

D'

Акции. Облигации. Валюты. Бизнес

Деловой Конфуций:

философия успеха китайских миллиардеров С. 34

«Энигма» интернет-трейдинга:

цифровая подпись в биржевой торговле С. 40

ШТРИХ

Токио

Гонконг

Москва

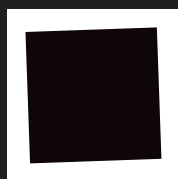
Лондон

Нью-Йорк

ЧЕМ ОПАСЕН ВОЛЬНЫЙ РУБЛЬ

И почему ЦБ отпустит его на свободу





телеканал

ЭКСПЕРТ

РОССИЯ И МИР ГЛАЗАМИ РУССКОГО КАПИТАЛА



Разговор финансиста с финансистом в программе «Русский Wall Street»

Еженедельное ток-шоу, которое вырабатывает конкретный инструментарий для решения задач российского бизнеса. В гости к Денису Матафонову приходят топ-менеджеры, предприниматели. В неформальной беседе ведущие представители российского бизнеса готовы анализировать последствия экономического кризиса и делать прогнозы.



Пятница: 20.00–20.30

**Смотрите «Эксперт-ТВ» в сетях
Триколор, Акадо, Центел, Билайн ТВ, НТВ+
и у других кабельных и спутниковых операторов**

«Эксперт-ТВ» — деловой информационно-аналитический канал начал вещание **1 декабря 2008 года**. «Эксперт-ТВ» использует 14-летний опыт журнала «Эксперт» в создании актуальных и глубоких деловых и политических материалов. Теперь «Эксперт» можно не только читать, но и смотреть.

ЭКСПЕРТ
МЕДИАХОЛДИНГ

ИНФОРМАЦИЯ ПО ПОДКЛЮЧЕНИЮ К «ЭКСПЕРТ-ТВ»

Тел.: +7 (495) 651-65-58,
E-mail: region@tv.expert.ru

РЕКЛАМА НА ТЕЛЕКАНАЛЕ «ЭКСПЕРТ-ТВ»

Тел.: +7 (495) 651-65-55, 651-65-51,
E-mail: sale@tv.expert.ru

реклама

www.tv.expert.ru

1 ПЕРВЫЙ

И ЕДИНСТВЕННЫЙ

ЖУРНАЛ

О БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛЕ,

ИНВЕСТИРОВАНИИ

И БИЗНЕСЕ

ВЫ МОЖЕТЕ ОФОРМИТЬ ПОДПИСКУ НА ПЕЧАТНУЮ ВЕРСИЮ И PDF-ВЕРСИЮ :

- 1** НА САЙТЕ WWW.EXPERT.RU/SUBSCRIBE/PRINT
- 2** ПО ТЕЛЕФОНАМ:
8-800-200-80-10 (звонок бесплатный из любого региона РФ,
в том числе с мобильного)
8 (495) 609-60-89 (для Москвы)
- 3** ВО ВСЕХ ПОЧТОВЫХ ОТДЕЛЕНИЯХ РОССИИ:
36090 и **48335** — подписные индексы в каталоге агентства «Роспечать»
38740 и **38745** — в объединенном каталоге «Пресса России»

Стоимость редакционной подписки
(включая НДС и стоимость доставки):

6 месяцев — 690 руб.

12 месяцев — 1200 руб.*

* Стоимость одного номера —
50 руб.

ПОЛУЧАЙТЕ БОНУСЫ
Мно go RU

D'
ШТРИХ

Реклама

Журнал можно приобрести: в торговых сетях «Ашан», «Перекресток», «Рамстор», «Метро»,
автозаправках ТНК-ВР и уличных киосках

ЭКСПЕРТ

МЕДИАХОЛДИНГ «ЭКСПЕРТ»
Генеральный директор Валерий Фадеев
Шеф-редактор Татьяна Гурова
Коммерческий директор Дмитрий Лазарев
Финансовый директор Андрей Болдин
Директор по инвестициям Виктор Суворов
Директор по производству Борис Каган
ИТ-директор Евгений Мальцев



ШТРИХ

Главный редактор Константин Илющенко, konst@expert.ru
Заместители главного редактора
Евгения Обухова, obuhova@expert.ru
Александр Потапов, potapov@expert.ru
Арт-директор Виталий Михалицын, mikhailitsyn@expert.ru
Ответственный секретарь / верстка Ольга Бажанова
Корреспонденты Кирилл Бушуев,
Инга Коростылева, Юрий Коротецкий,
Екатерина Михайлова
Дизайнер Жанна Баронина
Дизайнер графиков Петр Кузьмин
Корректоры Татьяна Королева, Анна Кузьменкова

Директор по рекламе Анастасия Жаворонкова
Дирекция рекламы Марина Антипина,
Люся Аракелян, Ирина Тебякина
Тел. отдела рекламы: 510 5643
Директор по рекламе и развитию проекта fincake.ru
Василий Плещенко
Тел. отдела интернет-рекламы: 755 8396
e-mail: ple@expert.ru

Техническое обеспечение
дизайн-студия журнала «Эксперт»
Адрес редакции:
125866, г. Москва, ул. Правды, д. 24 (НГК)
Секретариат редакции:
тел.: 789 4465, 228 0087, факс: 228 0078
<http://www.expert.ru>, d@expert.ru

Редакция не несет ответственности за
достоверность информации, опубликованной
в рекламных объявлениях и сообщениях
информационных агентств.
Редакция не предоставляет справочной
информации.
Перепечатка материалов из **D'** без согласования
с редакцией запрещена.
Учредитель ЗАО «Медиахолдинг «Эксперт»».
Зарегистрировано в Россыязкомнадзоре,
ПИ №ФС77-35209 от 06 февраля 2009 г.
Издатель ЗАО «Группа Эксперт».
ISSN: 1818-5231
Отпечатано в ОАО «ПК «Пушкинская площадь»».
109548, г. Москва, ул. Шосейная, д. 4Д.
Тираж 50 000 экз. Цена свободная.
© ЗАО «Группа Эксперт», 2009



Обложка: Виталий Михалицын
В коллаже использованы
фотография агентства
ALAMY / PHOTAS

№21 (81) НОЯБРЬ 2009



ЗАХОДИТЕ НА САЙТ
WWW.FINCAKE.RU ЗА СВЕЖИМИ
ДАННЫМИ

ТОЛЬКО НА САЙТЕ



**ЧТО ЗАСТАВИЛО APPLE В КРИЗИС
УВЕЛИЧИТЬ МАРКЕТИНГОВЫЙ
БЮДЖЕТ?** Чего боится один из
крупнейших производителей
компьютеров?



**КЕННЕТ ФАЙНСБОРГ ЛОМАЕТ
СТЕРЕОТИПЫ.** Чиновник-Робин
Гуд требует от топ-менеджеров
Wall Street вернуть бонусы. Кто
победит в борьбе за миллионы?

тема номера



8

ВАЛЮТООБМЕННАЯ
ИНФЛЯЦИЯ

Новая политика Центрального банка: низкая инфляция, дешевые кредиты, крепкий рубль, нет пузыря на фондовом рынке. Этот рай ЦБ собирается создать вопреки академическим постулатам

Мнение сторонних авторов и комментаторов, цитируемых в журнале, может не совпадать с мнением редакции.

НОВОСТИ

- 04 САУДОВСКАЯ АРАВИЯ БУДЕТ РАССЧИТЫВАТЬ ЦЕНЫ НА СВОЮ НЕФТЬ ПО-НОВОМУ
- FORBES ОПРЕДЕЛИЛ САМЫХ БОГАТЫХ ПОКОЙНИКОВ ПЛАНЕТЫ
- РОССИЯ ПРОДАСТ РЕКОРДНУЮ ПАРТИЮ ЗОЛОТА
- РТС ПОСЧИТАЮТ ПО-НОВОМУ
- БИРЖА MADE IN CHINA
- MOODY'S ЖДЕТ ДЕФОЛТОВ
- SPRODUCTS.RU: ВСЕ О СТРУКТУРИРОВАННЫХ ПРОДУКТАХ
- РАЗМЕСТИТЬ АКЦИИ БУДЕТ ПРОЩЕ
- МЕДВЕДЕВ ПРОТИВ ЖЕСТКОГО РАЗМЕРА ДИВИДЕНДОВ
- ММВБ + ISE = ДРУЖБА ВЕЛИКОБРИТАНИИ В РЕЦЕССИИ

ТОРГИ

- 18 БИРЖЕВАЯ ПЛОЩАДЬ С НОВА ЗЕЛЕННЫЕ РОСТКИ
Коррекция подошла к концу. «Быки» готовятся к новому году ралли
- 22 ВАЛЮТНЫЕ ИГРЫ
CARRY-ТРЕЙДЕРЫ МОГУТ СПАТЬ СПОКОЙНО
Дешевые деньги от ФРС позволят спекулянтам и дальше скупать рискованные активы
- 24 НА ПАЯХ
СИЛА В ДЕНЬГАХ
От снижения удержались только облигационные фонды



30

inside / outside

- 12 КОРРЕКЦИЯ? ВАМ ПОКАЗАЛОСЬ!
Чего ждать и что покупать под конец уходящего года

игра на миллион

- 16 ЧЕТЫРЕ ДНЯ ИЗ ЖИЗНИ D-TRAZO
Журнал D' продолжает торговать на срочном рынке ММВБ

психология

- 25 АДРЕНАЛИНОВЫЕ ДОЗЫ
О природе риска и о том, как использовать склонность к нему в мирных целях

inside / outside

- 26 ВСЕ ЯЙЦА В ОДНОЙ «СИСТЕМЕ»
АФК «Система» стоит меньше, чем сумма его активов. Менеджмент восстановит справедливость

алхимия финансов

- 30 ПЕСНЬ ОБ АМЕРИКАНСКОМ ПОТРЕБИТЕЛЕ
Интервью с управляющим одним из старейших американских фондов Pioneer Fund Джоном Кэри

алхимия финансов

- 34 ДЕЛОВОЙ КОНФУЦИЙ
Философия успеха китайских миллиардеров

книжная полка

- 38 QUIK AND DIRTY ОЦЕНКА
УЧИМСЯ НА «КАЛИНЕ» И WORLD.COM

inside / outside

- 39 РАСТИ ЗА ДВОИХ
Развивающимся странам волей-неволей придется расти и дальше

«Системы интернет-трейдинга как аналоги ICQ»

«Энигма» интернет-трейдинга — стр. 40



34

IT-механика

- 40 «ЭНИГМА» ИНТЕРНЕТ-ТРЕЙДИНГА
Как работает электронная цифровая подпись в интернет-трейдинге

IT-механика

- 44 НЕ ГРУСТИ, ТРЕЙДЕР, — СКАЛЬПЕРОМ БУДЕШЬ
Новое поколение трейдеров говорит «нет» кальяну и вискарю

бизнес

- 46 ЦВЕТУЩИЙ БИЗНЕС
Инновационный подход к делу сразу выделяет предпринимателя из толпы коллег. Но гарантирует ли успех?

бизнес

- 48 ЗАНЯТЬ СВОЮ НИШУ
Кризис не останавливает экс-менеджеров агентств недвижимости от создания собственного бизнеса

недвижимость

- 50 ЗАГОРОДНАЯ АЛЬТЕРНАТИВА
Многokвартирные дома, расположенные за чертой города, — пока непонятный для потребителей формат

банки

- 54 ИДТИ ДО КОНЦА
Кража денег с «пластика» и отказ банка компенсировать потери — не повод посыпать голову пеплом

индикаторы

56

последний штрих

- 60 ЧИТАТЕЛЬ — ДВИГАТЕЛЬ ПРОГРЕССА
Отзывы читателей D'

следующий номер выйдет 23 ноября

НЕФТЬ

САУДОВСКАЯ АРАВИЯ ОЦЕНИТ НЕФТЬ ПО-НОВОМУ

С 2010 года ориентиром для саудовских нефтяников станут цены на корзину сортов нефти, а не на техасскую WTI, как раньше

Государственная нефтяная компания Саудовской Аравии Saudi Aramco объявила, что изменит механизм ценообразования на свои сорта нефти с января 2010 года. Теперь стоимость арабской нефти не будет привязана к цене техасской нефти WTI, а станет рассчитываться на основе индекса Argus Sour Crude Index, разработанного аналитическим агентством Argus. Индекс будет представлять собой цену корзины нескольких сортов нефти — Mars, Poseidon и Southern Green Canyon, добываемых в Мексиканском заливе.

«Цены на WTI отражают конъюнктуру внутреннего рынка США и не всегда следуют динамике международного рынка, — объясняет директор по развитию бизнеса российского подразделения Argus Михаил Перфилов. — К примеру, в первом квартале текущего года WTI дешевела, тогда как на мировом рынке наблюдался рост цен». Сейчас в Мексиканском заливе добывается 1,2 млн баррелей в день. Ожидается, что к 2010 году до-

быча достигнет 1,4 млн баррелей, а к 2019-му — 1,9 млн баррелей. Эти показатели сопоставимы с объемами экспорта аравийской нефти в США: в 2008 году Saudi Aramco экспортировала около 1,5 млн баррелей в сутки.

Некоторые аналитики считают, что отказ Саудовской Аравии от прежнего принципа расчета может спровоцировать такие же изменения и у других крупных импортеров. Например, у России (напомним, что цена российской нефти Urals сейчас привязана к котировкам европейской Brent).

КОММЕНТАРИЙ

«Смена формулы для Urals маловероятна», — считает аналитик банка «КИТ финанс» Александр Ковалев. Нефть Brent используется по всей Европе и не привязана к конкретному региону. «Поэтому котировки Brent, а вслед за ними и Urals адекватно отражают динамику рынка», — резюмирует Ковалев.



ЧАСТНЫЙ КАПИТАЛ

FORBES ОПРЕДЕЛИЛ САМЫХ БОГАТЫХ ПОКОЙНИКОВ ПЛАНЕТЫ

Представители шоу-бизнеса продолжают зарабатывать и после смерти

Самым богатым усопшим, по версии Forbes, стал французский дизайнер Ив Сен-Лоран, который скончался в прошлом году. Благодаря благотворительному аукциону его «посмертные» доходы составили \$350 млн. Творения покойных композитора Ричарда Роджерса и поэта Оскара Хаммерстайна, которые в тандеме создали несколько бродвейских шедевров, принесли им в этом году \$235 млн. С большим отрывом замыкает тройку лидеров король поп-музыки Майкл Джексон. После смерти певца в июне этого года его состояние увеличилось на \$90 млн. Львиная доля дохода по-

ступила от продажи прав на фильм «Вот и все». Копилку Джексона также пополнили поступления от продажи альбомов: только с момента смерти певца их было продано 9 млн. На четвертом месте «клуба богатых покойников» — прошлогодний лидер Элвис Пресли, который за год «заработал» \$55 млн. Замыкает пятерку богатей автор «Властелина колец» Джон Толкиен. Его поклонники принесли ему в этом году \$50 млн. Список богатых покойников состоит в основном из представителей шоу-бизнеса. Исключением является Альберт Эйнштейн, который с \$10 млн занимает девятое место.



ЗОЛОТО

РОССИЯ ПРОДАСТ РЕКОРДНУЮ ПАРТИЮ ЗОЛОТА

Минфин рассматривает вопрос о продаже до конца года золота из Гохрана. Эту информацию подтвердил министр финансов Алексей Кудрин, однако объемы и сроки продажи глава финансового ведомства не

уточнил. До этого в прессу просочилась информация, что Россия продаст на Лондонской бирже 20–50 тонн золота, что соответствует 0,5–1,25% мирового оборота этого драгметалла за год. Это была бы самая крупная партия, реализованная на внешнем рынке со времен СССР. Впрочем, утечка информации о планах Минфина уже поменяла параметры сделки. Теперь речь идет о продаже 25 тонн золота, что может принести российскому бюджету \$850 млн.



ИНДЕКС

РТС ПОСЧИТАЮТ ПО-НОВОМУ

Биржа включила в расчет индекса цены с рынка RTS Standard

Со 2 ноября в расчет индекса РТС включены цены 17 акций, которые торгуются на рынке RTS Standard за рубли. Цены остальных 33 акций будут по-прежнему определяться по долларовому рынку RTS Classica. Рублевые цены акций конвертируются в долларовые по котировкам курса доллара к рублю с расчетами «завтра», транслируемые в режиме реального времени.

С момента старта индекса РТС в 1995 году в нем использовались только долларовые цены бумаг. «Исторически сложилось, что для многих участников мирового финансового рынка и потребителей рыночной информации долларовые цены более привычны и понятны для использования и анализа текущей ситуации», — поясня-

ет директор департамента индексов и биржевой информации ОАО «Фондовая биржа РТС» Сергей Голованев. Сейчас перед РТС возникла дилемма: с одной стороны, торговля с расчетами в рублях представляет все больший интерес, с другой — необходимо сохранить индекс, который имеет длительную историю и более адекватно, чем индекс ММВБ, отображает действия крупных игроков.

Представители биржи уверяют, что РТС не преследует цель усложнить механизм расчета, а, напротив, создает наиболее удобный для участников инструмент, который учитывает ликвидность в разных режимах торговли. К плюсам новой методики расчета относят возможность определить значение индекса не только во время дневных торгов, но и вечером. Это, по мнению представителей РТС, сделает более эффективной работу с фьючерсами во время вечерних торгов с 19.00 до 23.50.

«Индекс — вспомогательный показатель, он не определяет действия основной массы инвесторов. Изменения важны для тех игроков, которые ориентируются на проведение краткосрочных спекулятивных операций. Маловероятно, что после изменений характер движения индекса существенно изменится», — считает главный экономист УК «Русь-капитал» Алексей Логвин.


МИРОВЫЕ БИРЖИ

БИРЖА MADE IN CHINA

Китай создал свой аналог NASDAQ — ChiNext, который из-за размытых требований листинга рискует превратиться в «склад третьего эшелона»

На базе Шэньчжэньской фондовой биржи появилась площадка ChiNext, на которой размещаются акции высокотехнологичных компаний. На первых торгах, которые прошли 30 октября, спрос на торгуемые бумаги значительно превысил предложение, а котировки взлетели на 60–90%. Общий оборот торгов биржи в первый день составил \$3,2 млрд. Для сравнения, оборот на Шанхайской фондовой бирже в тот же день составлял \$18,5 млрд.

Пока в котировальный список биржи входят лишь 28 компаний. В очереди на листинг еще 100 претендентов. Популярность ChiNext объясняется более

лояльными по сравнению с Шэньчжэньской фондовой биржей требованиями. К примеру, для получения листинга компаниям необязательно быть три года подряд прибыльными. Главный фактор — наличие потенциала роста как высокотехнологичной компании. Через новую площадку попытаются выйти на рынок те, кто не прошел жесткий отбор на Шэньчжэньской или Шанхайской фондовых биржах. К примеру, сейчас в котировальный список ChiNext уже входят акции киностудии Huayi Bros Media. Высокотехнологичная сторона бизнеса компании — применение компьютерной графики в съемках своих фильмов.


