

Консорциум в составе: Некоммерческий фонд содействия экономическому развитию и социальной стабильности – Центр экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР) и Негосударственное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Российская экономическая школа» (институт)

Контракт № FEFLP/QCBS-3.3

Учебно-методический комплекс
Курс по выбору «Финансовая грамотность»
Вариативный блок
«Как заработать и приумножить заработанное»

Москва

2013

Оглавление

Общая информация	3
Результаты обучения.....	3
Структура образовательного блока.....	4
Содержание образовательного блока.....	5
Процедура оценивания/аттестации по итогам изучения образовательного модуля	10
Описание аудиторных занятий.....	11
Тема 1. Рынки труда.....	11
Тема 2. Рациональное поведение и права потребителя.....	78
Тема 3. Финансовые риски	107
Тема 4. Инвестиционные риски.....	128
Тема 5. Инвестиции в ликвидные активы	156
Тема 6. Инвестиции в реальные активы.....	187
Тема 7. Финансовые кризисы	204
Дополнительные материалы к аудиторным занятиям	224
Вопросы и задания для самостоятельной работы	239
Методические рекомендации по организации проектной работы слушателей	248

Общая информация

Краткое описание. Данный вариативный блок является продолжением инвариантного блока курса по выбору «Финансовая грамотность». В блоке для продвинутого уровня освещаются вопросы получения дохода от инвестиционной деятельности. Особое внимание уделено вопросам управления рисками, связанными с финансовыми вложениями.

Данный образовательный блок предполагает, что слушатель прослушал инвариантный блок курса финансовой грамотности.

Целью всего курса **по выбору** является углубленное знакомство слушателей с основополагающими принципами, лежащими в основе финансовой грамотности, дающими возможность формировать эффективное финансовое поведение в нестандартных ситуациях.

Результаты обучения

В результате обучения в рамках вариативного блока «Как заработать и приумножить заработанное» студент достигает следующих результатов:

- понимание эффективных подходов к поиску работы на современном российском рынке труда;
- навыки правильных поведенческих стратегий на собеседовании при приеме на работу;
- представление о преимуществах и недостатках получения дополнительного образования с целью увеличения будущего дохода;
- представление о «сложных» продуктах; навык рационального анализа информации о «сложных» продуктах и услугах;
- представление о влиянии различных экономических факторов на результаты принятых финансовых решений;
- умение распознавать выгоды от диверсификации в различных ситуациях, включая приобретение финансовых продуктов;
- представление о «пузырях» на финансовых рынках и рынке недвижимости, а также о факторах, определяющих фундаментальную стоимость активов; базовые навыки учета этой информации при принятии решений об инвестициях;
- информированность об успешных стратегиях во время финансового кризиса.

Структура образовательного блока

№	Название темы	Всего часов	Аудиторные занятия (часов)	Самостоятельная работа (часов)
1.	Рынки труда	8	4	4
2.	Рациональное поведение и права потребителя	8	4	4
3.	Финансовые риски	4	2	2
4.	Инвестиционные риски	4	2	2
5.	Инвестиции в ликвидные активы	4	2	2
6.	Инвестиции в реальные активы	4	2	2
7.	Финансовые кризисы	2	2	2
	Всего	36	18	18

Содержание образовательного блока

Тема 1. Рынки труда

Эффективное поведение на рынке труда. Особенности российского рынка труда. Поиск работы. Специализированные программы служб занятости, направленные на содействие в трудоустройстве молодежи и студентов. Собеседование. Оценка привлекательности вакансии. Как зарабатывать больше? Какие качества работников в большей мере оценены российским рынком труда? Инвестиции в образование. Основные права и обязанности работника. Трудовой кодекс РФ. Что делать, если вы стали безработным?

Литература:

1. Гимпельсон В. Е., Капелюшников Р. И. Российский работник: образование, профессия, квалификация. – М.: Изд. дом НИУ ВШЭ, 2001.
2. Гимпельсон В. Е., Капелюшников Р. И., Карабчук Т. С., Рыжикова З. А., Биляк Т. А. Выбор профессии: чему учились и гдегодились? // Экономический журнал Высшей школы экономики. № 13 (2). С. 172–216. – М.: ГУ ВШЭ, 2009.
3. Денисова И. А., Карцева М. А. Отдача на уровни, типы и качество образования // Заработная плата в России: эволюция и дифференциация [под ред. Гимпельсона В. Е., Капелюшниковой Р. И.]. – М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.
4. Колосницына М. Г. Экономика труда : учебное пособие для студентов бакалавриата экономических вузов. – М.: ИКЦ «Академкнига», 2003.
5. Рофе А. И., Жуков А. Л. Теоретические основы экономики и социологии труда. – М.: Изд-во МИК, 1999.
6. Рощин С. Ю. Экономическая активность и предложение труда молодежи в России // Вестник Воронежского государственного университета. – 2003, № 1. [Электронная версия] : http://www.rec.vsu.ru/vestnik/program/view/view.asp?sec=econ&year=2003&num=01&f_name=roschin – (Экономика и управление).
7. Рощин С. Ю., Разумова Т. О. Экономика труда (экономическая теория труда) : учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2000.
8. Трудовой кодекс Российской Федерации.
9. Холопова Т. И., Лебедева М. М. Протокол и этикет для деловых людей. – М.: Анкил, 1994.

Тема 2. Рациональное поведение и права потребителя

Рациональное поведение. Права потребителя. Товары, качество которых определяется лишь опытным путем. Источники получения информации: когда можно

доверять рекламе, мнению экспертов и отзывам в интернете? Поведение при выборе «сложных» продуктов: тарифных планов мобильных операторов, кредитных карт и т. п.

Литература:

1. Ариэли Д. Позитивная иррациональность. Как извлекать выгоду из своих нелогичных поступков. – М.: Иванов, Манн и Фербер, 2010.
2. Ариэли Д. Предсказуемая иррациональность. Скрытые силы, определяющие наши решения. – М.: Иванов, Манн и Фарбер, 2010.
3. Бельски Г., Гилович Т. Психологические ловушки денег. Почему умные люди не умеют управлять своими деньгами – и как это исправить. – М.: Альпина паблишер, 2010.
4. Канеман Д. Думай медленно... Решай быстро. – М.: АСТ, 2013.
5. Федеральный закон «О защите прав потребителей» от 7 февраля 1992 г. № 2300-1 (с изменениями и дополнениями).
6. Чалдини Р. Психология влияния / 5-е изд. – Спб.: Питер, 2013.

Тема 3. Финансовые риски

Финансовые риски: учет влияния внешних экономических факторов при принятии финансовых решений. Чем определяется уровень банковской ставки процента? В какой валюте следует брать кредит? Почему разные банки предлагают разные ставки? О чем следует помнить, заключая кредитный договор с коммерческим банком?

Литература:

1. Cvitanic J., Zapatero F. Introduction to the Economics and Mathematics of Financial Markets. – MIT Press, 2004.
2. Hansen H. Faster math: Business and personal finance math. – Cengage, 2012.
3. Levi M. D. International Finance / 4th ed. – New York: Routledge, 2005.
4. Mishkin F. The Economics of Money, Banking and Financial Markets / 7th ed. – Pearson. – 2004.
5. Рынок внутренних и международных облигаций [Электронный ресурс] : www.cbonds.ru
6. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]: http://cbr.ru/currency_base/dynamics.aspx.

