

ПРАВИЛА ИГРЫ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BG: Какие же были аргументы pro и contra?

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

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

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

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

BG: Как это можно сделать?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BG: А как же банковский надзор?

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

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

К. К.: Да.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Интервью взял ПЕТР РУШАЙЛО

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



ПРАВИЛА ИГРЫ