ИНТЕРНЕТ

SPRODUCTS.RU: ВСЕ О СТРУКТУРИРОВАННЫХ ПРОДУКТАХ

В России начал работу веб-портал Агентства структурированных продуктов www.sproducts.ru. Это первый ресурс, посвященный сложным финансовым продуктам, которые построены на основе производных финансовых инструментов (деривативов): структурированным нотам и облигациям, индексированным депозитам, ОФБУ с защитой капитала, доверительному управлению. Пока база данных портала содержит не все структурированные продукты, она будет пополняться, заверил **Д** Михаил Глухов, генеральный директор ООО «МГ Софт», которой принадлежит проект. «До конца года у нас запланирован ряд доработок вроде добавления графиков структурированных продуктов, калькулятора сценариев для простых продуктов и т. д.», — пояснил он.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

MOODY'S ЖДЕТ ДЕФОЛТОВ

По прогнозам рейтингового агентства Moody's, в декабре уровень дефолтов по обязательствам компаний со спекулятивными рейтингами (В и ВВ) достигнет пика и составит 12,5% в годовом исчислении. В прошлом месяце уровень дефолтов для компаний указанной категории уже достиг 12,4% в годовом исчислении. Это

самая высокая цифра со времен Великой депрессии. Предыдущий антирекорд был установлен в 1991 году: тогда показатель дефолтов составил 12,2%. Всего год назад уровень дефолтов составлял лишь 3%, отмечает Moody's. При этом данный показатель в Европе поднялся с 9,3% в сентябре до 9,4% в октябре, а в США — увеличился до 13,4%. По прогнозу другого рейтингового агентства Standard & Poor's, сейчас дефолт грозит 200 американским компаниям. Совокупная задолженность этих компаний, по подсчетам агентства, превышает \$350 млрд.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

РАЗМЕСТИТЬ АКЦИИ БУДЕТ ПРОЩЕ

Федеральная служба по финансовым рынкам упростит процедуру эмиссии ценных бумаг



Федеральная служба по финансовым рынкам подготовила проект поправок в федеральный закон «О рынке ценных бумаг», в котором предлагает значительно упростить процедуру выпуска акций и облигаций. Сейчас упрощенная процедура эмиссии, при которой достаточно представить в регистрирующий орган уведомление об итогах уже размещенного выпуска, дей-

ствует только в отношении биржевых облигаций.

Авторы поправок предлагают заменить регистрацию отчета об итогах выпуска облигаций на уведомление. Это можно будет сделать при условии, что услуги по размещению облигаций оказывались брокером. Таким образом, в законодательстве впервые четко определяются действия брокера, отвечающего за размещение ценных бумаг, то есть андеррайтера. Поправки в закон предусматривают также автоматическую процедуру листинга при первичном размещении: все бумаги, выпускаемые эмитентами при помощи брокера, сразу становятся торгуемыми на бирже. Это важно, поскольку в измененном законе будет присутствовать норма о частичной оплате размещаемых бумаг. Предполагается, что инвесторы смогут вносить средства всего за 5–15% объема, а выкупать выпуск будет сам брокер-андеррайтер. Изменения в процедуре эмиссии сократят ее сроки и затраты на нее со стороны компаний.

АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА

МЕДВЕДЕВ ПРОТИВ ЖЕСТКОГО РАЗМЕРА ДИВИДЕНДОВ

Президент не верит, что можно контролировать размер прибыли, раскрываемый предприятиями

Президент РФ Дмитрий Медведев считает спорным предложение установить норму по отчислению дивидендов миноритарным акционерам. Ранее с такой инициативой выступал председатель Совета федерации Сергей Миронов. По мнению главы государства, которое он высказал на встрече с членами Совета федерации, вопросы внутри акционерного общества должны решать собственники.

«Если собственник не хочет платить дивиденды, он найдет тысячу способов не показывать прибыль, и маленькие акционеры не дождутся тогда никаких выплат, даже если будет установлено прямо в законе, что некий процент от прибыли должен распределяться в качестве дивидендов», — сказал Медведев.



Поступления от дивидендов в федеральный бюджет по итогам этого года сократятся почти в 5,5 раза. В результате бюджет получит всего 10 млрд руб. против 54,15 млрд годом ранее.

БИРЖИ

ММВБ + ISE = ДРУЖБА

Президент ММВБ Константин Корищенко подписал меморандум о взаимопонимании с генеральным директором Стамбульской фондовой биржи (Istanbul Stock Exchange — ISE) Хусейном Эрканом. В рамках сотрудничества биржи, в частности, планируют проводить исследовательские проекты по расчету совместного сводного фондового индекса. Он в дальнейшем может стать основой для продуктов, которыми можно будет торговать на обеих площадках.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ В РЕЦЕССИИ

Экономика Великобритании переживает свой самый длительный спад. Вместо ожидаемого роста на 0,2% по отношению к предыдущему кварталу ВВП страны в третьем квартале 2009 года упал на 0,4%. В годовом исчислении снижение ВВП составило 5,2%. Спад в экономике Великобритании наблюдается уже шестой квартал подряд. Нынешняя рецессия — самая длительная со времен появления первых данных в 1955 году. При этом показатели Великобритании хуже, чем у других стран ЕС. Так, Франции и Германии удалось зафиксировать по итогам трех месяцев экономический рост. У Банка Англии есть выход — в очередной раз расширить программу по покупке облигаций до 225 млрд фунтов стерлингов. При этом большинство экспертов, опрошенных агентством Bloomberg, считают, что Банк Англии будет продолжать удерживать ключевую процентную ставку на рекордно низком уровне 0,5%.

Рубрику ведут НАТАЛЬЯ ФЕДотова, ДМИТРИЙ ЛАНИН (fincake.ru)



КИРИЛЛ БУШУЕВ

ВАЛЮТООБМЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ

НОВАЯ ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА: НИЗКАЯ ИНФЛЯЦИЯ, ДЕШЕВЫЕ КРЕДИТЫ, КРЕПКИЙ РУБЛЬ, НЕТ ПУЗЫРЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ. ЭТОТ РАЙ ЦБ СОБИРАЕТСЯ СОЗДАТЬ ВОПРЕКИ АКАДЕМИЧЕСКИМ ПОСТУЛАТАМ

Пессимисты, предрекавшие рублю скорое и сильное падение, опоздали. За последние полгода американский доллар подешевел с 34 до 29 руб., а стоимость бивалютной корзины (55% — доллар США и 45% — евро) опустилась ниже 35 руб. По мнению большинства аналитиков, нынешнее укрепление рубля связано со значительным ростом цен на нефть, который оказал положительное влияние на приток капитала в страну.

Сейчас Министерство экономического развития прогнозирует дальнейшее снижение курса доллара до 23 руб. Напомним, что еще зимой после окончания девальвации Центробанк объявил диапазон колебаний курса бивалютной корзины в пределах 36–41 руб.

Одновременно ЦБ говорит о смене денежной политики, поставив во главу угла регулирование (таргетирование) инфляции. Если последние десять лет российский ЦБ придерживался в отношении рубля политики *surgency board*, которая подразумевает, что объем рубле-

вой денежной массы находится в прямой зависимости от размера золотовалютных резервов, то сейчас ее скорее можно определить как невмешательство.

Еще летом первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев сказал, что не исключает возможности перехода к свободному валютному курсу рубля уже в 2010-м. При этом официально Центральный банк планирует перейти на новый режим в 2011 году.

По мнению российского правительства, время для изменения монетарной политики выбрано верно: экономика стабилизировалась. Как заявил в октябре министр финансов РФ Алексей Кудрин, «мы можем смело сказать, что страна достигла дна кризиса. Третий квартал станет периодом выхода России из рецессии». И поэтому задача, которая теперь стоит перед ЦБ, — не удерживать курс рубля, а снижать инфляцию. А премьер-министр Владимир Путин, выступая на Российско-финляндском саммите, конкретизировал задачу: «Мы стремимся к снижению инфляции до 9–8%. В этом году уже будет восемь с небольшим. Затем, надеюсь, придем и к 6, и к 5%. Это вполне достижимый вариант в ближайшие три-четыре года». Путин также отметил, что снижение инфляции должно повлечь за собой уменьшение процентных ставок по кредитам, что создаст стабильные условия для работы предприятий.

Пока статистика такова: по данным Росстата, инфляция с начала 2009 года составила 8,1%. Цель правительства — удержать ее до конца года на отметке не выше 8,5%. И поскольку курс рубля сейчас не является приоритетом, ЦБ не проводит активных интервенций на открытом рынке по поддержанию курса, а лишь изредка сглаживает особенно резкие колебания. Укреплению национальной валюты Центральный банк при этом больше не препятствует. Таким образом, власти поставили сразу несколько целей: снижение инфляции и ставок по кредитам, а также переход на свободный валютный курс рубля.

Несколько шагов для их реализации уже сделано, и последний из них — снижение в конце октября ставки рефинансирования Центрального банка до рекордно низкого уровня 9,5%.

Изменение политики ЦБ является чрезвычайно важным шагом, который

УПРАВЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИЕЙ

повлияет на состояние экономики в целом и жизнь каждого из нас в частности.

МОНЕТАРНЫЕ ИГРЫ

Ставка рефинансирования лишь индикативный показатель. На самом деле более важным является произошедшее одновременно снижение ставок репо, по которым ЦБ выдает кредиты коммерческим банкам. Новая ставка репо на один год составляет 9,25%, на один день (overnight) — 6,75%. Тут стоит сказать, что действия ЦБ противоречат академической теории, которая гласит, что для борьбы с инфляцией следует повышать кредитные ставки (так, собственно, поступает ФРС США — по крайней мере, поступала до последнего кризиса).

Но, как ни парадоксально, такими «ненаучными» мерами ЦБ, скорее всего, удастся не пустить инфляцию выше заданного уровня — в силу особенностей нашей финансовой системы. В этом случае Центробанк сможет реализовать свою следующую стратегическую цель: заменить краткосрочный, спекулятивный капитал, который присутствует на финансовом рынке, на долгосрочные инвестиции в экономику. Конечно, прямо о такой цели монетарные власти не заявляют. Но это было бы логично, исходя из предпринимаемых ими действий.

Сегодня российским банкам не дают иностранные кредиты на срок более одного года. Соответственно, предприятия реального сектора экономики вынуждены перекредитовываться каждый год. При этом производственный цикл требует более долгосрочных вложений, чем, например, торговля. Деньги у банков есть, но сегодня проще и безопаснее направить их на финансовые рынки, получив при этом большую доходность. Напомним, что многие средства, предоставленные банкам из федерального бюджета, пошли не на кредитование, а на спекуляции валютой, акциями, облигациями. На все рекомендации правительства сменить эту практику банки внимания не обращают. Теперь правительство, видимо, пытается направить банковскую ликвидность в реальный сектор с помощью политики снижения ставок.

Кроме того, очень долгое время политика ЦБ на валютном рынке была предсказуема, что позволяло банкам зарабатывать на колебаниях курса доллара

Идея таргетирования инфляции центральными банками появилась примерно 20 лет назад. Джозеф Стиглиц, американский экономист и лауреат Нобелевской премии, пишет, что это принцип, согласно которому всякий раз, когда рост цен превышает намеченный уровень, процентные ставки должны быть подняты.

Первыми данную систему ввели центральные банки Новой Зеландии и Канады (целевой уровень инфляции в Канаде составляет 1–3%) в начале 1990-х. Это означает, что главная задача ЦБ — удержание роста цен в некоторых границах. Достигается она с помощью монетарных методов — регулирования процентных ставок и размера денежной массы. Делается это ради плавного экономического роста в стране. При этом вопрос стабильности курса национальной валюты отходит на второй план. Таргетирование инфляции применяется, например, Европейский центральный банк с 1999 года, стремясь удерживать рост цен в пределах 2% в год. В связи с этим ЕЦБ, в отличие от США, даже в разгар кризиса не стал резко снижать ставку рефинансирования.

в облигациях надежных эмитентов под 8–10% годовых или выдать банковские кредиты под 20–25% годовых. С учетом того, что рубль укрепляется, доходность по долларовым средствам, привлеченным в США, может составить намного больше.

В теории приток капитала в страну — это хорошо: он приводит к росту кредитования и, как следствие, увеличивает потребление населением, что далее толкает промышленность вверх. Но на практике получается иная картина. Кредитование реального сектора в трехмесячном диапазоне не имеет большого значения для предприятий, особенно в условиях кризиса. Производственному же сектору требуются длинные и дешевые деньги. «Короткий» капитал ему не подходит, а вот для ралли на финансовом рынке он годится как нельзя лучше.

Сам ЦБ объясняет принимаемые им меры следующим образом: высокий уровень процентных ставок в России спровоцировал приток дешевого иностранного капитала на российский финансовый рынок. Это, в свою очередь, потребовало проведения Центробанком валютных интервенций (скупки валюты) для предотвращения резкого укреп-

Если ЦБ взялся за управление инфляцией, то стоимость бивалютной корзины может меняться от докризисных 30 руб. до девальвационных 40 руб.

почти как на облигациях. После ее изменения игра для банков на валютном рынке станет такой же рискованной, как, например, акциями.

Одновременно на российском финансовом рынке велика доля иностранного капитала, для которого текущая ситуация чрезвычайно выгодна из-за возможности осуществлять операции carry trade. Это подразумевает, что средства занимают в стране с низкими процентными ставками, например в США, и вкладываются в страны с высокими процентными ставками, скажем, под 10–15% годовых в Россию. Так, в США трехмесячная ставка LIBOR уже более полутора года составляет меньше 0,5%. В России же рублевые средства можно разместить

пления рубля. Сокращение же разницы процентных ставок на внутреннем и внешних рынках за счет снижения ставки рефинансирования будет способствовать тому, что краткосрочные, спекулятивные покупки российских активов будут уже далеко не так привлека-

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КАНАДСКОГО ДОЛЛАРА В ОБМЕН НА НИЗКУЮ ИНФЛЯЦИЮ



тельны, как раньше. Удержание инфляции на уровне ниже 10% (а в перспективе у отметок 5–6%) тоже со своей стороны остановит «разогрев» фондового рынка спекулятивными деньгами.

РЕАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА

В теории таргетирование инфляции (см. «Управление инфляцией») экономически оправданно только в сбалансированной экономике. Оно делает более эффективным такой инструмент, как управление размером денежной массы, чей рост ускоряет платежный оборот, удешевляет кредиты, способствует развитию бизнеса и производства. Однако опасность выхода «ползучей» инфляции из-под государственного контроля существует в любом случае. И она особенно велика в странах, где отсутствуют отработанные механизмы регулирования хозяйственной деятельности, как, например, в России, где уровень производства невысок и структурно несбалансирован.

Важно, что, даже будучи экспортно ориентированной страной, можно иметь одинаково развитые секторы, как это реализовано, например, в Германии. Статистические исследования показы-

вают, что для экономики Германии прирост денежной массы, то есть рост финансового сектора, только через четыре года дает инфляционные последствия в других отраслях.

В России совершенно иная картина. Неравномерный рост цен на товары и услуги по основным отраслям порождает неравенство норм прибылей. Это стимулирует отток ресурсов из одного сектора экономики в другой. В экономике РФ происходит отток из промышленности и сельского хозяйства в торговлю и финансы. Это означает, что цены на акции растут чуть быстрее цен потребительских товаров и значительно опережают стоимость кредита. Поэтому инфляция на руку инвесторам фондового рынка.

На практике это легко представить на примере российского автопрома. КамАЗ в силу своей конкурентоспособности на рынке, связанной с девальвацией рубля, создал совместное предприятие с Daimler AG. А вот активы АвтоВАЗа по текущим ценам явно никого не интересуют. Для выхода на конкурентоспособный уровень ему необходимо снижение рубля еще на 40–50%. Если провести такую девальвацию, то нефтегазовая промышленность будет иметь сверхприбыли, в то время как машиностроение выйдет лишь на нулевую рентабельность. Из этого следует, что в условиях удорожания рубля многие производственные компании могут обанкротиться.

Теория кредитования подразумевает, что завтра будет лучше, чем сегодня. То есть деньги, которые мы берем в кредит из доходов завтрашнего дня, можно истратить сейчас. Поэтому проценты за кредит мы платим как раз из будущего роста доходов. Банк, в свою очередь, складывает в проценты плату за риск, который он несет, если благополучное завтра не наступит.

В настоящее время «завтра» для большинства банков не видится экономически однозначно благополучным. Реальные кредитные ставки не снижаются, так как производственный сектор экономики не показывает признаков роста. Иными словами, вероятность возврата выданных кредитов не увеличилась.

В России теория с таргетированием инфляции может сработать только в

СИЛЬНЫЙ РУБЛЬ УБЬЕТ ЭКОНОМИКУ

ИГОРЬ САВЕЛЬЕВ

вице-президент компании «Неокоп»

Главный плюс укрепления рубля – рост прибылей импортеров. По факту любому покупателю все равно, откуда вещь. Из Европы она или из Америки, главное — качество. Укрепление рубля угрожит внутреннюю промышленность, но при этом позитивно отразится на импортерах. Экспортерам будет не очень легко, но критичным их состояние не станет. Основной позитивный момент — это удешевление импорта для простых потребителей. Пенсионеры, например, смогут покупать себе лекарства, мы с вами — качественные товары.

Но безработица вырастет в разы. Давайте посмотрим: если курс доллара упадет до прогнозируемого Минэкономразвития уровня 23 руб., сразу же на 30–40% рухнет промышленность, и на улице окажется огромное количество невостребованных рабочих. Все будет производиться вне страны. Скорее всего, мы уйдем в подсобное сельское хозяйство. И при этом «офисный планктон» просто останется без работы. Кому нужна команда управляющих, когда все производится за границей?

Если процентные ставки по кредитам, как этого хочет ЦБ, удастся понизить, то замещения инвестиций с внешних на внутренние не произойдет, это физически невозможно. Утопия. Как вариант, можно закрыть экономику, ввести таможенные барьеры и попытаться модернизировать промышленность. Но тогда нам нужен бум рождаемости уровня 1986 года.

случае участия государственных банков в кредитовании населения. Схема участия может быть примерно следующая: ЦБ постепенно зажимает объем денежной массы (он это делает уже год) до значений, соответствующих нужной инфляции, а госбанки, в первую очередь Сбербанк и ВТБ, начинают выдавать дешевые кредиты. Это заставит остальные банки взглянуть на экономические риски: им не останется ничего другого, как тоже понизить ставки, чтобы не потерять клиентов. **Д'**

ЧТО ДЕЛАТЬ С ДОЛЛАРОМ

Джим Роджерс (президент Rogers Holdings, известен как человек, основавший совместно с Джорджем Соросом Quantum Fund) полагает, что наметившаяся тенденция к укреплению доллара имеет шансы на продолжение. Он отмечает, что многие люди, в том числе и он, очень пессимистично оценивают перспективы американской валюты. Однако подчеркивает: «Если все сидят на одной стороне лодки, в определенный момент стоит на некоторое время пересечь на другую, чтобы лодка не перевернулась». Одновременно с укреплением доллара Роджерс ожидает снижение стоимости акций и цен на сырье. Вывод напрашивается только один: укрепление рубля к доллару — это явление временное, и слишком сильным оно не будет. Так что срочно избавляться от валюты любым способом не стоит.



