благоприятное время — середина и конец апреля.

Май. Начало месяца спокойное, и рынок может консолидироваться на достигнутом уровне. А вот во второй

декаде движения будут более интенсивными, возможен сначала рост, потом коррекция вниз. В третьей декаде, скорее всего, рынок будет снижаться. Насколько глубоко — зависит от новостей и от предыдущего роста. Возможно, что падение окажется не столь уж существенным.

Июнь. В начале месяца умеренно благоприятная обстановка, однако из-за попятного Меркурия рост рынка, скорее всего, окажется замедленным. Но всё-таки возможен и его некоторый рост. Празднование Дня независимой России с длинными выходными днями поможет сгладить напряженные аспекты, и во второй декаде можно ожидать только небольшого снижения. Третья декада благоприятная, и биржевой индекс должен подрасти.

Июль. В основном месяц благоприятный, и в его первой половине можно предполагать рост индекса, уверенный или небольшой, но все-таки рост. Продлится он может почти до конца июля, но конкретные параметры во многом будут зависеть от действий властей. Например, от выхода тех или иных нормативных актов. В последние дни месяца нужно продавать бумаги, постольку уже 1 августа произойдет солнечное затмение.

Август. Неблагоприятный месяц, возможно — самый сложный в году. Уже много раз в августе происходили катастрофы, теракты и другие неприятности. Вот и в нынешнем году вряд ли без них обойдётся. А биржи в такие сложные периоды обычно идут вниз. Затмения будут 1 и 16 августа, другие напряженные аспекты — 6, 15, 23 и 28 числа. Лучше на время выйти из торгов: продавать поздно, покупать рано.

Сентябрь. Сочетаются гармоничные и напряженные аспекты. Конечно, ситуация лучше, чем в августе. Но 6–7 и 13 числа существуют опасности падений рынка из-за внешних событий. Хотя в целом уже в начале месяца можно начинать выборочную покупку акций отдельных эмитентов. В самом конце месяца интенсивность торгов может уменьшиться, а индексы стабилизируются.

Октябрь. На небе преобладают гармоничные аспекты. В начале октября торги могут проходить не очень интенсивно, но уже со второй недели они пойдут живее. По итогам месяца предполагается рост индекса. Каких-то опасных моментов с точки зрения астрологии не видно.

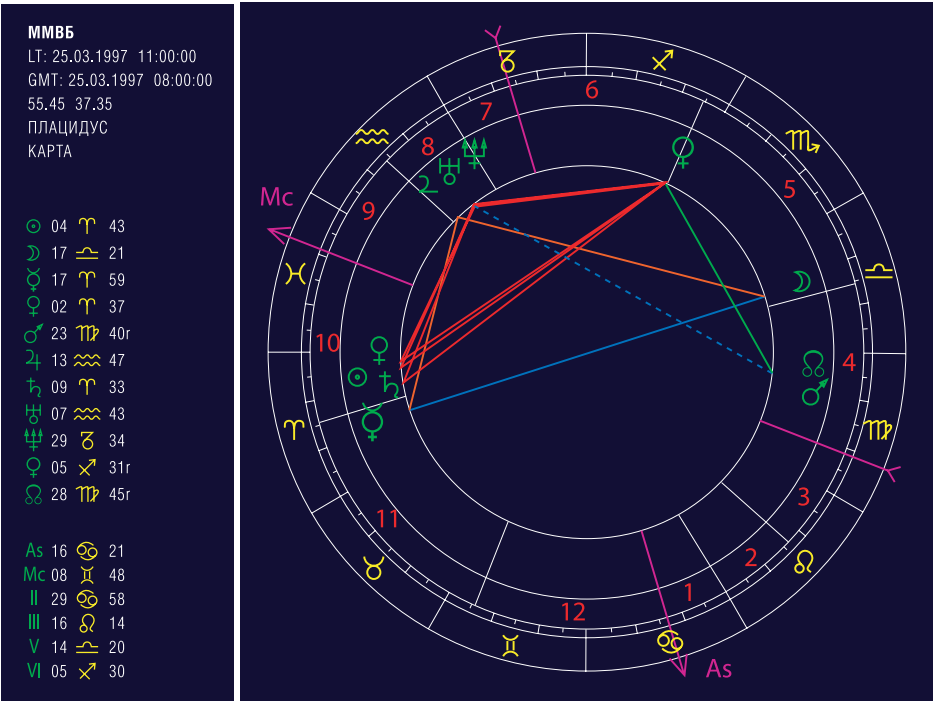
Ноябрь. Первые пять дней ноября планеты взаимодействуют друг с другом напряженным и конфликтным образом. Поэтому в политике, экономике и на рынках возможны негативные моменты. Возможно, индекс упадёт. Но ненадолго: уже к концу первой декады может возобновиться рост. В дальнейшем будут и подъёмы, и спады.

Декабрь. В первой половине декабря много конфликтных моментов на небе, а значит и на Земле тоже. Возможны катастрофы или обострения политической ситуации в отдельных регионах. Самые напряженные дни — 5–6 и 10–15 декабря. Именно от характера всех этих событий и будет зависеть рост или падение биржевых индексов. Поживем — увидим, ближе к делу станет понятнее.

Но вот в 2009–2011 года геополитическая обстановка будет напряженной и сложной, и это несомненно отразится на фондовых рынках. А дальше — снова улучшение.

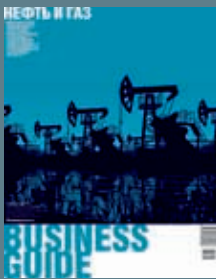
Удачных торгов! ■

КОНСТРУКЦИЯ ГОРОСКОПА ФОНДОВОЙ СЕКЦИИ ММВБ
ДОВОЛЬНО СИЛЬНАЯ, С СОЛНЦЕМ, ВЕНЕРОЙ И САТУРНОМ ВБЛИЗИ КУЛЬМИНАЦИИ, ЧТО ГОВОРИТ О ТОМ, ЧТО ЭТА БИРЖА ИГРАЕТ ВАЖНУЮ РОЛЬ В ЖИЗНИ СТРАНЫ



ТЕМАТИЧЕСКИЕ
СТРАНИЦЫ
ГАЗЕТЫ

Коммерсантъ



**ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА
ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА
СМЕЖНИКИ
ИНВЕСТОРЫ
КОНКУРЕНТЫ
АДМИНИСТРАТИВНЫЙ РЕСУРС**



**BUSINESS
GUIDE**