Тема 4. Инвестиционные риски

Инвестиционные риски: финансовые пирамиды, инвестиции с привлечением заемного капитала, инвестиции для снижения налоговой нагрузки. Риск и неопределенность. Методы оценивания рисков. Насколько следует доверять

историческим данным? Хеджирование рисков. Выгоды от диверсификации портфеля активов. Индексные фонды.

Литература:

1. Ayres I., Nalebuff B. Diversification Across Time // *The Journal of Portfolio Management*. – 2013. – Vol. 39. – P. 73–86.
2. Christoffersen P. *Elements of Financial Risk Management*. – Academic Press, 2012.
3. Cochrane J., *Asset Pricing*. – Princeton University Press, Revised ed., 2005.
4. Cvitanic J., Zapatero F. *Introduction to the Economics and Mathematics of Financial Markets*. – MIT Press, 2004.
5. Eugene F. Fama, Kenneth R. French Permanent and Temporary Components of Stock Prices // *Journal of Political Economy*. – Vol. 96. No. 2 (Apr., 1988).
6. Evans M.D.D. *Peso Problems: Their Theoretical and Empirical Implications, Statistical Methods of Finance*. – Elsevier, 1996.
7. Hull J. C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. – Prentice Hall, 1997.
8. Knight F. H. *Risk, Uncertainty and Profit*. – Boston, 1921.
9. Levi M.D. *International Finance / 4th ed.* – New York: Routledge, 2005.
10. Lewis M. *The Big Short inside the doomsday machine*. – London: Allen Lane, 2010.
11. Mayers D. Nonmarketable Assets and the Determination of Capital Asset Prices in the Absence of a Riskless Asset // *The Journal of Business*. – Vol. 46. № 2.
12. Poterba J., Summers L. Mean Reversion in Stock Prices, *Journal of Financial Economics*. – 1988. № 22.
13. Quan D., Titman S. Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together? An International Analysis, *Real Estate Economics*. – Vol. 27. Issue 2.
14. Reinert K. A., Rajan R. S., Class A. J., Davis L. S. (eds.). *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. – Princeton University Press, 2008.
15. Ross W. *Fundamentals of Corporate Finance*. – New York: McGraw Hill/ Irwin, 2010.
16. Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам США [Электронный ресурс] : <http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm>
17. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. *Инвестиции*. – М.: ИНФРА-М, 2001.

Тема 5. Инвестиции в ликвидные активы

Инвестиции в акции, облигации, производные инструменты. Понятие премии за риск. Какими факторами определяется премия за риск для финансового актива? Понятие фундаментальной стоимости финансового актива. Спекулятивные «пузыри» на финансовых рынках. Торговля на рынке forex. Как формируются и от чего зависят обменные курсы валют? Инвестиции в сырьевые товары. Можно ли предсказывать будущую цену нефти?

Литература:

1. Горяев А., Чумаченко В. Финансовая грамота. – М.: Юнайтед Пресс, 2012.
2. Киндлбергер Ч. П., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. – СПб.: Питер, 2010.
3. Мишкин Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Вильямс, 2006.
4. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 2010.

Тема 6. Инвестиции в реальные активы

Инвестиции в недвижимость и другие реальные активы. Факторы, определяющие цену объекта недвижимости. Спекулятивные «пузыри» на рынке недвижимости и причины их возникновения. Кризис субпремиальных закладных в США и Великая рецессия 2007–2009 гг. Строительный бум в 2000-е гг. в Испании и банковский кризис с 2010 г. по настоящее время.

Литература:

1. Горяев А., Чумаченко В. Финансовая грамота. – М.: Юнайтед Пресс, 2012.
2. Киндлбергер Ч. П., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. – СПб.: Питер, 2010.
3. Мишкин Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Вильямс, 2006.
4. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 2010.

Тема 7. Финансовые кризисы

Причины возникновения финансовых кризисов. Роль неравной информированности кредитора и заемщика и недобросовестного поведения контрагента. Система гарантирования вкладов и ее влияние на поведение кредиторов и заемщиков. Связь между притоком иностранного капитала и возникновением пузырей на рынках активов. Стратегия поведения во время финансового кризиса.

Литература:

1. Горяев А., Чумаченко В. Финансовая грамота. – М.: Юнайтед Пресс, 2012.

2. Киндлбергер Ч. П., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. – СПб.: Питер, 2010.
3. Мишкин Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Вильямс, 2006.
4. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 2010.

Процедура оценивания/аттестации по итогам изучения образовательного модуля

В качестве меры текущего контроля слушателей запланирована оценка самостоятельной работы, участия в тематических дискуссиях, разборах кейсов на занятиях. Для контроля знаний слушателей запланирована проектная работа слушателей.

Итоговая оценка по учебной дисциплине складывается из следующих элементов:

Тип контроля	Вес в финальной оценке (%)
Участие в тематических дискуссиях и разборах кейсов, выполнение домашних заданий	50
Проектная работа	50
Итого	100

Описание аудиторных занятий

Тема 1. Рынки труда

Рынок труда. Спрос и предложение. Равновесие на рынке труда

Рынок труда, как и другие рынки (например, товаров или капитала), является составной частью рыночной экономики. Рынок труда – это сфера формирования спроса и предложения рабочей силы (трудовых услуг). Отличительной особенностью рынка труда является то, что объектом купли-продажи на этом рынке является не товар в обычном его понимании, а право на использование рабочей силы, знаний, квалификации и способностей к трудовому процессу. Рынок труда – важная и многоплановая сфера экономической, социальной и политической жизни общества. Через рынок труда население находит работу, а работодатели нанимают рабочую силу. На рынке труда формируется оценка стоимости рабочей силы, определяются условия ее найма, в том числе величина заработной платы, условия труда, гарантия занятости, возможность получения образования, профессионального роста и т. д. Рынок труда регулируется спросом и предложением рабочей силы.

Спрос на труд определяется как платежеспособная потребность работодателей в рабочей силе для организации и развития производства при любой цене на труд. Спрос на рабочую силу в условиях свободной конкуренции обратно зависит от ставки реальной заработной платы, которая определяется как отношение номинальной (выраженной в денежных единицах) заработной платы к уровню цен. Отрицательный наклон кривой иллюстрирует тенденцию увеличения спроса на труд при низкой заработной плате и, соответственно, уменьшение спроса на труд при высокой заработной плате (см. кривая L^S на рис. 1).

Предложение труда определяется как количество часов, которое население желает работать с целью получения доходов при всех возможных ценах на труд. Предложение труда находится в прямой зависимости от величины заработной платы. В случае увеличения заработной платы продавцы услуг труда (иными словами, наемные работники) будут увеличивать предложение труда, а в случае снижения заработной платы предложение труда сократится (см. кривая L^D на рис. 1).

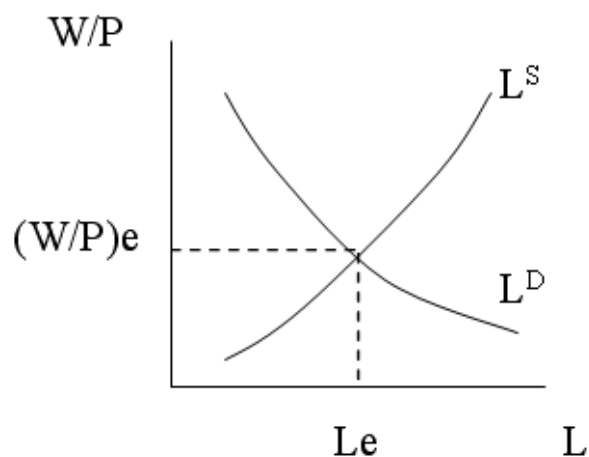


Рис. 1. Равновесие рынка труда. Спрос и предложение на рынке труда (W/P – реальная заработная плата; L – труд)

В результате взаимодействия спроса и предложения на труд на рынке устанавливается равновесная цена рабочей силы и определяется уровень занятости в экономике (см. точка $(L^e; W/P^e)$ на рис. 1). Заметим, что в равновесии наблюдается ситуация полной занятости.