ЕКАТЕРИНА МИХАЙЛОВА

КОРРЕКЦИЯ? ВАМ ПОКАЗАЛОСЬ!

Чего ждать и какие акции покупать под конец уходящего года

Коррекцию на российском рынке акций многие ждали чуть ли не с начала лета. Так что когда индекс ММВБ 28 октября разом рухнул на 6%, на рынке воскликнули: «А вот и она!» На момент написания материала индекс ММВБ находился уже ниже 1220 пунктов. Однако инвесткомпания и банки довольно оптимистично смотрят в будущее. По мнению большинства аналитиков, если коррекция и случится, то она будет неглубокой, после чего рост возобновится. «Когда слишком много людей ожидают коррекцию, большой коррекции не получится. Многие готовы покупать при провалах, поскольку растет общее осознание, что худшее позади. Сейчас это признают даже отъявленные пессимисты. Так, “мистер Конец света” Нуриэль Рубини заявил, что рецессия в США закончилась», — замечает начальник аналитического отдела УК «Парма-менеджмент» Дмитрий Тимофеев.

СПАСИБО ШВЕДСКИМ БАБУШКАМ

Поддержку отечественному рынку акций будет оказывать приток «новой крови». «Европейские инвесторы стали вкладывать в российский рынок практически с самого начала восходящей волны. В Швеции мне рассказывали, что местные бабушки очень полюбили наши бумаги, — говорит главный экономист Deutsche Bank Ярослав Лисоволик. — Действительно, шведские и финские фонды достаточно активно инвестировали в

за последние месяц-полтора, то увидите, что в 17.30 мск приходит новая поддержка со стороны американцев. Это будет одним из драйверов роста на конец этого — начало следующего года».

Стратег UniCredit Securities Юлия Бушуева напоминает, что в октябре Бразилия ввела налог на покупку нерезидентами ценных бумаг в размере 2%. Власти страны объяснили это желанием предотвратить приток спекулянтов и образования «пузыря». Это, по ее мнению,

По мнению многих экспертов, если настоящая коррекция все-таки случится, то она будет неглубокой, после чего рост возобновится

Россию, чем нам очень помогли. Что касается американцев, то они “проспали” основную часть роста, так как более чувствительны к рискам. Однако сейчас они тоже начали приходить на наш рынок. Если вы посмотрите на динамику торгов

заставит инвесторов обратить большее внимание на Россию. «Приток денежных средств может перевесить любые негативные новости краткосрочного характера или снижение цен на нефть», — замечает Юлия Бушуева.

ЗАМОРСКИЕ ОРАКУЛЫ



Дополнительный импульс рынку может придать публикация российскими компаниями отчетности за третий квартал. «Мы ожидаем, что большинство компаний, особенно крупные нефтегазовые, металлургические, телекоммуникационные холдинги и банки, продемонстрируют улучшение показателей по сравнению с предыдущим кварталом. Это произойдет благодаря повышению цен на сырье, росту загрузки мощностей, улучшению ситуации с долговой нагрузкой, укреплению рубля и повышению потребительского спроса», — отмечает Юлия Бушуева. Она рекомендует покупать отечественные бумаги при любой коррекции.

Воспользоваться снижением рынка советует и аналитик ИК «Церих кэпитал менеджмент» Олег Душин. По его мнению, индекс РТС на конец года достигнет отметки 1600 пунктов. «Если входящие из США экономические данные будут оправдывать ожидания, то за ними последует традиционное новогоднее ралли», — полагает он.

Основные же риски по-прежнему связаны с ценами на нефть. «Следует признать, что при столь значительных товарных запасах и простаивающих производственных мощностях вся инвестиционная привлекательность российского рынка зависит от того, как Саудовская Аравия и другие страны ОПЕК будут соблюдать квоты», — замечает руководитель аналитического управления ИК «Ренессанс капитал» Роланд Нэш. По его словам, пока зависимость от нефтяных котировок будет сохраняться, российские активы будут торговаться с заметными дисконтами относительно аналогов на других развивающихся рынках. По прогнозу Роланда Нэша, индекс РТС в конце года будет находиться на уровне 1350 пунктов.

«Власти все большего числа стран планируют по мере нормализации общей экономической конъюнктуры постепенно сворачивать программы поддержки экономики. Это может оказать негативное влияние на глобальные рынки капитала и замедлить темпы восстановления мировой экономики. Опасения того, что меры государственного стимулирования будут отменены, в сочетании с опережающим ростом российского рынка могут способствовать развитию коррекционных тенденций.

Оптимисты**Как полагают аналитики JPMorgan Chase**

уже в 2010 году основные фондовые индексы развивающихся рынков могут обновить свои исторические максимумы. В частности, по российским акциям JPMorgan Chase поднял рекомендацию до «выше рынка». Среди причин — улучшенные прогнозы прибыли компаний, а также выход нефти из коридора \$67–75 за баррель. По прогнозам их коллег из Goldman Sachs, нефть WTI к концу этого года подорожает до \$85 за баррель благодаря улучшению мирового спроса. Как рассчитывают в Goldman Sachs, благодаря восстановлению объемов производства в Штатах, которые являются крупнейшим в мире потребителем нефти и нефтепродуктов, вырастет спрос на дизельное топливо. Ожидания Citi по нефти скромнее — \$71,3 за баррель на конец года. При этом, по прогнозам Citi, стоимость бивалютной корзины в России снизится до 34 руб., а доллар будет стоить 28,3 руб. Как полагают эксперты Bank of America — Merrill Lynch, в конце следующего года курс доллара будет на уровне 26,6 руб.

Пессимисты**Что касается пессимистов, то среди**

них — Credit Suisse, по мнению которого, сейчас существует значительный риск падения для рынков акций развивающихся стран Европы, Ближнего Востока и Африки. Фондовый индекс региона MSCI EMEA поднялся уже более чем на 100% со своих минимальных уровней. Такой бурный рост не может продолжаться долго. Наиболее уязвимыми, как считают в Credit Suisse, являются рынки России, Польши, Венгрии и Турции.

Наш базовый прогноз индекса РТС на конец года — 1200 пунктов», — отмечает стратег ИК «Финам» Владимир Сергеевский. Правда, в долгосрочном плане он настроен оптимистично: отечественный рынок по-прежнему самый дешевый среди стран BRIC.

СТАВКА НА «ФИШКИ»

«Мы по-прежнему отдаем предпочтение эмитентам, ориентированным на внутренний рынок, несмотря на опережающий рост их котировок в последние три месяца», — отмечает Роланд Нэш. В частности, ИК «Ренессанс капитал» рекомендует покупать акции Сбербанка (цель — \$3). «Мы считаем его бумаги очевидным вариантом инвестиций в расчете на возобновление роста экономики, укрепление позиций рубля и снижение процентных ставок», — отмечает Роланд Нэш. ИФК «Метрополь» рекомендует покупать акции ВТБ (цель — \$7,7 за GDR). «Деятельность инвестиционно-банковского подразделения ВТБ во втором квартале впервые стала прибыльной. Мы ожидаем, что он будет участвовать во многих государственных сделках, связанных с размещением долговых инструментов и проведением новых этапов приватизации, что приведет к резкому росту прибыли банка в будущем», — отмечают аналитики инвесткомпаний.

Наиболее привлекательными в металлургическом секторе в ИК «Ренессанс капитал» считают акции ММК (цель — \$14) и НЛМК (цель — \$31), так как обе компании показывают рост производства и рентабельности. ИФК «Метрополь» выделяет бумаги «Норильского никеля» (цель — \$220). Среди причин — уникальные месторождения, принадлежащие компании. «Норникель» располагает запасами сульфидных руд на Кольском полуострове и Таймыре, которых хватит, чтобы вести добычу в течение следующих 40 лет. Руда с данных месторождений содержит медь, кобальт, металлы платиновой группы, такие как палладий, платина, родий и прочие, а также золото, серебро и некоторые редкие металлы. Преобладание таких металлов повышает стоимость одной тонны руды на 30–40% по сравнению с рудой с других месторождений», — объясняют аналитики ИФК «Метрополь». Кроме того, по их оценкам, себестоимость производ-

ства «Норникеля» самая низкая по отрасли и составляет \$5 тыс. на тонну по сравнению со среднеотраслевым показателем \$9 тыс.

Альфа-банк предлагает делать ставку на производителей золота — «Полюс золото» (цель — \$30,65), «Полиметалл» (\$11,15), а также «Петропавловск» (1509 руб.). Некоторые инвесторы опасаются, что продолжение властями США политики валютного стимулирования и хронический дефицит американского бюджета вызовут инфляцию и пошатнут статус американского доллара как резервной валюты. «Мы советуем этим инвесторам покупать золото вместо других активов, также предоставляющих защиту от инфляции, таких как медь. Мы поднимаем прогноз по золоту до \$1100 за унцию», — говорят в Альфа-банке.

ВТОРОЙ ФРОНТ

Если рост рынка продолжится, то инвесторы начнут обращать все большее

внимание на компании малой и средней капитализации. «Ликвидность, поступавшая на рынок в течение нескольких последних месяцев, направлена преимущественно в “голубые фишки”. И мы ожидаем, что уже в ближайшее время денежные потоки будут постепенно перераспределяться в пользу существенно более недооцененного второго эшелона. Особое внимание рекомендуем обратить на компании, в наибольшей степени выигрывающие от восстановления экономики РФ: банк “Возрождение”, “Мостотрест”, “Соллерс” и НМТП», — говорит Владимир Сергиевский.

Компании сектора недвижимости сильнее других пострадали от кризиса и пока не могут оправиться от его последствий. По мере возвращения в эту отрасль финансовых ресурсов (как частных, так и государственных) должны еще подрасти акции ГК ПИК, Raven Russia и группы ЛСР, считает Роланд Нэш.

Что до электроэнергетики, то тут все будет зависеть от изменения тарифов сетевых и генерирующих компаний. Роланд Нэш отмечает, что в секторе еще остались недооцененные акции. «Мы отдаем предпочтение холдингу МРСК (цель — \$0,17), его акции самые ликвидные среди региональных компаний электроэнергетики. Холдинг МРСК больше всех выиграет в результате изменения методики расчета тарифов», — полагает Роланд Нэш. Покупать бумаги МРСК советует и аналитик UniCredit Securities Дмитро Коновалов (цель — \$0,12). «Публикация холдингом результатов по МСФО за 2008 год является важной вехой на пути к выпуску депозитарных расписок, планируемому компанией на первую половину 2010 года», — говорит аналитик. По его мнению, тем самым компания повышает свою прозрачность, что укрепит положительное отношение инвесторов к ее акциям. Да и сами финансовые результаты МРСК оказались сильными: выручка выросла на 24%, до 394,7 млрд руб., а чистая прибыль — на 42%, до 19,8 млрд руб.

Аналитики Rye, Man & Gor Securities считают привлекательными акции Челябинского цинкового завода (ЧЦЗ; цель — \$4,9). «Цинк на LME торгуется выше \$2 тыс. за тонну, что соответствует уровню августа-сентября прошлого года, в то время как акции ЧЦЗ все еще торгуются на 45% ниже», — отмечают

ВИТАЛИЙ ШОСТАК
управляющий
портфелями УК Parex
Asset Management



ПЕРИОД АДАПТАЦИИ

Рост рынка со своих минимумов выглядит впечатляюще. Однако независимо от текущей ситуации всегда присутствуют интересные инвестиционные идеи, способные в будущем проявить себя намного лучше рынка. Мы считаем, что в ближайшие месяцы интерес к российскому рынку акций будет сохраняться, однако он не будет направлен на широкий спектр бумаг, но сместится в сторону конкретных инвестиционных идей. Мы считаем, что до конца года рынок не покажет значительных позитивных результатов с текущих уровней и, возможно, на конец года будет ниже, чем сейчас. Это обусловлено прежде всего необходимостью рынка адаптироваться к уже достигнутому ценовым уровням и некоторым охлаждением уже довольно перегретого интереса зарубежных инвесторов к российским активам.

Однако в плане отдельных инвестиционных идей рынок и дальше будет оставаться интересным. Внимание инвесторов будет направлено на электроэнергетику. В связи с повышенным интересом к этому сектору государственных органов несколько ускорилось структурное реформирование отрасли. Оно должно значительно улучшить экономическую эффективность входящих в нее компаний.

Кроме того, агрессивно настроенные инвесторы могут продолжить поиск компаний, находящихся в затруднительном финансовом положении, но имеющих шансы на успешную реструктуризацию своих долгов. Последние примеры РБК, ПИК и других показывают, что решение проблем с огромным краткосрочным долгом может стать сильным катализатором роста акций. Также сохранится интерес к компаниям, имеющим стабильный поток заказов и занимающим некую квазимонопольную позицию на рынке (например, «Силловые машины»), а также предприятиям, находящимся в процессе активной реструктуризации, оптимизации и расширения своего бизнеса (например, АФК «Система»).

ВВП

Прогнозы инвесткомпаний и банков

относительно перспектив российской экономики более оптимистичны, чем ожидания властей. Так, согласно последней оценке Минэкономразвития, падение ВВП в 2009-м составит 8,3–8,8%, а рост в следующем году будет равняться 1,6%. Как ожидает Ярослав Лисоволик, падение ВВП России в этом году составит 7,5%. «Однако уже в четвертом квартале будет наблюдаться довольно значительный подъем. Дело в том, что у нас бюджетные расходы только набирают оборот, а в развитых странах деньги из бюджета тратились в течение всего года. Вторую волну экономического роста мы ждем весной следующего года, когда может начаться рост в строительстве. Это, в свою очередь, должно потянуть за собой многие другие сектора экономики. По нашим прогнозам, рост ВВП в следующем году составит примерно 4%», — считает он. Bank of America — Merrill Lynch и ИК «Атон» называют цифру 7,7% по итогам этого года и 3,9 и 5,8% соответственно по результатам следующего.

они. Кроме того, заводу удалось снять некоторые риски. В частности, компания в третьем квартале смогла погасить кредит в размере \$70 млн, предоставленный консорциумом западных банков. \$30 млн для погашения были получены в Газпромбанке, остальное — собственные средства.

В ИК «Велес капитал» полагают, что серьезный потенциал роста есть у акций «Силовых машин» (\$0,293). «На стоимость бизнеса предприятия существенное влияние будут оказывать заказы на восстановление Саяно-Шушенской ГЭС. Предполагается, что «Силовые машины» изготовят все десять гидроагрегатов. По предварительным оценкам, стоимость контракта может составить как минимум \$715 млн. Благодаря этому денежный поток предприятия увеличится на 50%. Подписание контракта состоится в ноябре, то есть об этом уже можно говорить с высокой долей уверенности», — отмечают в инвесткомпании.



причине интересны также акции Выборгского судостроительного завода — его мощности загружены до 2011 года. За 2008-й завод продемонстрировал существенный рост финансовых показателей: выручка увеличилась более чем в шесть раз, а чистая прибыль — в четыре раза.

Помимо представленных выше есть много других акций, которые аналити-

Европейские инвесторы стали вкладывать в российский рынок почти с самого начала восходящей волны. Американцы же только «проснулись»

«Унисон капитал» выделяет бумаги Улан-Удэнского авиационного завода (цель — 66 руб.). «Книга заказов завода на 2009–2010 годы заполнена на 100%. В результате компания в условиях кризиса сможет не только сохранить, но и увеличить объемы выпуска», — отмечают аналитики «Унисон капитала». По их мнению, по этой же

ки советуют сейчас приобретать. Нужно отметить, что в целом число рекомендаций на покупку гораздо больше, чем на продажу. Так что шанс заработать на кризисе еще остался. Сбрасывать аналитики советуют в основном бумаги компаний, которые пока не справились со своими проблемами. К примеру, АвтоВАЗа и КамАЗа. ▀



19 ноября 2009 г.
Courtyard by Marriott, Москва

ПЕРВАЯ ПРАКТИЧЕСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ ПО ДЕНЕЖНОМУ РЫНКУ В РОССИИ

СРЕДИ ДОКЛАДЧИКОВ:



**Алексей
Улюкаев**

Первый Заместитель
Председателя
Центрального
банка РФ



Klaus Rohland

Директор и
Постоянный
Представитель
Всемирного Банка в
России



Олег Выюгин

Председатель
Совета
Директоров
«МДМ-Банка»

В обсуждении ключевых аспектов развития современного валютного рынка примут участие представители государства, ведущие специалисты российских и зарубежных компаний, частные инвесторы — все, кто заинтересован в развитии денежного рынка в России. Регистрация участников продолжается на сайте конференции.

КИРИЛЛ БУШУЕВ, КОНСТАНТИН ИЛЮЩЕНКО

ЧЕТЫРЕ ДНЯ ИЗ ЖИЗНИ D-TRAZO

Журнал D' продолжает торговать на срочном рынке ММВБ, и редакционная позиция — «ЛОНГ» по принуждению



Журнал D' продолжает свое участие в кубке ММВБ по торговле на срочном рынке. Финансовую поддержку редакции оказывает ИК «Церих». D-Trazo (trazo — по-испански «штрих») — это ник, под которым наш журнал участвует в кубке (начало нашей торговли было описано в D' № 20 от 28 октября 2009 года).

На ММВБ мы выбрали для игры фьючерсный контракт на индекс ММВБ. Гарантийное обеспечение по нему составляет 21 тыс. руб. То есть мы, имея торговый счет в размере 30 тыс., торгуем одним контрактом, и у нас остается запас 9 тыс. руб. Когда динамика рынка будет нам понятна, начнем торговать еще фьючерсами на акции «Газпрома» или Сбербанк. Напоминаем, что следить за нашими успехами (или провалами) можно на сайте ММВБ в разделе срочный рынок (www.micex.ru/markets/futures/cupmmvb/results) либо на портале Fincake.ru в блогах (fincake.ru/blogs/Cup). В октябре мы успешно прошли квалификационный этап, где необходимо было показать положительный результат — прибыль. А затем играли в игру, кто больше заработает на «основной сессии». Результаты этого этапа приведены в таблице.

Учитывая специфику работы журналиста, торговать мы можем только в начале недели, потом свободного времени, чтобы следить за рынком, остается все меньше. В итоге в четверг и пятницу «основной сессии» мы уже не ловили внутридневные колебания, а старались поймать сильные движения рынка. В результате в конце «основной» торговой недели мы не успели закрыть длинные позиции, так как рынок падал очень стремительно. В результате падения он достиг уровня, от которого, как мы полагаем, может начаться новое восходящее движение, — это 1215 пунктов по индексу ММВБ. На нем

мы докупили еще пять фьючерсов на акции «Газпрома» и оставили их на несколько дней. Страшно. Но неделя со 2 по 6 ноября опять «квалификационная», поэтому необходимо всего лишь получить положительный результат по ее итогам.

Чтобы показать, как принимаются торговые решения, мы подробно опишем два дня, которые нам удалось провести в рынке. Прежде всего, перед открытием торгов нужно наметить план торговли, или, если говорить словами трейдеров, почувствовать рынок. По идее, торговый план можно готовить и с вечера, а утром корректировать исходя из того, как закрылась Азия и как торгуются фьючерсы на американские индексы. Динамику торгов в Азии наглядно отражает японский индекс Nikkei и шанхайский Hang Seng. Фьючерсы на американские индексы Dow Jones и S&P торгуются почти круглосуточно.

27 ОКТЯБРЯ, ВТОРНИК

План на день: Америка вчера (26 октября) торговалась очень волатильно, ходила то вниз, то вверх, но все-таки закрылась в минусе, важный уровень 1067

пунктов по индексу S&P был пробит вниз. Если фьючерсы на американские индексы будут стоять на месте или с утра снижаться, то смело «одеваю шорты». Курс рубль—доллар, который уже долго падал, зацепился за цифру 29 и оттолкнулся от нее: фьючерс на доллар поднялся сначала до 29,3 руб., а к вечеру — до 29,6. Снижение курса рубля — довод в пользу того, что рынок упадет.

Торги: Индекс ММВБ оттолкнулся от верхней границы бокового диапазона 1380 пунктов, мы рассчитываем на его снижение до 1320 пунктов. И вот первая сделка в 11.33: продажа одного контракта по 133 100 руб., заявку на покупку контракта (закрытие позиции) поставили по цене 132 000 руб. В действительности короткая позиция была закрыта в 12.03 по 132 550 руб. по тейк-профиту. Индекс ММВБ, как мы и предполагали, пошел вниз, но цель 1320 пунктов была уже близка, а рынок замер на месте.

Впрочем, в 16.30 были опубликованы данные по индексу доверия потребителей в США, которые оказались плохими. Индекс ММВБ снизился до 1310 пунктов.

Итоги второго этапа Кубка ММВБ (26–30 октября)

Место	Участник	Брокер	Капитал, руб.	Прибыль, руб.	Прибыль, %
1	EUPHORIA	БКС	98 737	43 700	3104,36
2	ANDREY-24	«КИТ ФИНАНС»	44 950	12 018	1949,53
3	SKAZKA	«Ай Ти Инвест»	25 279	5070	1462,86
4	LIFE	«Алор»	30 947	5680	1338,89
5	COFITE.RU	«ЦЕРИХ»	42 685	6700	1115,33
6	ROBOKOT	«ЦЕРИХ»	40 118	3950	718,5
7	UNIT	«Ай Ти Инвест»	34 494	2724	576,09
8	WHALE	«КИТ ФИНАНС»	30 146	1550	374,75
9	WM	«Ай Ти Инвест»	32 203	1390	314,55
10	LYASHOL	«ОТКРЫТИЕ»	38 112	1030	197,21
11	D-TRAZO	ЦЕРИХ	34 301	555	117,65

Источник: ФБ ММВБ

КАК СЧИТАТЬ ГАРАНТИЙНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ

Минимальная сумма для участия в Кубке ММВБ составляет 30 тыс. руб. В то же время для торговли на самом ликвидном инструменте — фьючерсе на индекс ММВБ — гарантийное обеспечение (ГО) составляет 21 тыс. руб. В денежном эквиваленте один контракт — значение индекса, умноженное на 100 (сейчас это примерно 125 тыс. руб.). Таким образом, кредитное плечо составляет примерно 6:1. Много это или мало?

Перед биржей, которая проводит торги фьючерсами, опционами и фондовыми инструментами без 100-процентного предварительного депонирования активов каждый день стоит задача, какого размера ГО брать участникам торгов под заключаемые сделки. В 2006 году ММВБ приобрела систему управления рисками SPAN, разработанную Chicago Mercantile Exchange (CME) в 1988 году и применяющуюся на 50 мировых биржах, в том числе на NYSE Euronext, CME, CBOT, NYMEX и других. С апреля этого года SPAN работает на срочном рынке ММВБ. Вот некоторые особенности SPAN.

Допустим, один из клиентов брокера продал фьючерсный контракт на акции Сбербанка, а второй клиент купил такой же контракт. Оба внесли на счет брокера

требуемое ГО. При этом суммарная позиция брокера перед биржей нулевая. И сейчас ММВБ, пока рынок только начал развиваться, не возьмет с брокера ничего. Впрочем, если у него на ММВБ не будет средств, а один из его клиентов захочет закрыть позицию, то он не сможет этого сделать. Поэтому иметь средства брокеру в клиринговом центре все же необходимо. На FORTS с него в аналогичной ситуации возьмут ГО в одинарном размере.

Теперь посмотрим на биржевого игрока. Допустим, он купил на ММВБ ближний (исполнение контракта в декабре) фьючерс на акцию Сбербанка и продал дальний фьючерс (с исполнением в марте 2010 года). При старой системе управления рисками ММВБ игрок внес бы ГО за обе позиции. За купленный контракт — 835 руб., за проданный — 862. Теперь, после запуска SPAN, игрок внесет ГО в размере 326 руб. И логика здесь простая. В целом позиция к рынку нейтральная, и цены обоих фьючерсных контрактов должны — и так оно чаще всего и бывает — коррелировать друг с другом. Такая комбинация называется календарным спредом, и в силу значительно меньших рисков для биржи приемлемо понижение ГО.

29 ОКТЯБРЯ, ЧЕТВЕРГ

В США действительно вырос ВВП по итогам третьего квартала на 3,5%, тогда как ожидалось 3,2%. В эти цифры никто не верит, как и нашему Росстату, но падать никто не решился, во второй половине дня был турбоборост. В результате купленный в среду фьючерс на индекс ММВБ был продан с прибылью.

Все было бы неплохо, если бы нас не потянуло в пятницу опять купить фьючерс на индекс ММВБ, с которым мы ушли на выходные до понедельника 2 ноября. А тут и «основная» неделя закончилась. По ее итогам мы и заняли 11-е место. В принципе, если исходить из того, что куча соперников куда-то подевалась из турнирной таблицы, значит, все не так уж и плохо. Впереди нас, естественно, роботы, а также немножко людей. С людьми, которые хорошо выступают в конкурсе, мы познакомились. И планируем написать про них в ближайшем номере журнала D'. При этом мы заработали 0 баллов по итогам недели, что для общего зачета как-то маловато.

2 НОЯБРЯ, ПОНЕДЕЛЬНИК

План торгов: С пятницы на понедельник мы выходили с купленным фьючерсом на индекс ММВБ. За пятницу, соответственно, биржа насчитала убытки, так как рынок падал (нам была начислена отрицательная вариационная маржа). По ее итогам фьючерс на индекс ММВБ был рассчитан по цене 1234 пункта. Неделя, которая началась, «квалификационная», здесь важно показать положительный результат.

Торги: В понедельник снова потянуло играть от продажи, благо цена была выше, чем 1234 пункта. Прицелились и продали имеющийся фьючерс. При этом присутствовала твердая уверенность, что рынок еще грохнется и от 1270 пунктов нужно играть в продажу. Но в итоге легкий скальп (краткосрочные операции) принес убыток в размере 600 руб.

Больше спекулятивных сделок не совершали, в редакцию пришел гость и отвлек все наше внимание — это был друг редакции D' Дмитрий Тимофеев, заведующий кафедрой оценки стоимости активов Пермского филиала ГУ-ВШЭ и автор блога kharuga.livejournal.com. Интервью с ним читайте в следующем номере D'. В итоге пока наша позиция — «лонг» по принуждению. D'

Ждем отскока рынка вверх до отметки 1335. Поставили заявку на покупку по цене 131 300 руб., которая долго висела в «стакане» и никак не хотела «играть». В итоге в 17.30 фьючерс был куплен по 132 000 руб. по офферу. Цель прежняя. Выставлена заявка на продажу (закрытие позиции) по 132 800 руб. Рынок не смог подняться до такого уровня, поэтому в 17.51 контракт был продан по 132 510 руб.

По итогам дня прибыль составила 1060 руб. На сегодня сделок больше не будет. Цели на завтра пока не ясны, будем смотреть, куда пойдет Америка и рубль.

28 ОКТЯБРЯ, СРЕДА

План на день: Рынки с утра открылись тотальной распродажей. Уровень сопротивления, который вчера удержал рынок от падения, — 1314 пунктов по индексу ММВБ — был преодолен игроками. После этого началась уже основательная распродажа: 1294 пункта, а затем уже и 1280 пунктов были пробиты вниз. Планы пришлось корректировать по ходу торгов.

Торги: Наша заявка на покупку сыграла по цене 128 100 руб. Цель роста — 131 000 руб., мы рассчитываем на отскок вверх и возвращение рынка в боковой коридор. Если индекс продолжит падать, то закроем позиции с убытком. Следующая цель снижения — 1240 пунктов по индексу ММВБ. На этом уровне проходит долгосрочная линия поддержки восходящего тренда — в случае ее пробития можно будем констатировать факт перелома среднесрочной тенденции. Фьючерс на доллар сегодня отошел от вчерашнего локального максимума 29,6 руб. и закрылся на уровне 29,5 руб. Нефть снизилась на 2,58% — декабрьский фьючерс на WTI подешевел до \$77,46.

Если падение рынка продолжится, то продадим контракт и будем ждать снижения индекса ММВБ до 1240 пунктов. Однако завтра выйдет важная статистика по ВВП США: по прогнозам аналитиков, рост экономики по итогам третьего квартала составит 3,2%.

АДРЕНАЛИНОВЫЕ ДОЗЫ

О ПРИРОДЕ РИСКА И О ТОМ, КАК ИСПОЛЬЗОВАТЬ СКЛОННОСТЬ К НЕМУ В МИРНЫХ ЦЕЛЯХ

Среди внутренних врагов трейдера, мешающих работе, — нацеленность на успех, боязнь ошибок и склонность к риску. Три этих фактора могут самым удивительным образом воздействовать на человека и, в частности, на результаты торговли. Исследования психологов показали, что при одинаковом уровне готовности к риску люди, жаждущие успеха, ошибаются и садятся в лужу реже, чем те, кто на подсознательном уровне имеет страх перед совершением ошибок и старается избегать происшествий. Кстати, такие позитивно мотивированные граждане и в несчастные случаи попадают реже. Это ключевой момент! Все дело в том, что установка на успех и установка на избегание неудачи являются конкурирующими и одна вытесняет другую. При этом есть явная разница в эффективности двух подходов: мотивация на успех фокусирует тебя на этом самом успехе, в то время как мотивация на избегание неудачи — на неудаче. Ставьте перед собой позитивные цели («Надо получить сегодня прибыль 2%»), а не отрицательные («Главное, чтобы убыток не превысил 12 000»). Подсознание не знает частицы «не!» Запомните это и говорите с ним на его языке. Давайте себе в установках лишь то, что хотите, а не то, чего хотите избежать.

Интересно, что склонность к риску у начинающих специалистов в любой области больше, чем у опытных сотрудников, но меньше, чем у давно работающих профессионалов, добившихся больших успехов.

С возрастом склонность к риску снижается, но длительная череда принятия решений, завершившихся благоприятным результатом, повышает готовность к принятию рискованных вариантов действий. Для подсознания успех является вознаграждением за риск и поощряет его. Ошибка и убыток воспринимаются как наказание и снижают склонность к риску. Это полезно знать, когда отдаешь деньги в доверительное управление или спрашиваешь совета: идеальное сочетание — успешный трейдер в годах с большим опытом работы на рынке. Неудивительно, что люди, пытающиеся уберечься от убытка, склонны выбирать пониженный риск, особенно обжегшись. Это понятно. Но интересно другое: те же самые люди часто могут выбрать и такие сделки и инструменты, где риски необычайно высоки. Это объясняется тем, что неудача в этом случае не будет служить им уроком, поскольку чрезвычайно высокий риск является оправданием как для собственного подсознания, так и для окружающих, а социальный фактор нельзя недооценивать.

При этом, конечно, следует иметь в виду, что в любом случае повышенная склонность к риску всегда сопровождается ростом числа ошибок при принятии решений.



ДМИТРИЙ
АЛЕКСАНДРОВ
ведущий рубрики

Одна неудача может сильно повысить агрессивность торговли, увеличить готовность к рискованным действиям и породить желание отыграться

А может ли пониженная готовность рисковать появиться искусственно? Да. Те, кому удалось достичь цели, не рискуя, всегда будут иметь пониженную готовность к рискованным действиям, так же как и те, кто потерпел серию неудач. Но и здесь надо помнить: одна неудача, если она приводит к внутреннему конфликту, может сильно повысить агрессивность торговли, увеличить готовность к рискованным действиям и породить желание отыграться. Такая ситуация губительна для трейдера, и с такими позывами подсознания нужно решительно бороться, поскольку адекватность оценок в этот момент резко снижается

и вероятность ошибок растет уже в квадрате. Ведь всплески адреналина и приступы ярости — это все атавизмы, доставшиеся нам от далеких пещерных предков, для которых в критических ситуациях чаще всего главным аргументом становилась личная физическая сила, а не математическая рассудительность.

Точно так же первобытные стайные рефлексы проявляются в том, что готовность к риску растет при действиях в группе: опасность, а вместе с ней и позор за неудачу, вернее, даже страх перед нею, как бы размазывается между всеми членами группы. Недаром говорят, что «совещание — это коллективный уход от индивидуальной ответственности». Именно поэтому самые рискованные сделки мне приходилось наблюдать, когда перед торговым терминалом собирались несколько человек, с жаром повторяющих что-то типа «да сейчас, сейчас она развернется» или «тут верная дивергенция на откат».

О женщинах. Исследования в самых разных областях показали, что женский организм несколько более избирателен к стрессу и риску по сравнению с мужским. Женщины в определенных обстоятельствах гораздо устойчивее и целеустремленнее, а смелость действий может быть просто сумасшедшей. Поэтому женщина, которая чувствует тягу к торговле, может оказаться очень успешным трейдером, так как склонность и готовность к риску в ней будут сочетаться с большей, нежели у мужчин, дисциплинированностью.

Факторов, способствующих выбору торговой стратегии и момента покупки-продажи активов, великое множество. Риски, которые возникают при этом, имеют подчас самую неожиданную и глубинную природу. Часть из них вы только что узнали. Поэтому, когда решите купить облигацию третьего эшелона в состоянии технического дефолта, подумайте, что вами движет: трезвый расчет, жадность или еще и желание прослыть инвестором-экстремистом. ■



ЭЛВИС МАРЛАМОВ

ВСЕ ЯЙЦА В ОДНОЙ «СИСТЕМЕ»

Холдинг АФК «Система» стоит меньше, чем сумма его активов. Менеджмент холдинга полон решимости восстановить справедливость. Если его план реализуется, акции «Системы» могут вырасти на десятки процентов

Исторически сложилось так, что крупные российские активы сосредоточены в руках нескольких финансово-промышленных групп (ФПГ), возглавляемых капитанами российского бизнеса, или, попросту говоря, олигархами. «Базовый элемент», «Интеррос», ОНЭКСИМ, «Альфа-групп», «Газметалл», «Нафта-Москва» и «Ренова» контролируют крупнейшие активы в ключевых секторах экономики.

При этом структура активов всегда построена одинаково. Существует некая компания-«ядро», которая генерирует денежный поток. Эти деньги направляются на покупку новых компаний в тех секторах, которые владельцы холдинга считают перспективными. Если «ядро» перестает приносить прибыль, то вся группа испытывает трудности и начинает терять активы. Так, к примеру, произошло с «Базовым элементом» Олега

Дерипаски («ядром» холдинга «Базэл» является «Русал»).

Еще одна особенность заключается в том, что входящие в ФПГ компании обычно публичные и популярные среди инвесторов (например, «Норильский никель» или «Вымпелком»), а вот сами материнские, холдинговые, компании имеют непубличный статус. По сути, они представляют собой закрытый инвестиционный фонд.

Однако есть в этом правиле исключение. Это АФК «Система» — единственная в России материнская компания финансово-промышленной группы, торгующаяся на бирже. В состав холдинга «Системы» входят компании 14 секторов экономики: телекоммуникаций, нефтянки, энергетики, строительства, микроэлектроники, медицины, биотехнологий, туризма, финансов и т. д. В 2005 году «Система» провела IPO в Лондоне (тогда было размещено 19% капитала), сегодня ее акции также без проблем можно купить на ММВБ. Однако, несмотря на довольно долгую публичную историю, особой популярностью они никогда не пользовались. Оборот по бумагам АФК до сих пор в десятки раз ниже, чем по акциям «дочки» — МТС. В итоге сложилась парадоксальная ситуация: капитализация холдинга меньше, чем стоимость принадлежащих ей публичных активов (см. таблицу). В частности, локальные акции, торгуемые на ММВБ, до сих пор предусматривают, что холдинг стоит меньше, чем

АФК «Система» стоит дешевле суммы частей

Компания	Капитализация, \$ млрд	Доля «Системы», %	Стоимость доли, \$ млрд
МТС	15,86	53	8,41
Комстар-ОТС	2,42	51	1,22
Shyam Telelink	3,41 ¹	74	2,52
Башнефть	3	51	1,51
Уфимский НПЗ	0,71	56	0,39
Новойл	0,95	62	0,58
Уфаоргсинтез	0,39	51	0,2
Уфанефтехим	0,92	47	0,43
Система-Галс	0,27	20	0,055
Ситроникс	0,46	70	0,32
АФК «Система» (суммарная стоимость долей в публичных активах), \$ млрд			15,37
Капитализация АФК «Система» (рассчитанная по котировкам ADR), \$ млрд			12,4
Капитализация АФК «Система» (рассчитанная по котировкам ММВБ), \$ млрд			6,97

¹ Оценка D⁺.
Источники: ММВБ, данные компании, расчеты D⁺



принадлежащее ему самое ценное «яйцо Фаберже» — МТС.

Исправить эту ситуацию оказалось очень сложно. Попытка раскрытия стоимости холдинга путем серии IPO «дочек» («Комстара», «Ситроникса») не принесла успеха. Приобретение блокпакета «Связьинвеста» за \$1,3 млрд в 2006 году было позитивно воспринято на бирже, но инвесторы так и не смогли понять, где же центр будущего телекоммуникационного холдинга и зачем покупать акции «Системы», если есть куда более ликвидные МТС и «Комстар»?