При любой другой величине заработной платы, отличной от W/P^e , равновесие на рынке труда нарушается. Если ставка заработной платы выше уровня равновесной, предложение на рынке труда превышает спрос. В этой ситуации происходит отклонение от положения полной занятости, рабочих мест не хватает на всех желающих продать свой труд при высокой заработной плате. Возникает избыток предложения труда. В случае снижения ставки заработной платы по сравнению с равновесной, спрос на рынке труда превышает предложение. В результате этого образуются незаполненные рабочие места вследствие нехватки работников, согласных на более низкую заработную плату.

Согласно рассматриваемой упрощенной модели рынка труда обе эти ситуации (безработица и наличие незанятых рабочих мест) не могут быть устойчивыми (долгосрочными), они корректируются рыночным механизмом в направлении восстановления положения полной занятости.

Необходимо отметить, что в реальной жизни функционирование рынка труда представляет собой сложнейший механизм и выходит далеко за рамки регулирования отношений работников и работодателей. Этот сложный механизм оказывает существенное влияние практически на все социально-экономические явления, происходящие в обществе. Например, от того, насколько успешно функционирует

рынок труда, каков уровень зарплат и уровень безработицы в экономике, напрямую зависит благосостояние экономических агентов.

Учитывая тот факт, что уровень оплаты и стабильность занятости – два основных фактора благополучия населения, а значит, и политической стабильности в стране, государственное регулирование рынка труда является неотъемлемой частью политики любого правительства. Государственная политика на рынке труда имеет два основных аспекта – обеспечение граждан достаточным уровнем доходов, а также обеспечение гарантий нормальных условий работы. Регулирование рынка труда предполагает воздействие как на спрос, так и на предложение труда. Объектами регулирования рынка труда, как правило, выступают заработная плата, продолжительность рабочей недели и отпусков, порядок найма и увольнения, различные виды социального обеспечения и др.

Структура трудовых ресурсов. Основные понятия и определения

В данном разделе рассматриваются основные понятия и определения, знание которых необходимо для понимания и адекватной оценки текущей и прогнозирования будущей ситуации на рынке труда.

К трудовым ресурсам относится совокупность людей, способных к труду по возрасту и состоянию здоровья. В РФ к трудовым ресурсам относится население в возрасте от 15 до 72 лет. Трудовые ресурсы состоят из экономически активного и экономически неактивного населения. Согласно методологии Международной организации труда (МОТ) к экономически активному населению относятся лица, которые в рассматриваемый период являлись либо занятыми, либо безработными.

К занятым в экономике, в соответствии с методологией МОТ, относятся лица в возрасте от 15 до 72 лет, которые в рассматриваемую неделю удовлетворяли хотя бы одному из критериев:

- выполняли работу по найму за вознаграждение, а также не по найму для получения прибыли или семейного дохода (хотя бы в течение одного часа);
- временно отсутствовали на работе по различным причинам;
- выполняли работу в качестве помогающего на семейном предприятии;
- были заняты в домашнем хозяйстве производством товаров и услуг для реализации.

Занятых граждан принято разделять на занятых по найму и самозанятых / предпринимателей, так как их поведение на рынке труда существенно отличается. В рамках данного курса будут рассмотрены вопросы, которые в большей степени

касаются занятых по найму: инвестиции в человеческий капитал, подходы к поиску работы, правовой аспект отношений с работодателем и др.

Существует два определения безработицы. Выделяют общую и зарегистрированную безработицу.

При определении общей безработицы пользуются определением МОТ. Согласно этому определению, к безработным относятся лица, которые будучи старше определенного возраста, в течение рассматриваемого периода удовлетворяли одновременно следующим критериям:

- не имели работы (доходного занятия);
- занимались поиском работы, т. е. обращались в государственную или коммерческую службу занятости, использовали или помещали объявления в печати, непосредственно обращались к администрации предприятия (работодателю), использовали личные связи и т. д. или предпринимали шаги к организации собственного дела;
- были готовы приступить к работе в течение рассматриваемого периода (в течение обследуемой недели);
- учащиеся, студенты, пенсионеры и инвалиды учитываются в качестве безработных, если они занимаются поиском работы и готовы приступить к ней.

Наглядно структура трудовых ресурсов представлена на рис. 2.

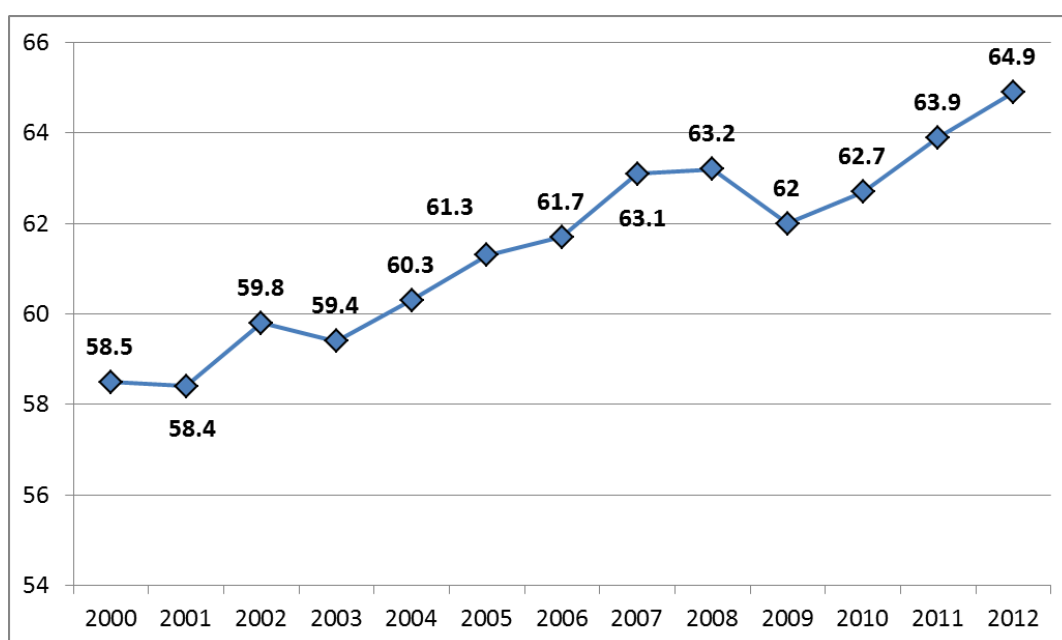


Рис. 2. Структура трудовых ресурсов

Основные характеристики рынка труда в РФ

Занятость населения

На протяжении всех 2000-х гг. наблюдалась тенденция к росту занятости населения в России. Уровень занятости возрастал практически постоянно и увеличился с 58,5% в 2000 г. до 64,9% в 2012 г. Наиболее существенное снижение уровня занятости населения в России было зафиксировано в 2008 г., что связано с экономическим кризисом. После этого занятость снова начала восстанавливаться и в 2011 г. превысила докризисные показатели (см. рис. 3).



Источник данных: Росстат

Рис. 3. Динамика занятости населения 2000–2012 гг.

Рассмотрим региональные различия уровня занятости населения (см. рис. 4).