СПАСИТЕЛЬНОЕ ЯЙЦО

Такой дисбаланс между капитализацией материнской компании и «дочек» в пользу последних, и особенно МТС, хорошо объясним: 90% выручки холдинга генерируют именно телекоммуникационные активы. Телекоммуникационный характер холдинга очень беспокоил его руководство: они видели в этом основную причину нелюбви инвесторов к акциям головной компании, и больше того — угрозу для всего бизнеса. Однако попытки диверсификации путем создания «русской Силиконовой долины» в Зеленограде, развития частной медици-

ны и инвестиций в строительство также были безуспешными. На рынке ходили слухи, что «Система» нанесет решающий удар на банковском фронте — к входящему в холдинг Московскому банку реконструкции и развития будет присоединен банк из первой десятки (в качестве «мишени» называли «Уралсиб»), но сделка так и не состоялась. В дальнейшем «Система» продала другой свой финансовый актив — страховую компанию РОСНО.

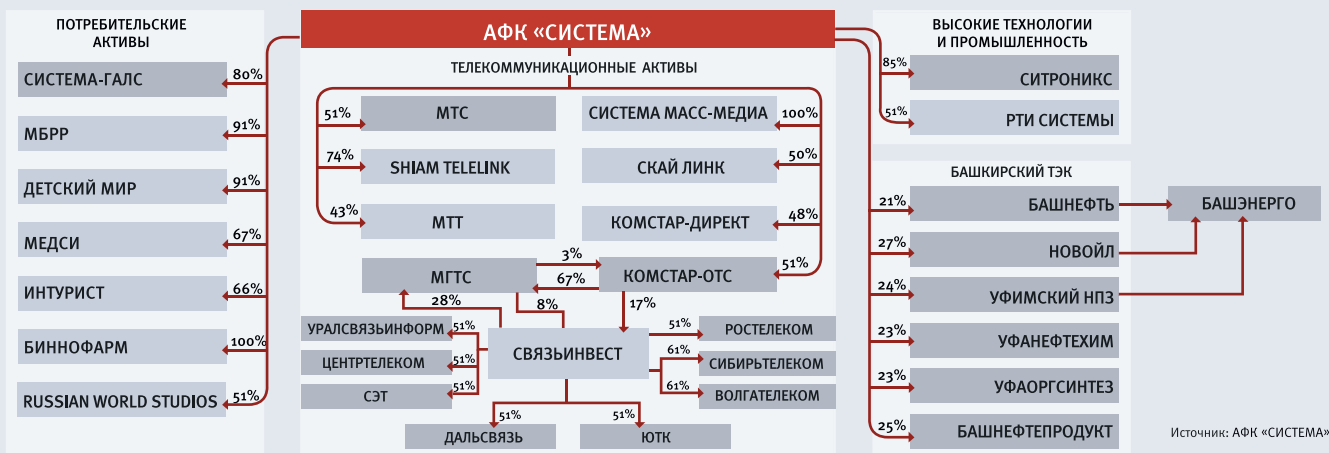
В 2006 году холдинг столкнулся с тем, что главный источник выручки — «ядро» холдинга МТС — стал терять долю рынка и уступать конкурентам. Капитализация МТС начала падать. Поставленный во главе компании Леонид Меламед получил от главы «Системы» Владимира Евтушенкова задание — увеличить капитализацию сотового оператора до \$20 млрд и вернуть прежние позиции. Новая команда МТС решилась на смелый шаг — ребрендинг. Каким бы спорным ни казалось это решение на тот момент, сейчас мы видим, что в итоге МТС удалось сохранить статус крупнейшего оператора в Восточной Европе, количество абонентов которого недавно перевалило за отметку 100 млн человек. На пике капитализация МТС превышала \$40 млрд.

Удачно справившийся с задачей по увеличению капитализации МТС Леонид Меламед в мае 2008 года возглавил головную компанию — саму «Систему». Перед ним была поставлена стратегическая задача — ликвидировать дисконт между капитализацией холдинга и «дочек», а также раскрыть стоимость непубличных активов. Но прежде чем приступить к этому, Меламеду пришлось решать несколько другие задачи.

СБРОСИТЬ БАЛЛАСТ

Наступление кризиса больно ударило по обремененной долгами империи АФК «Система». В октябре 2008 года чистый долг превышал \$8,2 млрд. Сумма огромная (больше были только долги «Базэла»), к тому же долг был долларовым и в результате девальвации стал разрастаться. Рублевая выручка холдинга сокращалась, публичные активы обесценивались. Правда, вскоре всем — и в первую очередь инвесторам — стало ясно, что люди будут звонить по телефону и пользоваться интернетом при любых значениях индекса РТС и стоимости барреля нефти. Так что тут телекоммуникационная «однобокость» «Системы»

СТРУКТУРА ХОЛДИНГА АФК «СИСТЕМА» (2010 г.)



СТРУКТУРА ХОЛДИНГА АФК «СИСТЕМА» (2009 г.)



неожиданно оказалась ей на руку. Вспомним, что ориентированным на металлургию «Базэл» или «Интерросу» пришлось гораздо хуже.

Не дожидаясь окончания кризиса, менеджмент «Системы» стал энергично реструктурировать холдинг и раскладывать яйца по разным корзинам. Для начала все активы были разделены на четыре бизнес-единицы: телекоммуникации, потребительские активы, высокие технологии и ТЭК.

Затем нужно было решить проблему с высокой долговой нагрузкой. «Система» без сожалений рассталась с долей в операторе МТТ. Далее банку ВТБ за 60 руб. (!) отошел 51-процентный пакет акций девелопера «Система-Галс» (принципиальная договоренность об этом была достигнута зимой). Одновременно долг

самой «Системы-Галс» и поручительства материнской компании перед банком совокупным объемом 23,5 млрд руб. были списаны. По всем остальным компаниям, входящим в группу, были резко — почти вдвое — снижены планы капитальных вложений на 2009 год.

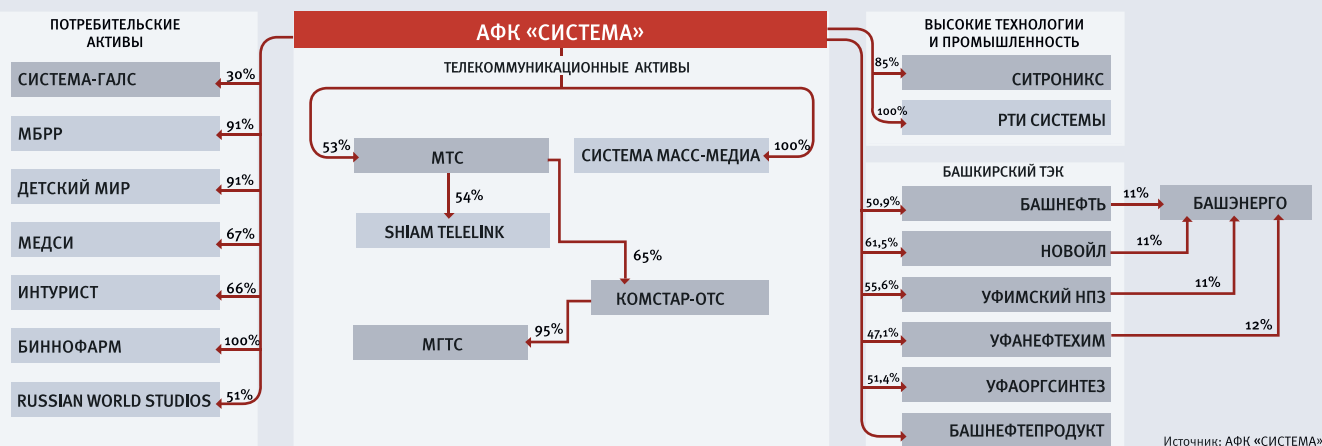
В качестве следующего шага менеджмент «Системы» предпринял самую масштабную за всю историю холдинга попытку диверсифицировать бизнес. В марте 2009-го за \$2 млрд были приобретены контрольные пакеты «Башнефти», «Башнефтепродукта» и четырех НПЗ. С помощью этих инвестиций «Система» надеялась создать в России новую вертикально интегрированную нефтяную компанию. Деньги на покупку были взяты в кредит под залог 17% акций МТС. Совершив сделку, «Система»

сразу же начала выстраивать нефтяной холдинг. Его «ядром» стала «Башнефть».

ЛЮБИМЫЕ «ВНУЧКИ»

Сейчас реструктуризация группы в самом разгаре. Новую фазу компания называет «упрощением корпоративной структуры». За этой формулировкой скрывается следующий трюк: «Система» продает одних своих «дочек» другим, в результате чего первые превращаются во «внучек». Например, 51% акций «Комстара» продан МТС. Официальная цель — создание крупнейшего в СНГ интегрированного телекоммуникационного игрока, способного под единым брендом предоставить полный спектр услуг от цифрового ТВ и широкополосного интернета до сотовой связи стандарта 3G. Синергетический эффект от интеграции

СТРУКТУРА ХОЛДИНГА АФК «СИСТЕМА» (2008 г.)



превысит \$200 млн. При этом «Система» получила за акции «Комстара» 39,15 млрд руб., по сути, сохранив контроль над ним через МТС! Сама сделка ликвидирует перекрестное владение активами, а миноритарии «Комстара» могут получить взамен своих акций бумаги МТС.

Подобная схема вот-вот реализуется и с БашТЭКом: «Система» продаст «Башнефти» свои доли в Уфимском НПЗ, «Новоиле», «Уфанефтехиме», «Уфанефтеоргсинтезе» и «Башнефтепродукте» за 41 млрд руб., вернув большую часть из затраченных на сделку \$2 млрд. Оферты миноритариям бывших «дочек» «Системы» будет выставять уже сама «Башнефть». А после оферт произойдет переход на единую акцию: акционеры Уфимского НПЗ, «Новоила» и прочих вновь обретенных «дочек» «Башнефти» смогут обменять свои бумаги на акции самой «Башнефти».

Такое «упрощение корпоративной структуры» — отличный ход по наращиванию капитализации холдинга. Во-первых, от продаж «Система» получает «живые» деньги. Во-вторых, она экономит на выставлении оферт миноритариям (оферты выставляют «дочки» — покупательницы активов). И в-третьих, контроль над активами по-прежнему остается в руках «Системы». А вместе с контролем — и право на денежные потоки. Так, в планах значится, что «Башнефть», так же как и МТС, будет платить большие дивиденды, львиная доля которых достанется основному акционеру — «Системе».

В планах холдинга еще несколько крупных сделок. Сейчас идут напряжен-

ные переговоры с государством об обмене блокпакета в «Связьинвесте» на другие активы. Последний потерял для АФК всякую ценность: несмотря на то что пакет является контрольным, реального контроля над холдингом «Системе» не видать, к тому же фиксированную связь и интернет «Система» уже развивает на базе «Комстара». Проблема в том, что государство наотрез отказывается платить за 25% «Связьинвеста» «живыми» деньгами и предлагает взамен 28% голосующих акций Московской городской телефонной сети и «прощение» долгов

предполагает просто сказочные возможности для развития бизнеса.

Кроме телекоммуникаций и нефтянки «Система» развивает и свой топливно-энергетический бизнес: в планах холдинга несколько покупок в электрогенерации, которые дополняют уже имеющуюся у «Системы» «Башэнегро». В качестве целей могут выступить непрофильные для своих мажоритарных акционеров ТГК-2 и ОГК-3.

Чего пытается добиться «Система», строя внутри себя множество вертикально интегрированных компаний? Ответ

От «упрощения корпоративной структуры» «Система» получает «живые» деньги и экономит на офертах

«Комстара» перед Сбербанком на 26 млрд руб. Также государство выманивает у «Системы» 50% в «Скай Линке», на основе которого «Ростелеком» собирается строить четвертого федерального оператора сотовой связи. 20 октября Леонид Меламед заявил, что «крайний срок» для договоренности по «Связьинвесту» — март 2010 года. В противном случае «сделка не произойдет никогда».

Также в будущем может состояться продажа МТС еще одной «дочки» «Системы» — индийской Shyam Telelink. Индия, как известно, вторая страна на планете по численности населения, рядом расположены Пакистан и Бангладеш, занимающие шестое и седьмое места соответственно. И если в России на 145 млн человек уже 200 млн абонентов, то проникновение сотовой связи в Южной Азии находится на начальном этапе. Это

очевиден: повышения собственной капитализации. И если верно, что рынок в конце концов отражает справедливую стоимость, то звездный час «Системы» еще впереди. Ситуация, когда холдинг стоит дешевле своих составных частей, аномальна и должна когда-нибудь закончиться. А ведь у «Системы» кроме публичных есть еще и довольно существенные непубличные активы — «Детский мир», «Биннофарм», МБРР. Кроме того, менеджмент холдинга активно повышает капитализацию и уже торгуемых «дочек» — это еще один потенциал роста для акций материнской компании. Скептики говорят, что «ядро» холдинга — МТС — все время копирует ходы «Вымпелкома»: ребрендинг, покупка оператора фиксированной связи, выход за пределы СНГ. Но разве это имеет значение, если акции «Системы» растут? ■

РАСТИ ЗА ДВОИХ

РАЗВИВАЮЩИМСЯ СТРАНАМ ВОЛЕЙ-НЕВОЛЕЙ ПРИДЕТСЯ РАСТИ И ДАЛЬШЕ, ЧТОБЫ КОМПЕНСИРОВАТЬ ПАДЕНИЕ ЭКОНОМИК РАЗВИТЫХ СТРАН

По мнению многих иностранных аналитиков, сейчас приобретение российских акций не имеет смысла. Объясняют они это тем, что российские акции на 100% коррелируют с ценами на нефть и вся разница заключается лишь в амплитуде ценовых колебаний: наши бумаги движутся сильнее. То есть, покупая российские акции, вы покупаете более волатильную нефть. Не все разделяют эту точку зрения, так что мы видим приток иностранных средств на российский рынок. Однако зависимость российского фондового рынка от нефти, а значит, и от состояния мировой экономики очевидна для всех.

Основной вопрос сейчас заключается в чем: продолжится ли рост на рынке, начавшийся в марте, или после того, как иссякнут программы государственного стимулирования, начнется новый этап кризиса? Второй вопрос: если экономики развитых стран в рецессии, смогут ли развивающиеся экономики сохранить свой рост и обеспечить спрос на ресурсы? Наконец, третий вопрос отсылает нас к первоисточнику проблем — кредитному кризису. Как мы знаем, правительства США и Европы взяли на себя долги частных лиц и компаний, которые должны были обанкротиться. Напрашивается вопрос: в состоянии ли государства переварить новые долги и не ждать ли нам сюрпризов с долгового рынка?

Итак, начнем с первого вопроса. С одной стороны, рост ВВП США на 3,5% за третий квартал дает повод для оптимизма. Однако смело утверждать, что это долгосрочно позитивный тренд, я бы не рискнул. Экономисты сейчас пытаются выявить в этом росте долю естественного спроса, отделив ее от последствий программ государственного стимулирования. Напомним, что в США до кризиса внутренний спрос рос очень высокими темпами. Физические лица закладывали дома для того, чтобы тратить деньги на текущее потребление. Они были уверены, что недвижимость будет расти всегда. Росли новые города в Калифорнии и Флориде. Возобновление докризисных темпов роста спроса в ближайшее время невозможно. В США увеличивается безработица, и, возможно, очень скоро она достигнет 10%. Недвижимость резко упала в цене. Сейчас банки разрушают часть построенных домов, перешедших к ним за долги, — так дешевле. Находясь в непростой экономической ситуации, люди склонны принимать очевидные решения: отложить покупку дома или купить дом поменьше, приобрести автомобиль чуть позже или поэкономичнее. Это приводит к катастрофическим последствиям не только для строительства и машиностроения, но и для поставщиков сырья (металла, бензина).

Пока сложно сказать, что же станет новым локомотивом роста для экономики США и других развитых стран. Возможно, им окажется новая система здравоохранения, в которую будет включено на миллионы больше людей, чем прежде, а ведь 25%



АНАТОЛИЙ МИЛЮКОВ¹

ВВП США приходится на услуги здравоохранения. А может быть, новый импульс экономика получит в виде реформы образования или за счет инфраструктурных инвестиций, которые без государственного финансирования невозможны. Ясно одно: если раньше американский потребитель был оплотом мировой экономики, то сейчас последний рубеж обороны прорван, и на него в ближайшее время уже не надеются.

Пока же экономики развитых стран ищут альтернативные пути выхода из кризиса. На плечи развива-

ющихся рынков ложится серьезная ответственность: им необходимо компенсировать падение развитых рынков многократным ростом, то есть, по сути, расти за себя и за них.

Для оценки этой ситуации достаточно простого сравнения: вместе ВВП США и ВВП Евросоюза — почти \$30 трлн. При этом ВВП растущих Индии и Китая — около \$6 трлн, что составляет всего 20% совокупного ВВП падающих экономик. Видно невооруженным глазом, что перед развивающимися рынками стоит очень сложная задача — компенсировать отсутствие роста развитых экономик, которые в пять раз больше, чем они. И не-

смотря на то, что Индия и Китай всеми силами развивают внутренний рынок (программы стимулирования, раздача кредитных карт, предоставление ипотечных кредитов населению), есть факторы, активно сдерживающие экономи-

ческий рост в том же Китае: сейчас происходит сокращение китайского экспорта в развитые страны. Удастся ли Китаю переварить объемы поступающего импорта и переориентировать свою экономику на внутренний рынок? Помимо всего прочего есть подозрение, что в своей статистике китайцы манипулируют цифрами: они утверждают, что экономика страны растет более чем на 7%, и всем известно, что доля экспорта в ВВП Китая — 45%, но при этом его объемы сократились почти на 20%. То есть внутренний спрос должен был вырасти на 30%. Что-то не верится. Получается, довольно высок риск, что развивающиеся экономики не справятся со стоящей перед ними задачей.

И все же, несмотря на всеобщий скепсис относительно перспектив быстрого восстановления мировой экономики, я считаю, что глобальная коррекция фондовых рынков откладывается на неопределенное время. Конечно, за последнее время индексы сильно подросли. Dow Jones, к примеру, сейчас колеблется на уровне 9800 пунктов. Но не стоит забывать, что это уровень марта 1999 года. А если учесть, что за последующие десять лет инфляция доллара составила порядка 30%, а рост ВВП США — более 40%, то получается, что реальное значение индекса — 4100 пунктов (оно было достигнуто в марте 1995 года). С этой точки зрения теория о том, что очень скоро мы протестируем самые низы рынка, кажется маловероятной. **Д'**

С учетом инфляции реальное значение Dow Jones сейчас составляет 4100 пунктов



СЕРГЕЙ ЕРЕМИН, КОНСТАНТИН ИЛЮЩЕНКО

«ЭНИГМА» ИНТЕРНЕТ-ТРЕЙДИНГА

КАК РАБОТАЕТ ЭЛЕКТРОННАЯ ЦИФРОВАЯ ПОДПИСЬ В ИНТЕРНЕТ-ТРЕЙДИНГЕ И ПОЧЕМУ НЕКОТОРЫЕ ПРОГРАММЫ ДЛЯ ТОРГОВЛИ НА БИРЖЕ ПРАВИЛЬНЕЕ НАЗЫВАТЬ МЕССЕНДЖЕРАМИ — АНАЛОГАМИ «АСЬКИ»

Случаев взлома брокерских счетов в России было немного, но при этом можно предположить, что у владельцев солидных инвестиционных портфелей периодически екает сердце. Одно дело — положить \$1 млн на депозит, имея на руках осязаемый документ с печатью и подписью о том, что банк принял указанную сумму и обязуется ее выплатить с процентами. И совсем другое — осознавать, что на брокер-

ском счете, доступ к которому возможен через интернет, хранятся акции опять же на \$1 млн.

«В нашей компании в течение года только один клиент интересовался аспектами безопасности интернет-трейдинга», — уверяет инвестиционный консультант инвесткомпании «Алор» Михаил Сапенюк. С ним соглашается Андрей Магуров, директор по развитию компании «Скрин маркет системз», разработа-

ка трейдинг-терминала TRANSAQ: «Технические подробности криптозащиты слишком сложны для понимания среднестатистического инвестора. В этом никто особо и не стремится разбираться. Многие убеждены, что все эти ключи, сертификаты, дискеты, флешки навязываются брокером. Критериями выбора для открывающего инвестиционный счет служат совсем другие вещи, нежели безопасность: тарифные планы на брокерское и депозитарное обслуживание, информационные сервисы и прочие «морковки».

НЕОЧЕВИДНАЯ РЕАЛЬНОСТЬ

Вполне возможно, что профессиональные участники рынка — брокеры и работчики — говорят только об одной стороне вопроса, несколько ее утрируя. В обиходе существует некоторая путаница в терминологии, одновременно у многих уже сформировался стереотип: безопасность ассоциируется с логином, паролем и идентификационными файлами самой распространенной системы интернет-трейдинга QUIK. Часто в контексте безопасности упоминается электронная цифровая подпись (ЭЦП), которая по закону служит аналогом и заменяет собственноручную.

Некоторые из брокеров, стесняясь, говорят о том, что они не используют ЭЦП. Некоторые из них за ЭЦП выдают идентификационные файлы системы QUIK, другие же избегают разговоров о безопасности, сводя все к тому, что их клиенты должны иметь на компьютере антивирус и межсетевой экран (firewall).

На самом же деле вопрос безопасности биржевой игры следует разбить на две части. Первая — это шифрование данных, которыми обмениваются сервер брокера и клиентская часть системы интернет-трейдинга, установленной у вас на компьютере. Вторая часть безопасности касается совершения сделок — они должны быть подписаны.

Здесь следует сделать юридическое отступление: на бирже совершаем сделки не мы. На биржах между собой торгуют брокеры, но по поручению и за счет клиентов — нас с вами.

Для того чтобы что-то купить или продать на бирже, мы с брокером заранее договариваемся о том, как будем передавать ему поручения на совершение сделки. Такого рода договор может быть сформулирован так. «Обмен сообщениями меж-

ЧТО ТАКОЕ ЭЦП

ду брокером и клиентом может осуществляться любым из указанных способов:

- посредством направления оригинала;
- факсимильной связи;
- электронной почты;
- телефонной связи;
- информационно-торговой системы QUIK».

Оставим в стороне первые четыре способа — нас интересует интернет-трейдинг, используя который, мы признаем «в качестве допустимого и достаточного доказательства факта подачи сообщения предъявление брокером файлов электронных сообщений, зафиксированных в QUIK». Кроме этого при использовании программы мы соглашаемся на «отказ клиента от претензий к брокеру, основанием которых является недостаточная, по мнению клиента, степень обеспечения аутентификации сторон, конфиденциальности и целостности сообщений / поручений в QUIK». Мы не указываем название брокерской компании, чьи документы цитируем, потому что они большей частью типовые и аналогичные обязательства берут на себя клиенты других брокеров.

Но вывод из этого юридического отступления прост: стороны договариваются о механизме обмена сообщениями — мессенджере, что, с одной стороны, не противоречит законодательству, а с другой — в этом процессе ЭЦП не фигурирует.

СПЕЦСЛУЖБЫ НА ПРОВОДЕ

Вопрос шифрования данных по понятным причинам был раньше под контролем военных и спецслужб. Вспомним Вторую мировую войну, когда взлом английскими специалистами немецкой шифровальной машины «Энигма» оказал существенное влияние на расстановку сил в морских сражениях. В группе хакеров, которая взламывала «Энигму», работал и Алан Тьюринг, в основном известный как автор теста для проверки, является ли компьютер разумным в человеческом смысле слова. Но во время войны англичанам удавалось читать сообщения, которыми обменивались немецкие подводные лодки.

В 1991 году американский программист Филипп Циммерман опубликовал созданную им систему шифрования PGP (Pretty Good Privacy), которая позволяла шифровать e-mail и подписывать их с помощью ЭЦП. Система основана на приме-

«Электронная цифровая подпись — реквизит электронного документа, предназначенный для защиты данного электронного документа от подделки, полученный в результате криптографического преобразования информации с использованием закрытого ключа электронной цифровой подписи и позволяющий идентифицировать владельца сертификата ключа подписи, а также установить отсутствие искажения информации в электронном документе» (источник — закон об ЭЦП).

Таким образом, ЭЦП позволяет получателю документа (сообщения) быть уверенным в отправителе и в том, что документ не искажался в процессе пересылки. Это позволяет считать ЭЦП аналогом собственноручной подписи, которая применяется при заключении множества сделок, и не только на рынках ценных бумаг.

нении пары файлов — открытого (public) и закрытого (security) ключа. В интернет были выложены не только готовые программы, пригодные для использования, но и их исходные тексты. Это означало, что все желающие могли воспользоваться разработками Циммермана и создать собственные средства шифрования на основе алгоритма PGP, который оказался настолько устойчив к взлому, что власти США начали против создателя уголовное преследование. Правительство встревожило бессилие спецслужб против средств PGP, пользоваться которыми мог кто угод-

Таким образом, государства, утратившие монополию на разработку и использование средств шифрования, оказывают влияние на применение электронных средств через лицензирование компьютерных программ и фирм-производителей (криптопровайдеров). Хочешь использовать бесплатный PGP? Нет проблем. Только та электронная цифровая подпись, которая применяется в PGP, не соответствует ГОСТу.

ЭЛЕКТРОННАЯ РОССИЯ

Вернемся к первому аспекту безопасности — шифрованию обмена данными между сервером брокера и программой, установленной у трейдера. Эти средства имеют все системы интернет-трейдинга. Как они устроены — ноу-хау каждого разработчика. Среди участников фондового рынка не принято интересоваться этими вопросами, и поэтому разработчики систем, даже, возможно, используя средства с открытым кодом, не афишируют, что и как у них устроено.

Что касается второго аспекта — использования ЭЦП, то разработчики предусматривают возможность подключения к программам средств, сертифицированных ФСБ. Это уже упомянутая «Верба», а также «Крипто-Про» или Message-PRO. Использование таких средств означает, что все действия трейдера подписываются ЭЦП.

Таким образом, разработчики систем возможность применения различных вариантов обеспечили, а остальное за брокером, который либо пользуется внеш-

Задержки в торговле при использовании ЭЦП канули в Лету: современные криптоалгоритмы снижают производительность не более чем на 1%

но — и арабские, и албанские, и террористы других национальностей. Сейчас Циммерман на свободе, жив и здоров, уголовное дело закрыто.

Но алгоритмы на основе PGP до сих пор используют. В частности, Санкт-Петербургская валютная биржа в работе терминалов удаленного доступа предлагает в качестве бесплатного варианта шифрования трафика и применения цифровой подписи PGP. А вот второй вариант подключения к бирже предполагает покупку лицензированных ФСБ средств на основе отечественной разработки «Верба-OW».

ними разработками, одобренными ФСБ, либо нет.

Почему брокеры останавливаются на том или ином технологическом решении криптозащиты — вопрос индивидуальный. Основная масса предлагает своим клиентам терминал QUIK и использует встроенный в него механизм защиты технологического канала связи между рабочим местом и сервером системы. Случаи взлома брокерских счетов были. И все они связаны с хищением аутентификационных данных (логина, пароля, идентификационных файлов). Полтора года

Механизмы криптозащиты, поддерживаемые наиболее распространенными терминалами интернет-трейдинга

Терминал (разработчик)	Встроенные средства шифрования трафика	Возможно использование сертифицированных криптопровайдеров
QUIK (ARQA Technologies)	СОБСТВЕННАЯ РАЗРАБОТКА, А ТАКЖЕ ВОЗМОЖНОСТЬ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ТОКЕНОВ С ПСЕВДОСЛУЧАЙНЫМИ КОДАМИ RSA SecurID	«ВЕРБА-QW», «КРИПТО-ПРО», MESSAGE-PRO (КОМПАНИИ «СИГНАЛ-КОМ»), «ВАЛИДАТА»
TRANSAQ («Скрин маркет системз»)	СОБСТВЕННЫЙ АЛГОРИТМ, СЕРТИФИЦИРОВАННЫЙ ФСБ	—
NetInvestor («МФД-Инфоцентр»)	КРИПОСИСТЕМА МФД НА ОСНОВЕ АЛГОРИТМА RC4	«ВЕРБА-QW», «КРИПТО-ПРО», MESSAGE-PRO (КОМПАНИИ «СИГНАЛ-КОМ»)
Alfa-Direct (ГК «Альфа»)	«КРИПТО-ПРО»	—
MetaTrader (MetaQuotes Software)	АЛГОРИТМ SSL С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СЕРТИФИКАТА RSA 1024BIT	—

Источник: данные компаний

назад мы писали об этом в статье «Хакеры додумались до биржи», но следует сказать, что жертвами хакеров стали беспечные люди.

«Выбор в пользу встроенных в терминал механизмов защиты обусловлен в первую очередь ценой вопроса. Услуги внешнего криптопровайдера стоят денег. Во сколько это обходится — сказать сложно. Существуют различные схемы поставки и лицензирования. Стоимость может достигать 1000 руб. в пересчете на клиента», — говорит Константин Ивайловский, начальник отдела бизнес-анализа компании «МФД-Инфоцентр», разработчика терминала NetInvestor. Чем больше клиентская база брокера, тем больше скидок может получить брокер у разработчиков криптопровайдера. Тем не менее брокер, купивший дополнительную программу, будет вынужден перенести издержки на своего клиента вне зависимости от того, насколько часто он совершает сделки. Это некая потеря в конкурентной борьбе с другими брокерами, что инвесткомпаниям невыгодно, тем более их интересы защищены на уровне договора. Одновременно стоит отметить, что брокеры активно используют ЭЦП в «личных кабинетах» — специальных разделах на сайтах, где трейдеры могут получить брокерские отчеты и подписать их виртуально. Сложно проанализировать ситуацию в «личных кабинетах» у многих брокеров, но можно сказать, что, например, ИК БКС указывает на то, что их средства защиты произведены компанией, имеющей лицензию ФСБ.

Некоторые дочерние инвестиционные подразделения крупных банков предпочитают использовать сертифицированные средства. Материнские банковские структуры давно и плотно эксплуатируют ЭЦП и автоматически распространяют практику защиты электронного банкинга на сделки с ценными бумагами. Инвесторы, открывающие счета в таких брокерских компаниях, зачастую полу-

чают комплект электронных ключей для ЭЦП на флеш-носителях или специальных токенах — электронных носителях повышенной защиты. Это касается, например, брокерской компании «Альфа-директ» (структура Альфа-банка), которая предлагает систему интернет-трейдинга собственной разработки в связке с сертифицированной «Крипто-Про». ВТБ 24 использует лицензированную разработку компании «Сигнал-КОМ».

ВЗРОСЛЫЕ ИГРУШКИ

Флешка — наиболее бюджетное решение для инвестора. На нее можно разместить не только сами ключи ЭЦП, но и программу торгового терминала. Вынимая такой носитель из компьютера, игрок исключает возможность не только получения доступа к ключам, но и к самому терминалу. Правда, в случае утраты или хищения флешки риск потерять средства увеличивается. «Это равноценно утере ключей

ной системы невозможно. Доступ к токenu закрыт ПИН-кодом, который знает только сам инвестор. Наиболее продвинутые токены имеют встроенный дисплей, на котором периодически меняется цифровая комбинация от встроенного генератора псевдослучайных чисел. Он синхронизирован с таким же генератором на сервере брокера. Комбинация ПИН-кода, который трейдер держит в голове, и числа на экране токена и есть пароль к терминалу. Токены стоят дополнительных денег (от 500 до 2500 руб.) и оплачиваются трейдером отдельно или вычитаются из брокерской комиссии.

Токены поддерживаются не всеми брокерами. Некоторые инвесторы рассматривают их как элемент престижа. «Есть клиенты, у которых на счету всего десяток тысяч рублей, но для интернет-трейдинга они покупают самый современный ноутбук и приобретают токены RSA SecurID с цифровым дисплеем, которые работают

Криптография была раньше под контролем военных и спецслужб, которые сейчас потеряли монополию на производство и использование средств шифрования

от автомобиля вместе с машиной. В случае хищения злоумышленник получит доступ сразу и к ключам, и к терминалу, а саму пропажу инвестор может обнаружить далеко не сразу», — говорит один из собеседников D'. Однако если пароль доступа к ключам злоумышленнику неизвестен, то дело, скорее всего, закончится ничем: взломать такие файлы, прямо скажем, непросто. Поэтому пароль держать лучше всего в голове, которая всегда рядом и залезть в которую через компьютерные сети невозможно.

Токен — это более продвинутое и безопасное техническое средство. Внешне он похож на флеш-носитель, но компьютер не воспринимает его как обычный накопитель. Считать ключи ЭЦП и скопировать их куда-либо средствами операцион-

с QUIK», — уверяет Дмитрий Анциферов, руководитель отдела эксплуатации торговых систем компании «Финам». Большинство же инвесторов не видят в токенах необходимости или не готовы платить за «дорогостоящую игрушку».

ТОРМОЗА НА ВИРАЖАХ

Активные спекулянты с агрессивной стратегией считают, что рыночные риски опаснее технических. Поэтому в техническом аспекте для них важнее скорость соединения, надежность канала и малые задержки при выставлении заявок. «Защита биржевого терминала внешними средствами криптозащиты замедляет выставление заявок. Это критично для активных спекулянтов, ловящих малейшие отклонения котировок», — говорит Сер-

ПРОСТЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Интернет-специалист, айтишник, знаток криптозащиты и зубр интернет-трейдинга сам в курсе того, что и как работает в интернете. Но если не хочется учиться на своих ошибках, то следует ознакомиться со следующими простыми правилами и очень серьезно к ним отнестись.

1 Не стоит хранить ключи и сертификаты ЭЦП вместе с программой биржевого терминала. Возможно, это кажется очень удобным, но это удобно не только для вас, но и для злоумышленников.

2 Следует понять, какое средство криптозащиты предлагается брокером. Для этого надо заглянуть в регламент на брокерское обслуживание, опубликованный на сайте компании, а также посмотреть в настройки торгового терминала.

3 Не оставляйте открытым и подключенным к брокеру терминал на время своего отсутствия, а если вы используете веб-доступ, не забудьте нажать кнопку «Выход». Возможно, для кого-то сделка от чужого имени — безобидная шутка, но для вас они могут обернуться потерями.

4 Повысьте общую безопасность компьютера. Установите и регулярно обновляйте антивирусную программу и соблюдайте осторожность при загрузке непроверенных файлов из интернета. Подхватить программу-шпиона не так сложно, как кажется. Защита терминалов — вещь надежная, но от похищения зловредными вирусами ключей ЭЦП (особенно если они находятся не на токене, а на обычном флеш-носителе) лучше себя обезопасить.

5 Если вы используете для трейдинга домашний компьютер, сообщите брокеру его IP — уникальный адрес компьютера в интернете. Если ваш интернет-провайдер выделяет адреса динамически, поинтересуйтесь, возможно ли выделение статического IP.

6 Не используйте для трейдинга компьютер, к которому может иметь доступ кто-то, кроме вас. Даже в офисе. Системные администраторы офисной сети часто имеют программы, с помощью которых они могут наблюдать за вами и даже перехватывать управление компьютером. Делают они это не из природной вредности, а ради удобства обслуживания и помощи неопытным пользователям. Вы уверены, что

все они честные ребята? К тому же зачем вашему шефу или подчиненному знать, что вы на работе занимаетесь не только работой?

7 Выход в Сеть через незащищенные беспроводные соединения Wi-Fi и WiMAX тоже источник угроз. Соединения с общественного компьютера из интернет-кафе или гостиниц несет не меньше опасностей. В случае если вам все-таки пришлось подключиться к системе трейдинга с общественного компьютера, не забудьте удалить временные файлы (если вы используете интернет-дostęp, то это файлы интернет-кэша, «куки», пароли, подсказки при заполнении форм и история посещаемых сайтов). Если вы не знаете, как это делается, то, очевидно, вы еще не готовы торговать с общественного компьютера.

8 Если вас просят по электронной почте (или другими способами) выслать файлы сертификатов, не стоит этого делать. Подделать адрес отправителя может даже продвинутый школьник, не говоря о хакерах. Лучше позвоните своему брокеру и узнайте, было ли направлено вам такое письмо. Причем, как вы, наверное, догадались, не следует звонить по телефону, указанному в e-mail. Лучше возьмите договор с реквизитами брокера и позвоните по номеру, указанному там. Если выяснится, что никаких требований вам не направляли, то можете себя поздравить. Вы стали объектом атаки «фишеров» — разновидности хакеров, которые хитростью выуживают из человека секретную информацию.

9 Если вы используете пароли, то делайте их максимально сложными и не записывайте на стикер, который намереваетесь наклеить на монитор. Непроизносимая смесь из 10–12 букв верхнего и нижнего регистров, спецсимволов и цифр — идеальное решение. Периодическая смена пароля дополнительно повысит защиту. К сожалению, идеальные пароли сложно запоминать. Умеренное использование ассоциаций может упростить запоминание алфавитно-цифровых комбинаций и не снизит уровень защиты.

Впрочем, любые рекомендации предназначены для того, чтобы их нарушали умные люди, а идеальная защита работает только в идеальной среде.

гей Давыдкин, руководитель управления анализа и развития ИК «Церих капитал менеджмент». — Кроме того, необходимость подключения внешнего криптопровайдера усложняет разработку биржевых роботов, и особенно роботов-скальперов, для которых скорость реакции наиважнейший из параметров». Мы в редакции также слышали подобные утверждения, которые широко распространены среди трейдеров.