Источник данных: Статистический сборник Регионы России (2012 г.). Росстат

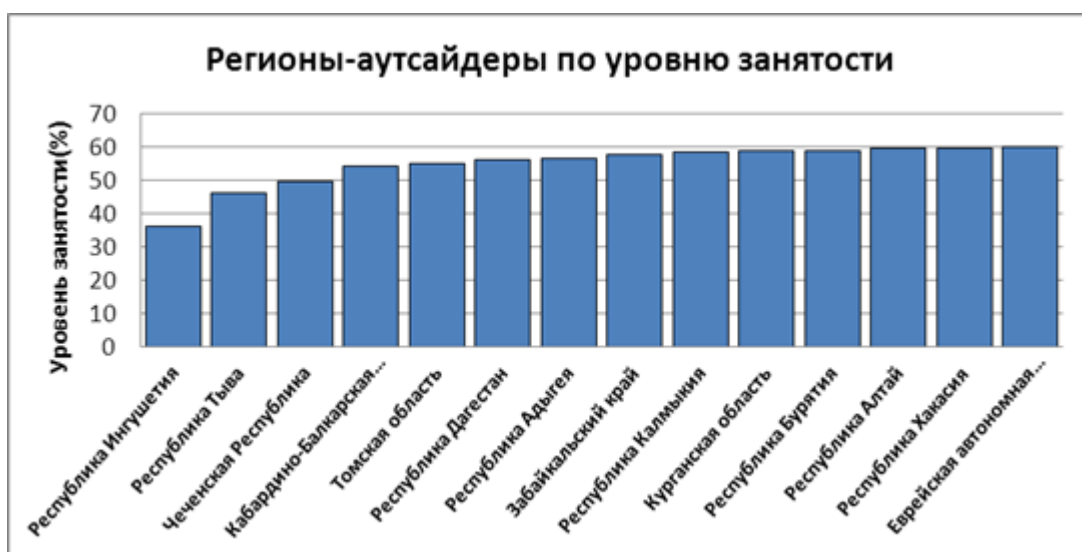
Рис. 4. Регионы-лидеры по уровню занятости (2012 г.)

Наибольший уровень занятости наблюдается в столичных регионах (Москва, Санкт-Петербург, Московская и Ленинградская область), а также в сырьевых добывающих районах Севера (Чукотский АО, Магаданская область, Мурманская область, Камчатский край, Тюменская область). Лидерство этих регионов по уровню занятости интуитивно является вполне логичным, так как объясняется относительно динамичной и развитой экономикой столичных регионов, принимающей множество трудовых мигрантов и способной обеспечить работой население. Относительно более высокому уровню занятости в северных регионах способствует развитое добывающее производство.

Отдельно следует выделить группу регионов, которые не являются столичными либо северными и сырьевыми, но в то же время демонстрируют высокий уровень занятости. К таким регионам можно отнести Липецкую и Нижегородскую область, республику Татарстан, Калужскую и Смоленскую область и др.

К регионам, которые традиционно являются аутсайдерами по показателям занятости и экономической активности, экономического развития, и которые принято причислять к депрессивным регионам, можно отнести республики Северного Кавказа, а также регионы Южной Сибири. Наименьший уровень занятости регистрируется в республике Ингушетия (34%), республике Тыва (42%), Чеченской республике (50%).

Низкий уровень занятости характерен также для Кабардино-Балкарии, Томской области, Республики Дагестан, Республики Адыгея, Забайкальского края и др. (см. рис. 5).

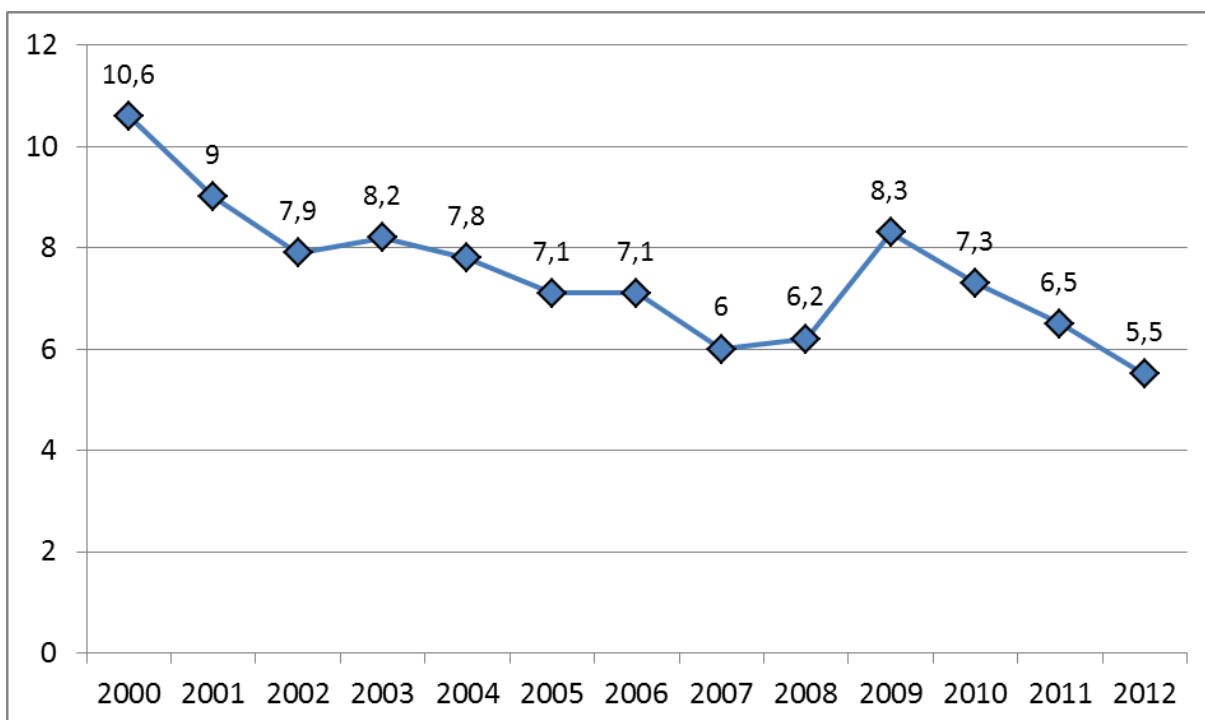


Источник данных: Статистический сборник Регионы России (2012 г.). Росстат

Рис. 5. Регионы-аутсайдеры по уровню занятости (2012 г.)

Безработица

Статистика по безработице является зеркальным отражением статистики по занятости населения (безработные и занятые составляют экономически активное население). Динамика уровня безработицы в 2000-х гг. представлена на рис. 6.