«Современные криптоалгоритмы снижают производительность биржевого терминала не более чем на 1%», — не согласен Андрей Магуров. Его поддерживает Константин Ивайловский: «Основное замедление при выставлении заявок происходит в момент, когда криптопровайдер обращается за ЭЦП на внешний носитель. Особенно сильно это было заметно на старых алгоритмах и при хранении ключей на обычной дискете. Сейчас и алгоритмы уже не те, и дискет никто давно не использует». Владимир Курляндчик, директор по развитию компании ARQA Technologies, разработчика QUIK, говорит о том, что задержки при использовании внешних средств ЭЦП канули в Лету: «Наши программисты проводили замеры. Криптопровайдер дает дополнительную задержку при выставлении заявки не более 1–5 миллисекунд».

Впрочем, для скальпера и задержки при обращении к флешке или токenu существенны. Поэтому активные игроки переписывают ключи ЭЦП непосредственно на жесткий диск и хранят ключ вместе с программой торгового терминала. Но это все равно, что оставить автомобиль с ключами в замке зажигания. Поэтому автомобиль (компьютер) необходимо защищать.

Однако скальперов и роботизированных торговцев на бирже меньшинство. Обычным же инвесторам все-таки стоит поинтересоваться криптозащитой своего торгового терминала либо вообще отказаться от его использования, если стратегия предполагает «купить и держать» длительное время.

В нынешних условиях дальнейшее развитие рынка интернет-трейдинга в аспекте безопасности видится по аналогии с банками, использующими ЭЦП. Пока же рынок брокерских услуг живет во многом на доверии к брокеру и базируется на репутации компании. Что тоже имеет право на существование. **Д'**

НЕ ГРУСТИ, ТРЕЙДЕР, СКАЛЬПЕРОМ БУДЕШЬ

НОВОЕ ПОКОЛЕНИЕ ТРЕЙДЕРОВ ВЫБИРАЕТ АУДИОСТИМУЛЯТОРЫ, ОНИ ГОВОРЯТ НЕТ КАЛЬЯНУ И ВИСКАРЮ

На форуме сайта stockportal.ru состоялось обсуждение на тему борьбы со стрессами и использования стимуляторов или, наоборот, седативных средств. В частности, участник с ником Щикарно спрашивал об эффективности «бинауральных ритмов» и влиянии звуковых волн на мозг при использовании платной музыки с сайтов drugsounds.ru или bwgen.com. Положительных отзывов о нетрадиционных методах воздействия на мозг в ходе обсуждения не обнаружено. Некоторые участники разве что высказались о том, кому какая музыка нравится.

В связи с отсутствием волшебных средств для успешной биржевой торговли приходится предпринимать некоторые усилия и использовать компьютерные программы.

СТОП-ЛОСС И ТЕЙК-ПРОФИТ

Разработчики программного обеспечения для трейдинга придумали несколько простых фишек, чтоб сэкономить время и нервы не слишком активным игрокам, которые не могут следить за котировками 24 часа в сутки. Стандартный набор — это тейк-профит и стоп-лосс.

Профессиональные управляющие часто говорят, что величина просадки (убытков) по портфелю не должна превышать 10%. Если просадка на практике оказывается большей, то, возможно, стратегия устарела и следует отказаться от ее использования. В противном случае инвесторы сами сменяют управляющего. Как следствие, в классической теории управления просадка по инструменту не должна превышать 2%. Чтоб четко соблюсти контроль над рисками, а не надеяться на волю случая, следует выставить стоп-лосс. Например, у нас в портфеле акции «Газпрома», купленные по цене 200 руб. Чтобы ограничить убыток 2%, выставляем стоп-заявку на продажу, если цена опустится ниже 194 руб. (цена активации).

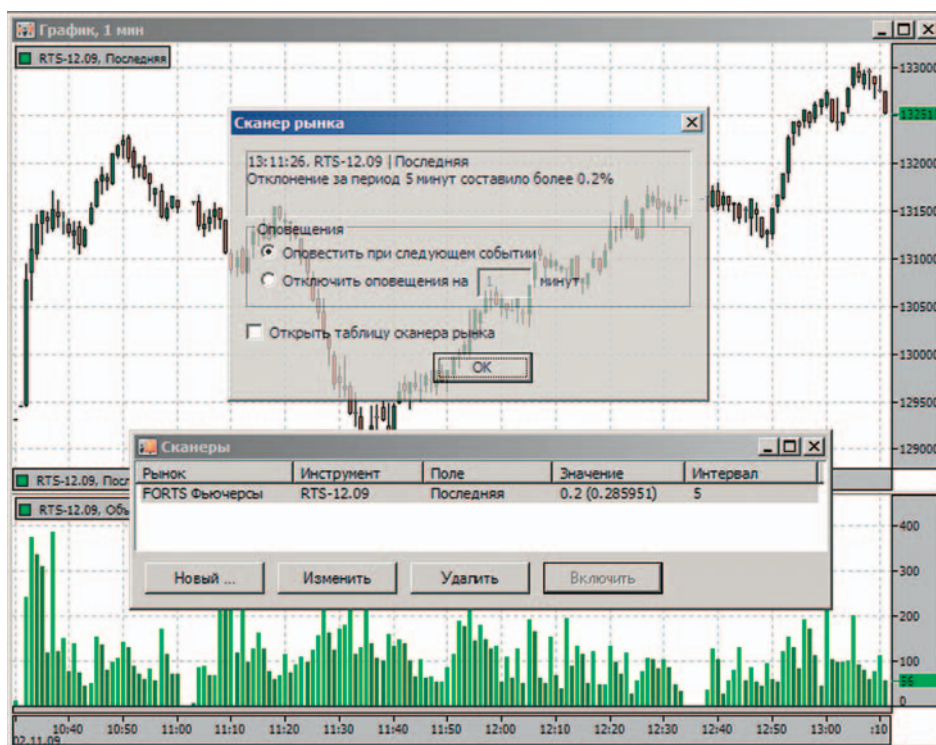
Теперь нужно определить срок, который заявка будет находиться в системе. Торговый терминал QUIK позволяет выставить конкретную дату, до которой заявка будет актуальна. Также можно выставить «до отмены», то есть заявка будет в системе до тех пор, пока мы сами ее не снимем. По умолчанию она будет действовать до конца торговой сессии.

Другой важный момент — цена исполнения, по которой будет выставлена заявка. При сильных движениях, как правило, цену исполнения следует указывать чуть ниже цены активации. Делать это следует для того, чтобы быть уверенным, что сделка произойдет. Иначе может оказаться, что «стоп» сработал, заявка на продажу выставилась, но так и осталась стоять в «стакане», так как цена очень быстро упала.

В QUIK можно выставить стоп-заявку по одному инструменту, указав в качестве

цены активации другой. Например, выставить стоп-лосс по фьючерсу на индекс ММВБ, привязав его исполнение к значению самого индекса.

Помимо того, что следует ограничивать убытки, необходимо еще и фиксировать прибыль. Сейчас в программах для торговли популярны тейк-профиты, которые умеют ловить локальные максимумы и минимумы, ведь движения цены на рынке имеют волновой характер. Например, мы купили «Газпром» по 200 руб. и рассчитываем продать дороже 220. После этого в QUIK следует выставить цену тейк-профита 220 руб., а «отступ от максимума» указать, например, в 2,5%. Если цена поднимется до 220, то программа начнет следить за изменениями стоимости и выявит локальный максимум (пик), который может оказаться, например, 230 руб. Если после достижения пика цена упадет больше чем на 2,5%, то программа продаст акцию.



НОВОСТИ

НОВАЯ ВЕРСИЯ QUIK

Разработчиками системы интернет-трейдинга QUIK выпущена новая версия программы 5.15. В ней реализована возможность получения информации о сделках и заявках с помощью библиотеки динамического импорта транзакций Trans2QUIK.dll. Эта функция предназначена для разработчиков торговых роботов. Также в новой версии исправлены недоработки предыдущих версий (баги).

Кроме этого разработчики QUIK предлагают получить доступ к учебным торгам на Украинской бирже (ux.com.ua) через систему QUIK-Junior. На бирже обращается 130 ценных бумаг, лидером по оборотам являются акции Алчевского металлургического комбината. На торгах 3 ноября зарегистрировано 749 сделок, общий объем составил \$2,2 млн. Одним из акционеров Украинской биржи, которая находится в Киеве, является РТС.

ТОРГИ ЧЕРЕЗ IPHONE

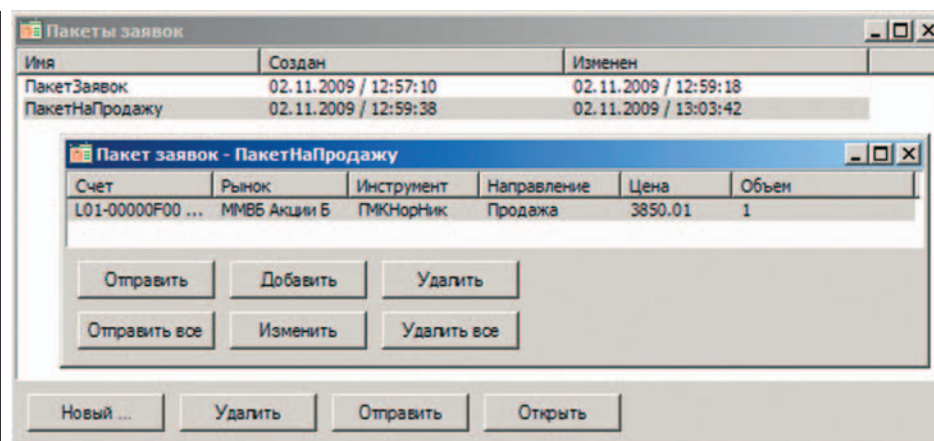
Компания InteractiveBrokers одной из первых выпустила полномасштабный торговый терминал под iPhone, который позволяет торговать на Forex и фондовом рынке. Для любителей оценивать свою торговлю относительно динамики рынка предусмотрена функция Unrealized P&L in Portfolio — недополученная прибыль.

Также в программе есть сканер рынков, который по некоторым параметрам позволяет выбрать нужный инструмент. Есть сервис уведомления о сделках — если вы не подключены к торгам, то будете получать письмо по e-mail.

Ознакомиться с работой системы можно бесплатно, но биржевые котировки будут поступать задержкой 15–20 минут относительно реальных данных. Система для трейдинга требует наличия прошивки iPhone (2G/3G) не ниже 2.2.1. Скачать программу можно через AppStore.

ВАРИАНТ «ОБЕДЕННЫЙ ПЕРЕРЫВ»

Это комбинация из стоп-лосса и тейк-профита, которая предназначена для открытия, закрытия позиции и подстраховки стоп-лоссом. Смысл этого действия в том, чтобы использовать преимущества



слежения за минимумом и максимумом для открытия и закрытия позиции по лучшим условиям, при этом ограничить возможные убытки.

Разберем это на примере акций «Газпрома», которые снижаются в цене. Сначала мы их купим с помощью тейк-профита, после чего одновременно выставим второй тейк-профит, чтобы зафиксировать прибыль, и стоп-лосс для ограничения убытка. QUIK позволяет запрограммировать цепочку таких действий, не дожидаясь исполнения первой сделки. То есть второй тейк-профит и стоп-лосс будут автоматически выставлены только после того, как мы купим акции.

Пусть цена «Газпрома» составляет 200 руб. и продолжает снижаться. Мы готовы его купить, если наметится локальный минимум, от которого цена вырастет больше чем на 2%. Для этого сначала выставим тейк-профит, механизм которого описан выше. Далее следует кликнуть по нему правой кнопкой мышки и, выбрав пункт меню «Выставить заявку по исполнению», установить стоп-лосс и тейк-профит, которые активизируются только после того, как акции будут куплены.

После всех этих действий можно смело отлучиться по другим делам, предоставив возможность торговать запрограммированному алгоритму.

СДЕЛАЙ САМ

Для тех, кто хочет анализировать большое количество акций, в программе NetInvestor Professional разработан модуль «Сканер рынка». На практике трейдеру сложно успевать следить больше чем за четырьмя инструментами одновременно. А этот модуль как раз контро-

лирует цену, объем, доходность по облигациям и предупреждает трейдера при изменении выбранного параметра на определенный процент за единицу времени. Например, можно поручить «Сканеру» следить за акцией и выдать звуковой сигнал, если ее цена вырастет на 1% за пять минут.

Пользователь программы может настраивать условия-триггеры так, чтобы своевременно успевать реагировать на движение рынка. «Сканер рынка» будет полезен инвесторам, торгующим по тренду. Они могут запрограммировать пробития важных уровней и успеть войти в рынок в самом начале сильных движений. При этом снижается эмоциональная нагрузка и отпадает необходимость постоянно смотреть на графики котировок.

Кроме этого для трейдеров, торгующих большим количеством ценных бумаг, в программе NetInvestor Professional предусмотрена функция «Пакет заявок», которая позволяет мгновенно выставить большое количество заявок по разным инструментам. Трейдер до начала торговой сессии может проанализировать динамику цен предыдущего торгового дня и заранее создать в программе несколько групп заявок — сценариев. В зависимости от ситуации после открытия торгов трейдер может использовать один из заранее подготовленных пакетов заявок и отправить его на биржу. Помимо этого он может составить любое количество пакетов так, что каждый из них будет включать определенное количество заявок на покупку или продажу набора акций. D'

Рубрику ведут **КОНСТАНТИН ИЛЮЩЕНКО,**
КИРИЛЛ БУШУЕВ



ИНГА КОРОСТЫЛЕВА

ЦВЕТУЩИЙ БИЗНЕС

ИННОВАЦИОННЫЙ ПОДХОД К ДЕЛУ СРАЗУ ВЫДЕЛЯЕТ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЯ ИЗ ТОПЛЫ КОЛЛЕГ. ФАНТАЗИЯ И ГОТОВНОСТЬ ИЗУЧАТЬ И ВНЕДРЯТЬ ЧТО-ТО ПРИНЦИПИАЛЬНО НОВОЕ ОСОБЕННО ПОЛЕЗНЫ НА ВЫСОКОКОНКУРЕНТНЫХ РЫНКАХ

Самый универсальный подарок на свете — цветы. Но ларьки и магазины, ими торгующие, вынуждены работать в условиях жесточайшей конкуренции и ярко выраженной сезонности. Продажа цветов в горшках немного более стабильный бизнес: мало ли любителей домашней флоры? Но магазинов, заставленных стройными рядами корзинок, горшочков, стаканчиков с зелеными лепестками, в любом круп-

ном городе предостаточно. Чтобы успешно вести бизнес на самом активном и «густонаселенном» рынке, придется поискать свободную нишу.

ВЕРТИКАЛЬНЫЕ САДЫ

Есть мнение, что живые цветы положительно влияют на энергетику в доме. Так это или нет — судить не беремся, но одно можно сказать совершенно точно: растения очень освежают интерьер. Только вот

возни с ними много: пересаживать, удобрять, подрезать, вовремя поливать — это мало кому нравится. Не нравилось и Ирине Кирюхиной, большой любительнице живых растений в доме. «Я устала от беспорядка, связанного с пересаживанием цветов, кроме того, уход за растениями требовал довольно много времени, — вспоминает она. — Стала искать выход, понимая, что, скорее всего, кто-то его уже нашел до меня. Действительно, оказалось, что давно существуют технологии, позволяющие избежать всей этой утомительной возни, причем используются они в странах с самым разным климатом». Специальные конструкции, снабженные поливочным устройством, позволяют любоваться на прекрасные, всегда здоровые и свежие растения и не прилагать особых усилий для поддержания их в отличной форме.

Ознакомившись с французскими технологиями в области домашнего растениеводства, Ирина решила заказать конструкцию под «домашнюю клумбу» для себя. Однако поставщики заявили, что продать ее могут только вместе с растениями. Но чтобы провезти их через российскую таможню, нужно собрать множество разрешений. Тогда Ирина и решила, что самое время начать разрабатывать подобные технологии в России. «Обратилась к консультантам из Института физиологии растений и Института лекарственных растений, собрала команду специалистов, вместе с которыми мы разработали уникальную конструкцию, — рассказывает Ирина. — После столь серьезной работы жалко было останавливаться на стадии личного увлечения». Так чуть больше года назад появилась компания RaStenia, занимающаяся разработкой и продажей фитостен, которые можно устанавливать в любом помещении, вешать на стену или размещать на балконе.

Первый офис Ирина открыла в Санкт-Петербурге: «В разгар кризиса помещения сдавали по очень выгодным ценам, особенно те, что находятся не в центре города. У нас именно такое. Офис носит проектные и представительские функции — есть рабочее пространство и шоу-рум». Второе представительство появилось в Москве в середине сентября нынешнего года — офис разместился за МКАД. «Удаленность от центра накладывает на нашу работу определенный отпечаток, — замечает Ирина. — График максимально гибкий, без фиксирован-

АЛЕКСЕЙ ГОНЧАРЕНКО
директор компании
«Минале Таттерсфилд Россия»

ных выходных, по запросу мы выезжаем к клиентам в удобное для них время».

Подбор персонала оказался едва ли не самым сложным этапом. Выяснилось, что профессии фитоинженера в России просто нет. Кроме того, компании требовались люди по-настоящему увлеченные, готовые работать много и поначалу за небольшие оклады. «Я убеждена, — добавляет Ирина, — что только люди, любящие свою профессию, тонко чувствующие растения, способны принести нашей фирме успех». Разработка технологии и открытие фирмы обошлись Ирине примерно в 2 млн руб.

Российских аналогов продукции RaStenia пока нет, но на рынок уже вышли две западные фирмы: шведская и французская. «У многих могут возникнуть вопросы по емкости рынка, — говорит Ирина. — Но для себя я давно нашла ответ. Во Франции компаний, работающих в аналогичных областях, очень много. Самая крупная, фирма Патрика Блана, продает около 800 кв. м «стен» в месяц. Согласитесь, у нас есть простор для развития».

ЗАХВАТ РЫНКА

Поскольку фитостены — товар для России новый, он нуждается в популяризации и продвижении. У компании Ирины Кирюхиной сначала появился сайт — он задумывался как большой информационный портал со статьями не только о самой компании и ее продукции, но о растениях вообще. Сайт на аутсорсинге сделал канадский программист, работу которого Ирина контролировала в режиме онлайн. Проект обошелся всего в \$2 тыс. — как ми-

Бизнес Ирины организован достаточно спонтанно. К плюсам такого подхода можно отнести ее искреннюю заинтересованность, подкупает и последовательность в изучении передового иностранного опыта. Подход к анализу местного рынка и стратегическому планированию был менее взвешенным, поэтому многое еще предстоит сделать. Возможно, больше усилий на начальном этапе следовало сосредоточить на бизнес-аудитории: многие крупные фирмы, особенно представительства иностранных компаний, ответственно относятся к оформлению офисов.

Не совсем корректно сравнивать рынки России и Франции, особенно в такой специфической сфере бизнеса. Правильный посыл — оценить емкость рынка — приводит Ирину к спорным выводам: «Если успешно во Франции, значит, будет успешно и у нас». Но Франция — страна с другими традициями, иным климатом, культурой растениеводства. Кроме того, фитостены довольно дорогое удовольствие, а это ограничивает круг потенциальных потребителей.

Для того чтобы система франчайзинга успешно работала, необходимо предложить потенциальным франчайзи полноценную систему, сочетающую технологические ноу-хау и грамотно построенный бренд. Первый компонент проработан на хорошем уровне, а вот над вторым стоит еще подумать.



Ирина Кирюхина: «Когда фирма только начинает работать, ей важно не захлебнуться в потоке клиентов: в «режиме перегрузок» трудно соблюдать сроки и следить за качеством, что особенно важно в начале, когда формируется репутация»

нимум в два раза дешевле, чем требовали за ту же работу российские специалисты.

Основным каналом продвижения для бренда RaStenia является интернет: контекстная реклама и топ-списки поисковиков. «Кроме того, нужно участвовать в интересных публичных проектах — сейчас таких много, нельзя упускать предоставляемые ими возможности. В рамках проекта одного финансового еженедельника нас бесплатно консультируют специали-

сты «Яндекса» по продвижению товаров и услуг в социальных сетях».

Продвигая новый продукт, нужно максимально точно сформулировать суть предложения. Нет смысла платить за топ-«Яндекс» по словосочетанию «озеленение интерьера» — слишком велика конкуренция и широк набор услуг. А вот на слово «фитостены» инвестиций не жалко — это совершенно определенный товар, и ищет его те, кто понимает, о чем идет речь. В пла-

нах компании развитие каналов продаж через специализированные магазины и салоны, сотрудничество с различными изданиями, налаживание контактов с дизайнерами по интерьерам. Рекламным целям будет служить также корпоративный транспорт с символикой компании. Самостоятельную ценность для фирмы и дополнительную маркетинговую нагрузку несут подарочные сертификаты RaStenia: вместо букета или цветка в горшке можно преподнести в подарок небольшую фитостену, которая будет жить в офисе или квартире много лет.

Молодой фирме важно не захлебнуться в потоке заказов, поэтому в вопросах рекламы и маркетинга следует проявить известную сдержанность. В «режиме перегрузок» чрезвычайно трудно соблюдать сроки и следить за качеством, что



особенно важно в начале, когда формируется репутация. Дозируя маркетинговые усилия, предприниматель не только экономит деньги, но и позволяет бизнесу развиваться постепенно.

Уже сейчас заказов у компании достаточно, через полгода полученная за все время прибыль от бизнеса окупит вложенные Ириной инвестиции и начнет приносить стабильный доход. Работа с клиентами осуществляется по 50-процентной предоплате, у компании пока не хватает собственных денег для реализации проекта полностью на оборотные средства: фитостены — довольно дорогой элемент декора (от 35 тыс. руб. за 1 кв. м). RaStenia существует на личные средства Ирины, пока она не брала кредиты и в будущем рассчитывает не прибегать к этой обременительной возможности. Сейчас Ирина занята разработкой системы франчайзинга, которая позволит компании выйти на рынки российских городов-миллионников, а также за рубеж без привлечения заемных средств. **Д**



АЛЕКСАНДР ПОТАПОВ

ЗАНЯТЬ СВОЮ НИШУ

Рынок загородной недвижимости напоминает поле брани: одни компании лежат без сознания или уже «убиты» — ушли с рынка, другие «перевязывают раны», оптимизируя штаты и пересматривая планы развития. При этом находятся смельчаки, готовые создать собственную «армию» и начать наступление

Евгений Иванов и Ваграм Арутюнян, проработавшие последние девять лет в агентстве недвижимости «Усадьба», создали осенью нынешнего года собственную компанию по продаже элитной недвижимости «Загородъ». Время для выхода на рынок они выбрали на первый взгляд не самое удобное: продажи жилья практически встали, а элитный сегмент загородного рынка оказался в наиболее уязвимом положении. По словам экспертов, спрос упал до минимума, а среднее падение стоимости объектов по «элитке» составило 30–40%.

И все же партнеры решили сделать ставку именно на элитное загородное жилье, причем сосредоточившись на продаже и аренде домов на самом дорогом и известном направлении — Рублево-Успенском. «Решение о создании собственной компании мы приняли в мае 2009 года, а осенью уже запустили сайт и на-

чали работать. Несмотря на слабую конъюнктуру, решили заниматься тем, что знаем лучше всего, — объясняет выбор специализации агентства Евгений Иванов. — Можно было бы отдохнуть, подождать, пока не станет окончательно ясно, в какую сторону пойдет спрос, но мы решили стартовать сейчас. Рынок может не простить нам паузы: есть риск потерять лояльных клиентов и утратить те связи, которые нарабатывались годами».

ЭКОНОМИЯ СО СТАРТА

Владельцы «Загорода» далеко не единственные экс-топ-менеджеры, решившие превратиться из пусть высокооплачиваемого, но наемного персонала в собственников. Кризис подтолкнул многих к «свободному плаванию», и если для одних собственный бизнес стал результатом самостоятельного решения, то для других — вынужденной необходимостью. «Одни уходят сами, понимая, что вряд ли

в условиях, когда компания фактически сворачивает деятельность на загородном рынке, у них будет возможность проявить себя. Другие — с подачи владельцев: последние недовольны эффективностью работы менеджеров, и если до кризиса они еще могли смириться с управленческими ошибками, то сегодня вопросы решаются быстро», — рассказывает один из участников рынка. В этом случае собственный бизнес позволяет менеджерам доказать свою состоятельность.

«С началом кризиса многие компании внесли существенные коррективы в программы развития бизнеса. Одни сократили персонал, другие отказались от целых направлений, третьи вовсе приостановили инвестиции в новые проекты. Перед топ-менеджерами многих крупных компаний осенью прошлого года фактически осталась одна-единственная задача — заниматься оптимизацией расходов. Неудивительно, что управляющие менеджеры решаются на открытие собственного бизнеса. И дело не столько в деньгах, сколько в желании развиваться профессионально, строить свою компанию без оглядки на акционера. При этом сам кризис не всегда является причиной ухода в «свободное плавание». Однако он, несомненно, облегчает старт. На рынке труда много профессиональных кадров, большое предложение офисов по доступным ценам и т. д.», — объясняет Нина Кузнецова, учредитель компании Urban Realty (в недавнем прошлом гендиректор АН МИАН. — Прим. D').

Инвестиции в бизнес действительно уменьшились, соглашается Евгений Иванов. «Как для любой клиентоориентированной компании главный наш капитал — эксперты, имеющие нарабатанные годами базы данных и лояльных клиентов. При этом мы говорим не о сообществе брокеров, работающих каждый на себя под единой вывеской, а именно о команде, действующей по единым стандартам. Мы хотим, чтобы клиенты шли не к конкретному Васе или Пете, который хорошо продает дома на Рублево-Успенском шоссе, а в компанию, зарекомендовавшую себя на рынке, куда можно обратиться с любым вопросом, связанным с элитным жильем на данном направлении. В условиях кризисного рынка востребованы не просто риэлтеры, а эксперты-консультанты», — объясняет он. Неудивительно, что обеспечить качество

работы с клиентами Евгений и Ваграм пригласили хорошо знакомых им коллег по «Усадьбе». При этом, несмотря на высокую квалификацию последних, расходы на персонал невелики. «Брокер должен быть заряжен на результат, то есть работать за комиссию, а не оклад. Даже до кризиса я видел негативные примеры работы агентов за оклад — это снижает

стимул, и люди работали спустя рукава, зная, что все равно получают зарплату. Поэтому наши оклады скорее символические, а основной доход сотрудники получают за результат», — объясняет Евгений. Размер вознаграждения он не раскрывает, но, как показывает опрос участников рынка, сегодня агенты получают от 20 до 50% комиссии от сделки (сама комиссия составляет 3–5% суммы сделки).



Евгений Иванов: «Рынок может не простить нам паузы, есть риск потерять лояльных клиентов и утратить те связи, которые нарабатывались годами»

Функционал каждого из работающих в компании «Загород» расширился. «Некоторые операции, которые в крупных фирмах выполняют специально нанятые сотрудники, мы делаем сами. К примеру, если в таких компаниях в рекламном отделе всегда держат в штате пять-шесть человек, то мы обходимся фактически одним, да и то фрилансером. Расходы удастся минимизировать и за счет отказа от неэффективной имиджевой рекламы в СМИ, участия в выставках и различных спонсорских мероприятиях. Мы сделали ставку на сайт и его продвижение, а также наружную рекламу на Рублевском шоссе, которая сильно подешевела», — говорит Евгений. Режим экономии позволил партнерам ограничиться весьма скромными инвестициями — \$120 тыс. на первые полгода работы.

Спрос есть. Несмотря на сложную ситуацию на рынке элитной загородной недвижимости, покупатели есть, сделки проходят. «В какой-то момент некоторые объекты просели в цене до 40–50%, и за счет таких предложений элитная «загородка» оживает. Это уже не единичные сделки», — отмечает Евгений. Многие потенциальные покупатели понимают, что сейчас удобное время для покупок. Росту спроса способствует и ряд других факторов. «Во-первых, мно-

гие владельцы долларовых состояний, наблюдая за падением американской валюты, спешно решают, куда бы ее вложить. Среди покупателей есть и те, кто хочет улучшить свои жилищные условия. Речь не идет о продаже старого дома и покупке нового. Нет. Такие покупатели сегодня могут себе позволить приобрести дом в более престижном поселке или большей

площади (чего не могли сделать до кризиса) без продажи уже имеющегося жилья. Цена снизилась, и если раньше средств не хватало, то теперь они могут реализовать давние планы», — объясняет Евгений Иванов. Другие участники рынка также отмечают, что дела идут все лучше. «Рынок недвижимости постепенно оживает, становится более прогнозируемым — по спросу, поведению владельцев недвижимости, по стабилизации цен. Пока не до конца ясно, станет ли эта тенденция маркером долгожданной стабилизации и выхода из кризиса или же рынок еще ожидают потрясения. Хочется надеяться, что первое. Но все больше покупателей (с бюджетом 3–5 млн руб.) опасаются держать наличные накопления в любой валюте и стремятся приобрести недвижимость, в

которой стабилизации и возвращении полноценного спроса на загородный рынок элитный сегмент будет последним, куда вернутся покупатели.

БУДУЩЕЕ ПОД ВОПРОСОМ

Кризис уравнивал старых и новых игроков. Уже работавшие ранее компании испытывают финансовые проблемы из-за больших издержек, связанных с поддержанием штата, раздутого в предыдущие годы. Новые фирмы готовы отобрать часть рынка у «стариков». В нынешних условиях менялись и приоритеты потребителей: для них важнее не размер и возраст риэлтерской компании, а качество и стоимость предоставляемых услуг.

Однако «Загороду» будет сложно бороться за клиента, уверены конкуренты. «Рынок, на котором они работают, слишком узок: мало того что это элитный сегмент, так еще и лишь отдельное направление — Рублевка. Больше шансов на успех у тех, кто диверсифицирует бизнес, нацелен на разные сегменты и потребителей. Загородное же жилье у всех компаний не слишком хорошо продается — точнее сказать, вообще не продается», — делится секретами один из риэлтеров.

Хотя нельзя исключить, что завтра ситуация изменится. Сегодня городская элитная недвижимость — спасательный круг для многих агентов, а год назад все было наоборот: основной оборот давал как раз «загород». По мнению Нины Куз-

При возвращении полноценного спроса на загородный рынок элитный сегмент будет последним, куда вернутся покупатели

нецовой, в борьбе за клиента выиграют компании, предлагающие комплексные услуги, агентства же с монопродуктом наиболее уязвимы: «Это самая рискованная стратегия из всех. Однако и она может быть оправданна, если бизнес делают профессионалы, обладающие сложившимися отношениями с девелоперами и клиентами». В нишевости есть и свои преимущества. Возможно, клиенты будут воспринимать узкий профиль агентства как плюс: «они знают каждый дом, имеют опыт работы именно в данном сегменте». Однако, чтобы добиться такого отношения и узнаваемости, потребуются значительные затраты на продвижение бренда. ■

СПРОС ЕСТЬ

Основной интерес такие покупатели сейчас проявляют к наиболее ликвидным объектам — однокомнатным квартирам в Москве или области», — говорит Нина Кузнецова. Но на загородном направлении, по словам участников рынка, все намного хуже. Безусловно, есть желающие приобрести земельные участки или коттеджи по разумным ценам, но это в основном происходит в эконом- и бизнес-сегментах. На рынке элитной загородной недвижимости идут разовые сделки. При наступле-



ЧИТАТЕЛЬ – ДВИГАТЕЛЬ ПРОГРЕССА

D' ОБЪЯВЛЯЕТ ПЕРМАНЕНТНЫЙ КОНКУРС НА ЛУЧШЕЕ ПИСЬМО В РЕДАКЦИЮ И ОТКРЫВАЕТ РУБРИКУ «ПИСЬМА ЧИТАТЕЛЕЙ»

Человек по своей природе таков, что любит ничего не делать и при этом нежиться в лучах славы. Мы готовы признать, что и нам присущи такие слабости, как лень и тщеславие. Именно поэтому в D' появится рубрика «Письма читателей». Разумеется, публиковаться тут будут только хвалебные отзывы, а если мы и будем для соблюдения равновесия вставлять критические письма, то лишь те, которые написали сами. (Как подсказывает главный редактор, надо пояснить: это шутка.)

Если же говорить серьезно, то мнения читателей для нас очень важны. Сегодня нам пишут в основном, чтобы посоветоваться или пожаловаться. На такие письма мы отвечаем по мере сил и знаний, но нам бы хотелось получать и сообщения другого характера: о статьях, которые мы пишем, и о темах, которые в них поднимаем. Так же важно мнение по различным вопросам — например, летали ли американцы на Луну или нет. За интересные письма на d@expert.ru или отзывы на сайте (скоро D' переедет на finspace.ru) мы будем дарить подарки. А пока публикуем подборку комментариев к нашим материалам.

К интервью с системным трейдером Александром Кургузиным «Mehanizator»

KENT, ЕКАТЕРИНБУРГ: «Открою одну тайну для непосвященных: Механизатор и остальные всегда торгуют по интуиции, на эмоциях, без “стопов”, а уже потом, чтобы входы и выходы смотрелись респектабельно, задним числом выдумывают механическую торговую систему (МТС), по которой эти сделки якобы были совершены».

MIKECURIOUS: «Могу сказать, что я сам по себе как трейдер (без робота) убыточен, причем достаточно заметно. Проверялось неоднократно — прихожу вечером домой, запускаю компьютер в начале “вечерки”, вижу, что робот упал. У меня стоит простая задача — закрыть позу, которую робот сам не закрыл. Казалось бы, чего про-

ще — бей по рынку и все... Нет, если цена пошла в “хорошую” сторону, то я с радостью тут же прикрываю. А вот если убыток... Я начинаю ловить откаты, считать точно этот самый убыток или еще как-либо тянуть время. Потом, конечно, сам себя ругаю, но факт остается фактом. Человек слаб... я, во всяком случае. Поэтому мне изначально подходит только четкая МТС без всяких там интуиций. На торговле акциями полтора года назад, помню, был период, когда я сам отключил робота, когда были убытки, по причине того, что (как я сам себе тогда объяснил) “робот — дурак, я сделаю лучше”. В результате на третий день падения закрыл позы почти на минимуме и ушел с рынка. На месяц. P. S. Интуиция используется — но при поиске алгоритма, а не в самой торговле».

CHEREZZABO: А фотограф знает свое дело в штате D'. Купил первый раз этот журнал, хотел ознакомиться, так сказать, с содержимым. Листал, листал. Хоп, вижу на одной фотке человека, до боли напоминающего Тома Хэнкса. Думаю: «Русский вариант, что ли?» Читаю заголовок: Mehanizator. Про себя: «Не может быть!» После прочтения подзаголовка начинаю с интересом поглощать интервью.

После прочтения статьи оставил журнал на лавочке — не хотелось портить впечатление другими статьями. Russian-trader.ru

К статье «Магические приметы» (о семинаре Джека Швагера об успешных трейдерах)

СЕРГЕЙ ВАСИЛЬЕВИЧ ДУБОВСКИЙ: «Интересная статья с полезной информацией, спасибо автору. Но секретов не открывает. Моя не обязательно верная догадка в следующем. Все успешные игроки, физически выносливые люди, обладают двумя видами памяти. В один вид накрепко впаивают все ипостаси технического анализа, в другом хранится информация о крат-

ковременных процессах со множеством ценных бумаг. Из этого множества выбирают те, поведение которых укладывается в классические схемы технического анализа, для перестраховки даже сразу в несколько схем. После этого принимается быстрое решение о входе в процесс покупки и моменте (условии) выхода (продажи). Таким образом, успешному игроку нужны два вида памяти, способность быстро принимать решение, выносливость для поддержания интеллектуального тонуса и благоприятная внешняя среда. Если эта схема верна, то она реализуема в виде рекомендательной системы типа программы для игры в шахматы».

ПЕТР АЛЕКСЕЕВИЧ РОМАНОВ: «Примерно те же качества, как у тех, кто успешно играет в покер. И польза для человечества от этих упражнений примерно та же, как от игры в покер. Не считая мировых кризисов, которые происходят от этих спекуляций. Собрать бы всех этих здоровых паразитов — и на что-нибудь полезное. Курей разводить, например». Expert.ru

К интервью с Сергеем Дорогавцевым «“Путь к себе” механической торговой системы»

ВСЕМ ПРИВЕТ: «Подскажите, как устроиться к Дорогавцеву работать трейдером. Или напишите еще одну статейку вдогонку о том, какие критерии при приеме на работу трейдером». Finam.ru

К статье «Волкер и овцы»

СЕРГЕЙ СЕРГЕИЧ: «За 29 лет доллар упал по отношению к золоту на 20%, а за следующие 35 лет — в 25 раз. Если учесть, что курс прочих валют развитых стран стабильно колеблется возле доллара, то выходит, что и они падают вместе с долларом так же стремительно. Всемирная порча валюты вслед за порчей доллара».

Expert.ru D'

Материал подготовила **ЕВГЕНИЯ ОБУХОВА**



Мне ничего не стоит построить команду.....

Тарифный план «Коллективный»

Звонки и SMS
внутри коллектива

0 руб./мес.

Столичный филиал ОАО «МегаФон». Место нахождения: 127015, Москва, Вятская ул., д. 27 стр. 42.
Подробности в офисах продаж и обслуживания. Реклама.

 502-2000



МЕГАФОН
Будущее зависит от тебя



ИНВЕСТОР

может стать каждый!

Проект www.fincake.ru дает возможность попробовать себя в качестве трейдера. Следуя представленным в проекте инвестиционным идеям и опираясь на успешный опыт других пользователей, можно выработать ряд оптимальных стратегий и проверить их на практике в учебном режиме.