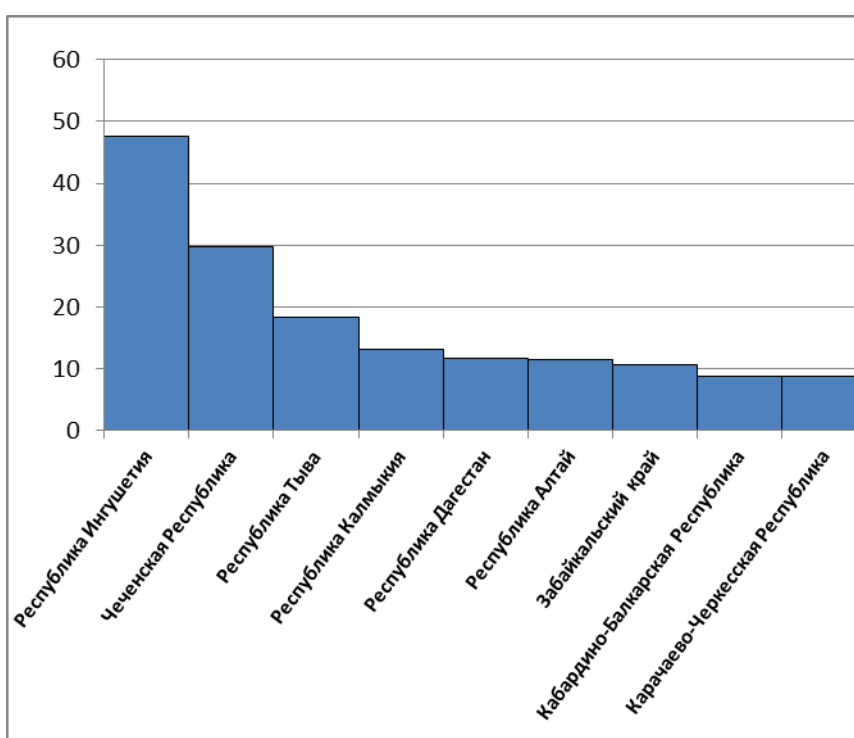


Источник данных: Росстат

Рис. 6. Динамика уровня безработицы (%) в России (2000–2012 гг.)

На протяжении рассматриваемого периода уровень безработицы снизился почти в 2 раза, с 10,6% в 2000 г. до 5,5% в 2012 г. В течение 2000-х гг. уровень безработицы каждый год по сравнению с последующим неуклонно снижался, исключением из этого правила является 2008 г., в котором вследствие кризиса уровень безработицы повысился на 2 процентных пункта, но затем снова начал уменьшаться.

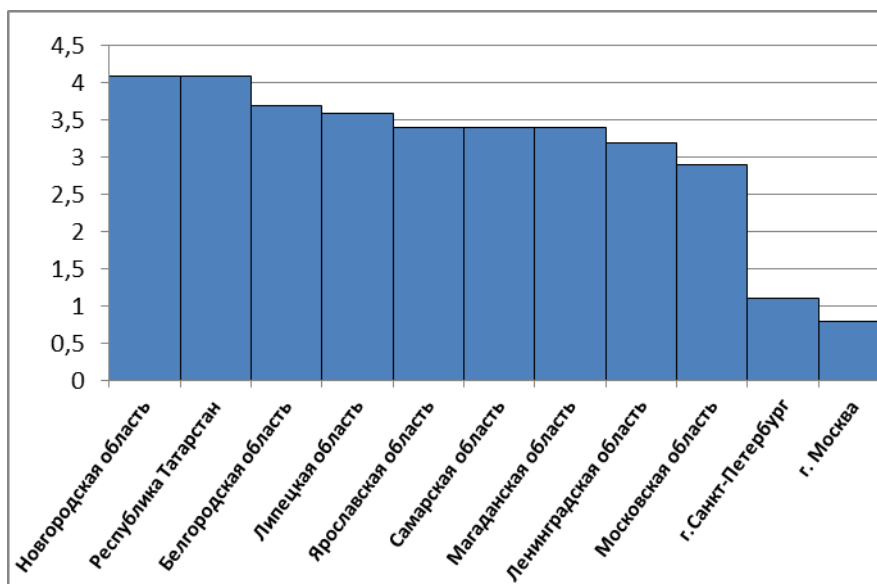
Рассмотрение в региональном разрезе показало, что тенденции по безработице являются сходными с показателями, рассмотренными для уровня занятости. Самый высокий уровень безработицы зарегистрирован в Кавказских республиках и некоторых республиках юга Сибири. Так, например, в республике Ингушетия уровень безработицы превышает 45% (см. рис. 7).



Источник данных: Статистический сборник Регионы России (2012 г.). Росстат

Рис. 7. Уровень безработицы, % (регионы с самым высоким уровнем безработицы)

Самый низкий уровень безработицы наблюдается в Москве, безработица не превышает 0,8%. Также крайне низкий уровень безработицы в Санкт-Петербурге, Московской и Ленинградской областях. Достаточно низкие показатели безработицы наблюдаются в Магаданской и Самарской областях, республике Татарстан, а также Ярославской, Липецкой, Белгородской и Новгородской областях (см. рис. 8.).



Статистический сборник Регионы России (2012 г.). Росстат

Рис. 8. Уровень безработицы, % (регионы с самым низким уровнем безработицы)

Другим интересным аспектом для исследования является сравнение фактического и зарегистрированного уровня безработицы, которые представлены на рис. 9.



Источник данных: Росстат

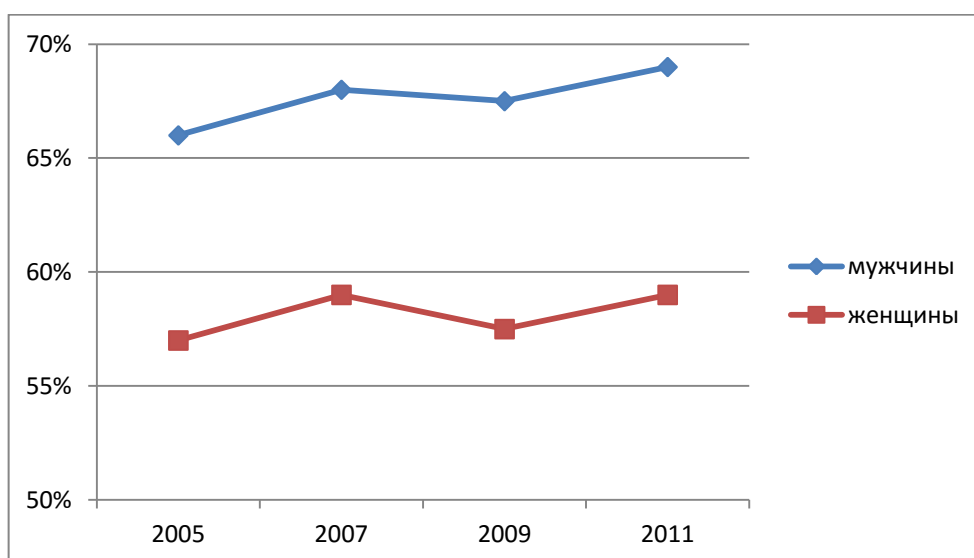
Рис. 9. Динамика фактического и зарегистрированного уровня безработицы (2004–2011 гг.)

Как показывают данные, представленные на рис. 9, уровень зарегистрированной безработицы значительно уступает фактическому уровню безработицы. Только один из четырех занятых регистрируется в государственной службе содействия занятости населения в качестве безработного. Это вызвано, прежде всего, недостаточностью стимулов для регистрации населения в качестве безработных. Подробнее причины

такого разрыва между уровнями общей безработицы и зарегистрированной будут рассмотрены в разделе, посвященном работе Государственной службы занятости населения. Однако график показывает, что существует зависимость между динамикой фактической и зарегистрированной безработицы.

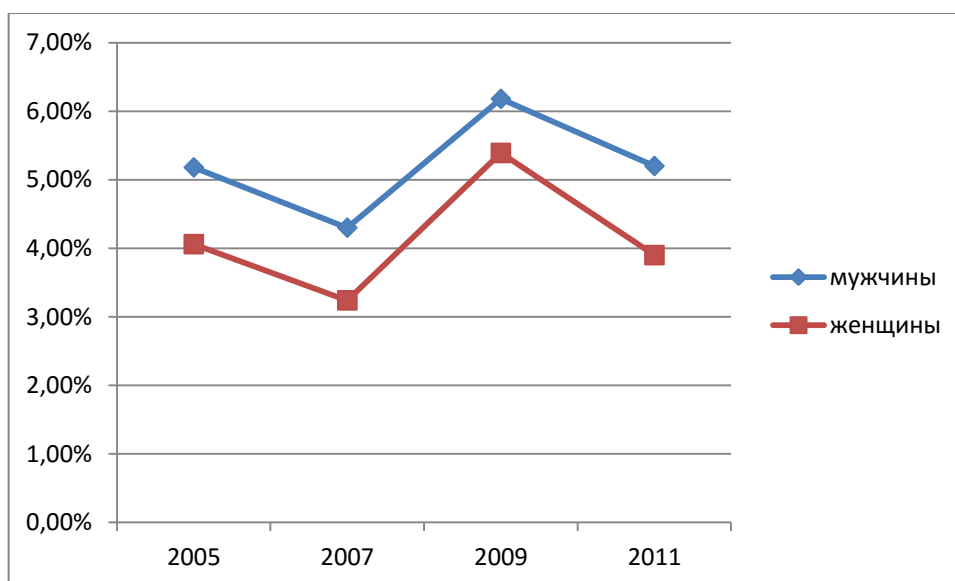
Гендерные различия на рынке труда

Важным вопросом для изучения являются также гендерные различия в уровнях занятости и безработицы. Гендерные различия в указанных показателях представлены на рис. 10–11.



Источник данных: Росстат

Рис. 10. Уровень занятости в РФ: мужчины и женщины



Источник данных: Росстат

Рис. 11. Уровень общей безработицы в РФ: мужчины и женщины

Уровень занятости мужчин на протяжении рассматриваемого периода превышал женский уровень занятости на 10 процентных пунктов. В свою очередь, уровень безработицы среди женщин был в среднем на 1% ниже, чем уровень безработицы среди мужчин. Такие, на первый взгляд, нелогичные различия в тенденциях женской занятости и безработицы связаны с тем, что уровень экономической активности у женщин традиционно ниже, чем у мужчин, что связано с занятостью женщин в семье. Однако если женщина выходит на рынок труда, она имеет меньший риск быть безработной, чем мужчина.

Положение молодежи на российском рынке труда^{1, 2}

Молодежный рынок труда в России в значительно меньшей степени пострадал от кризиса по сравнению с соответствующим сегментом рынка труда других стран Европы, что обусловлено быстрым выбыванием старших возрастных когорт и ранним выходом на пенсию вследствие низкой продолжительности жизни и наличием «псевдозанятости». Кроме того, сырьевая направленность российской экономики и растущий на протяжении 2000-х гг. сектор услуг также создает занятость для молодежи, решая проблему безработицы. Оценки уровня экономической активности и занятости молодежи за 2009 г. представлены в Таблице 1.

Таблица 1. Экономическая активность и занятость молодежи, 2009 г.

Источник данных: Росстат

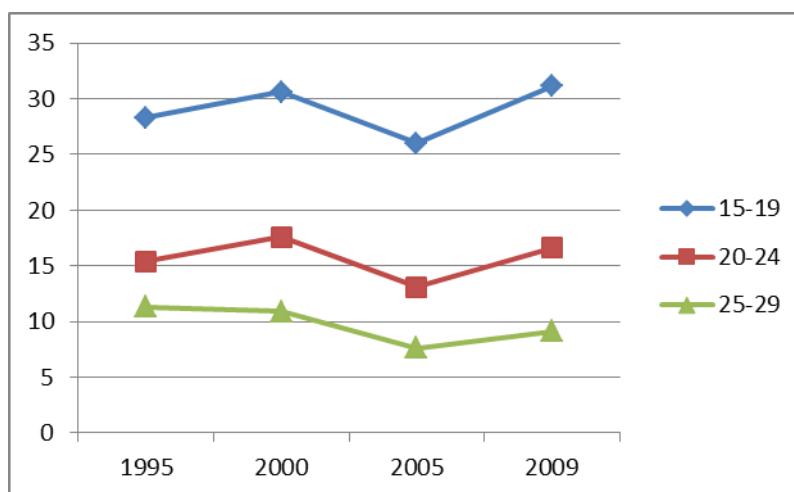
Экономически активное население (тыс. чел)	из них		Экономически неактивные	Уровень экономической активности (%)	Уровень занятости (%)	Уровень безработицы (%)
	Занятые	Безработные				
19 690	16985,2	2705,1	14 396	57,8	49,8	13,7

1 В соответствии со Стратегией государственной молодежной политики в Российской Федерации, утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации от 18 декабря 2006 г. № 1760-р, к категории молодежи относятся граждане в возрасте от 14 до 30 лет.

2 На основе статистического Сборника Росстата Молодежь в России (2010 г.). Данные ограничены 2010-м г. так как в дальнейшем Сборник не переиздавался и другой систематизированной информации о состоянии молодежного рынка труда в открытых источниках не существует.

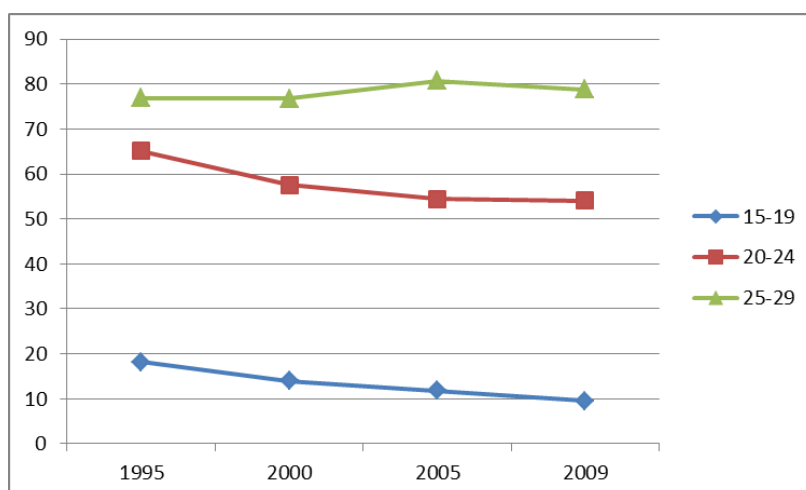
Согласно полученным Росстатом результатам, по сравнению с другими странами, уровень молодежной безработицы в России остается невысоким и не превышает 14% экономически активного населения. В то же время, уровень экономической активности молодежи составляет только 58%, почти 14,5 млн человек являются экономически неактивными, что объясняется большим количеством студентов дневных форм обучения.

Рассмотрим динамику занятости и безработицы молодежи по возрастным когортам (см. рис. 12 и 13).



Источник данных: Статистический сборник Молодежь в России (2010г.). Росстат

Рис. 12. Уровень безработицы среди молодежи в РФ, %



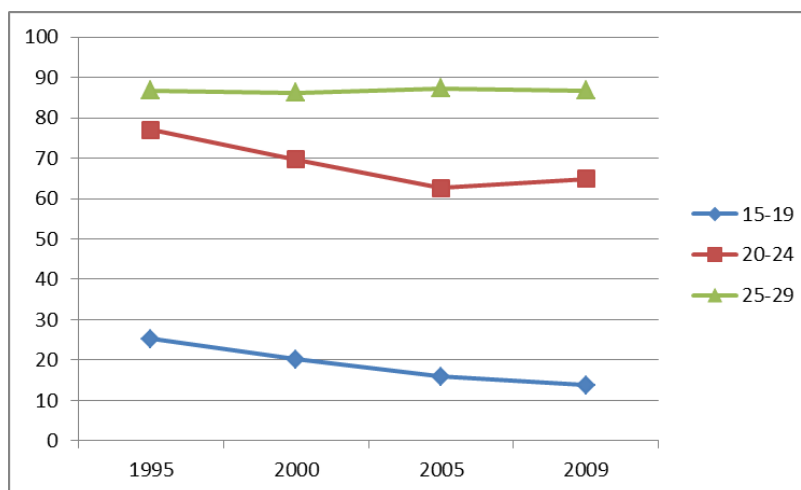
Источник данных:

Статистический сборник Молодежь в России (2010 г.), Росстат

Рис. 13. Уровень занятости среди молодежи в РФ, %

Как показывают данные, представленные на рис. 12 и 13, уровень занятости младших возрастных когорт на протяжении периода 1995–2009 гг. неуклонно снижался, что связано со значительным увеличением охвата молодежи высшим

образованием. В то же время, несмотря на незначительные колебания, уровень безработицы среди молодежных возрастных когорт оставался в целом неизменным, повысившись незначительно. Наибольший уровень безработицы (порядка 30%) и наименьший уровень занятости (10–15%) наблюдался у самой младшей возрастной когорты (15–19 лет), у более старших возрастных когорт эти показатели имеют более приемлемое значение.



Источник данных: Статистический сборник *Молодежь в России (2010 г.)*, Росстат

Рис. 14. Уровень экономической активности среди молодежи, %

Данные по уровню экономической активности различных возрастных когорт показывают, что наименьшая доля экономически активных наблюдается в когорте 15–19 лет, экономически активными являются лишь 15–20% населения. В то же время, наиболее экономически активной является когорта 25–29 лет, в которой практически 90% представителей являются экономически активными.

Существенное влияние на состояние молодежного рынка труда оказывала ситуация, связанная с появлением массового спроса на высшее образование и распространением последнего среди значительной части молодежи. Если в начале 1990-х гг. высшее образование получали порядка 30–40% выпускников школ, то к 2010 г. практически 70% школьников поступали в учреждения высшего образования. Значительное увеличение доли работников с высшим образованием на рынке труда не компенсировалось изменением структуры экономики в пользу интеллектуалоемких рабочих мест. По оценкам экспертов, структура современной российской экономики такова, что в структуре спроса на труд работники с высшим образованием составляют лишь 30%, тогда как имеется устойчивая тенденция спроса на низкоквалифицированных работников. Структура предложения труда формируется с точностью до наоборот.

Вполне естественно, что в этих условиях наблюдаются значительные диспропорции на молодежном рынке труда, избыточный спрос на низкоквалифицированную рабочую силу компенсируется потоком мигрантов, в то время как избыточное предложение ведет к молодежной безработице. Молодежная безработица является крайне негативным явлением, так как ведет к существенным негативным социальным экстерналиям для общества вследствие склонности молодежи к девиантному поведению в случае неудач на рынке труда.

Данные о структуре занятой молодежи по возрасту и уровню образования представлены в Таблице 2.

Таблица 2

Источник данных: Росстат

**СТРУКТУРА ЗАНЯТОЙ МОЛОДЕЖИ ПО ВОЗРАСТУ И УРОВНЮ ОБРАЗОВАНИЯ
в среднем за 2009 г.**

(по данным обследований населения по проблемам занятости; в процентах)

	Занятое население в возрасте 15-29 лет	из них в возрасте, лет			Имеют образование в возрасте 15-29 лет					
		15-19	20-24	25-29	высшее профессиональное и послевузовское	среднее профессиональное	начальное профессиональное	среднее (полное) общее	основное общее	не имеют основного общего
Всего	100	5,4	40,3	54,2	28,8	24,1	18,6	22,7	5,4	0,5
из общей численности:										
мужчины	100	6,2	40,3	53,5	23,5	21,4	22,3	25,4	6,7	0,6
женщины	100	4,5	40,5	55,1	35,2	27,2	14,1	19,4	3,8	0,3
городское население	100	4,1	39,4	56,4	32,8	24,6	18,7	20,3	3,3	0,2
сельское население	100	9,4	43,1	47,5	16,7	22,3	18,1	29,8	11,8	1,3

Согласно полученным Росстатом оценкам, среди молодежи в возрасте 15–29 лет, наибольшая доля приходится на индивидов с высшим образованием (28,8%), следует отметить, что имеется в виду законченное высшее образование, и значительная доля молодежи его еще получает. При этом охват высшим образованием среди мужчин и женщин различается. Женщины имеют большую склонность к получению высшего образования (35,2%), в то время только 23,5% мужчин данной возрастной когорты имеют высшее образование. Молодежь, проживающая в городе, с большей вероятностью имеет высшее образование (32,8%), чем сельские жители (16,7%).

Молодые работники выходят на рынок труда в среднем после 20 лет, однако действительно массово работать начинают уже в возрасте 23–24 лет. До 20 лет работают лишь 5,4% от молодежной когорты.

Несмотря на широкий охват высшим образованием, его наличие все еще дает значительную отдачу и приносит успех на рынке труда, что отражается в более низком уровне безработных среди имеющих высшее образование. Согласно данным Таблицы

3, с уменьшением уровня образования растет и доля безработных в соответствующей образовательной группе. Наибольшая доля безработных наблюдается среди обладателей среднего образования (36,5%), тогда как среди молодежи, имеющей высшее образование, уровень безработицы составляет 16,4%.

Таблица 3

Источник данных: Росстат

**СТРУКТУРА БЕЗРАБОТНОЙ МОЛОДЕЖИ
ПО ВОЗРАСТУ И УРОВНЮ ОБРАЗОВАНИЯ в среднем за 2009 г.**
(по данным обследований населения по проблемам занятости; в процентах)

	Безработные в возрасте 15-29 лет	из них в возрасте, лет			Имеют образование в возрасте 15-29 лет					
		15-19	20-24	25-29	высшее профессиональное и послевузовское	среднее профессиональное	начальное профессиональное	среднее (полное) общее	основное общее	не имеют основного общего
Всего	100	15,4	50,4	34,2	16,4	17,4	17,3	36,5	11,1	1,2
из общей численности:										
мужчины	100	14,9	51,2	33,9	13,5	15,0	21,0	36,5	12,8	1,2
женщины	100	16,0	49,5	34,5	19,7	20,3	12,9	36,6	9,2	1,3
городское население	100	15,7	49,7	34,6	19,8	19,3	18,3	33,0	8,6	1,0
сельское население	100	14,8	51,8	33,4	9,5	13,6	15,2	43,7	16,2	1,7

Основные рабочие места для молодежной возрастной когорты создавались в секторе услуг, который демонстрировал значительный рост в течение всех 2000-х гг. и создавал занятость для образованной молодежи. Распределение молодежной возрастной когорты по видам экономической деятельности представлено в Таблице 4.

Таблица 4

Источник данных: Росстат

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЧИСЛЕННОСТИ ЗАНЯТОГО НАСЕЛЕНИЯ
В ВОЗРАСТЕ 15-29 ЛЕТ ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
за 2009 г.**

(по данным обследования по проблемам занятости)

	Тысяч человек			в % к итогу		в % к занятым по данному виду деятельности
	население в возрасте 15-29 лет	в том числе:		город	село	
		город	село			
Всего	16985,2	12786,5	4198,7	75,3	24,7	24,5
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	1210,4	252,3	958,1	20,8	79,2	21,2
Рыболовство, рыбоводство	23,1	13,0	10,1	56,4	43,6	19,0
Добыча полезных ископаемых	306,8	243,7	63,0	79,5	20,5	22,3
Обрабатывающие производства	2404,6	2008,5	396,1	83,5	16,5	22,9
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	361,4	286,8	74,6	79,4	20,6	16,2
Строительство	1282,7	954,8	327,8	74,4	25,6	26,1
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	3350,1	2731,4	618,7	81,5	18,5	31,7
Гостиницы и рестораны	441,5	354,8	86,7	80,4	19,6	30,9
Транспорт и связь	1443,4	1160,9	282,5	80,4	19,6	22,1
Финансовая деятельность	417,1	377,1	39,9	90,4	9,6	33,7
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	1106,8	961,9	145,0	86,9	13,1	24,7
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	1845,7	1308,1	537,7	70,9	29,1	33,2
Образование	1159,6	849,4	310,2	73,2	26,8	17,8
Здравоохранение и предоставление социальных услуг	952,8	717,9	234,9	75,3	24,7	17,4
Предоставление прочих коммунальных, социальных, персональных и других услуг	679,2	565,9	113,3	83,3	16,7	25,5

Как видно из данных Таблицы 4, к секторам, внесшим наибольший вклад в занятость молодежи, можно отнести финансовую деятельность (33,7%), госуправление и обеспечение военной безопасности (33,2%), оптовую и розничную торговлю (31,7%) а также гостиницы и рестораны (30,9%).

Таким образом, можно сделать вывод, что напряженность на молодежном рынке труда, связанная со структурным несоответствием спроса и предложения на квалифицированный труд в условиях широкого охвата высшим образованием, в 2000-х гг. компенсировалась ростом сектора услуг и занятостью в этом секторе.

Перечислим еще раз ключевые особенности молодежного рынка труда в России:

1. Уровень молодежной безработицы составляет порядка 13–14%, что значительно ниже аналогичных показателей многих стран ОЭСР.
2. В то же время невысоким является уровень экономической активности (58%), что связано с большим количеством студентов.
3. Переход от элитарности к массовости высшего образования. 70% выпускников школ поступают в вузы.
4. Экономика не может обеспечить такого же количества квалифицированных рабочих мест. Только 30–40% рабочих мест требуют квалифицированных работников.

5. Молодые работники выходят на рынок труда в среднем после 20 лет, однако действительно массово работать начинают в возрасте 23–24 лет.

6. Несмотря на широкий охват высшим образованием, его наличие все еще дает значительную отдачу и приносит успех на рынке труда.

7. Молодежь чаще всего занята в таких секторах, как финансовая деятельность (33,7%), госуправление и обеспечение военной безопасности (33,2%), оптовая и розничная торговля (31,7%), а также гостиницы и рестораны (30,9%).

Российский рынок труда и профессиональное образование

Не подлежит сомнению тот факт, что в основе экономического развития современного общества лежит профессиональное образование. В специальном докладе Всемирного банка (*Constructing Knowledge Societies: New Challenges for Tertiary Education*. Washington, DC: The World Bank, 2002) отмечается особая роль профессионального образования в формировании экономики, основанной на знаниях, и в построении демократических обществ. Именно сейчас «профессиональное образование имеет поистине решающее значение для формирования интеллектуального потенциала, от которого зависят производство и использование знаний, а также для внедрения практики обучения в течение всей жизни, необходимой для обновления знаний и навыков людей». В данном случае эксперты Всемирного банка, говоря о профессиональном образовании, имеют в виду высшее и среднее профессиональное образование. На сегодняшний день в РФ среднее профессиональное образование можно получить в таких учебных заведениях, как колледж, техникум, училище. Высшее профессиональное образование в России можно получить в таких высших учебных заведениях (вузах), как институт, академия и университет. Согласно статистике, в РФ всего около 3000 учреждений среднего профессионального образования и немногим более 1000 вузов.

Спрос на высшее и среднее профессиональное образование в России неуклонно растет. Причем наибольшими темпами растет спрос на высшее образование. Согласно переписи населения, проведенной в 2010 г., 23% населения в возрасте от 15 лет имело законченное высшее образование, в то время как в 2002 г. аналогичный показатель составлял только 16% (см. Таблицу 5).

Таблица 5. Уровень образования населения РФ в возрасте от 15 лет (по данным переписей населения)

Источник данных: Росстат

Год	1989	2002	2010
Высшее профессиональное	11,3%	16%	22,8%
Неполное высшее профессиональное	1,7%	3,1%	4,4%
Среднее профессиональное	19,2%	27,1%	30,3%
Начальное профессиональное	13%	12,7%	5,4%
Среднее общее	17,9%	17,5%	17,7%
Основное общее	17,5%	13,8%	10,7%
Начальное общее	12,9%	7,7%	5,2%

В Таблице 6 представлено распределение населения по уровню образования по возрастным группам (для населения от 25 до 69 лет). Наибольшая доля лиц с высшим образованием наблюдается в самой молодой возрастной группе – от 25 до 29 лет, что также свидетельствует о росте спроса на высшее образование. Более трети молодых людей в возрасте от 25 до 29 лет имеют законченное высшее образование.

Таблица 6. Уровень образования населения по возрастным группам (по данным Всероссийской переписи населения 2010 г.)

Источник данных: Росстат

	Высшее	Неполное высшее	Среднее профессиональное	Начальное профессиональное	Среднее общее	Основное общее	Начальное общее	Не имеют начального образования
25–29 лет	37,4%	6,0%	28,1%	5,7%	14,9%	6,5%	1,0%	0,4%
30–34 лет	34,3%	3,8%	31,1%	5,9%	16,1%	7,4%	1,0%	0,4%
35–39 лет	30,1%	2,9%	36,6%	6,4%	16,7%	6,2%	0,8%	0,3%
40–44 лет	27,5%	2,3%	41,0%	6,9%	16,8%	4,5%	0,7%	0,3%
45–49 лет	25,5%	1,7%	41,1%	7,0%	19,2%	4,5%	0,7%	0,3%
50–54 лет	23,0%	1,3%	40,3%	6,8%	21,4%	6,0%	1,0%	0,2%

55–59 лет	22,1%	1,1%	38,3%	5,8%	21,5%	9,1%	1,9%	0,2%
60–64 лет	22,7%	1,2%	36,1%	4,9%	19,3%	12,0%	3,5%	0,3%
65–69 лет	21,0%	1,1%	28,6%	3,7%	16,4%	17,8%	10,9%	0,5%

В Таблице 7 представлено международное сравнение охвата взрослого населения высшим и средним профессиональным образованием. По общей доле лиц с высшим и средним профессиональным образованием Россия превосходит все развитые страны – 65% населения в возрасте от 25 до 64 лет имеет высшее или среднее профессиональное образование. По доле лиц с высшим и послевузовским образованием Россия уступает только США, Норвегии, Нидерландам, Исландии и Израилю. Однако высокие количественные индикаторы высшего и среднего профессионального образования пока не реализуются в экономических показателях, характеризующих уровень развития экономики и жизни населения.

Таблица 7. Доля лиц с высшим и средним профессиональным образованием в численности населения в возрасте 25–64 лет в странах ОЭСР и в России (2010 г)³

Источник данных: Education at a Glance. P.: OECD, 2010, tab. A3.1a. Росстат

	Высшее профессиональное образование (третичное образование, тип А)	Высшее и среднее профессиональное образование (третичное образование, типы А и В)
Россия	28%	65%
Среднее ОЭСР	22%	31%
Максимум ОЭСР	35% (Норвегия)	51% (Канада)
Минимум ОЭСР	12% (Австрия)	13% (Турция)

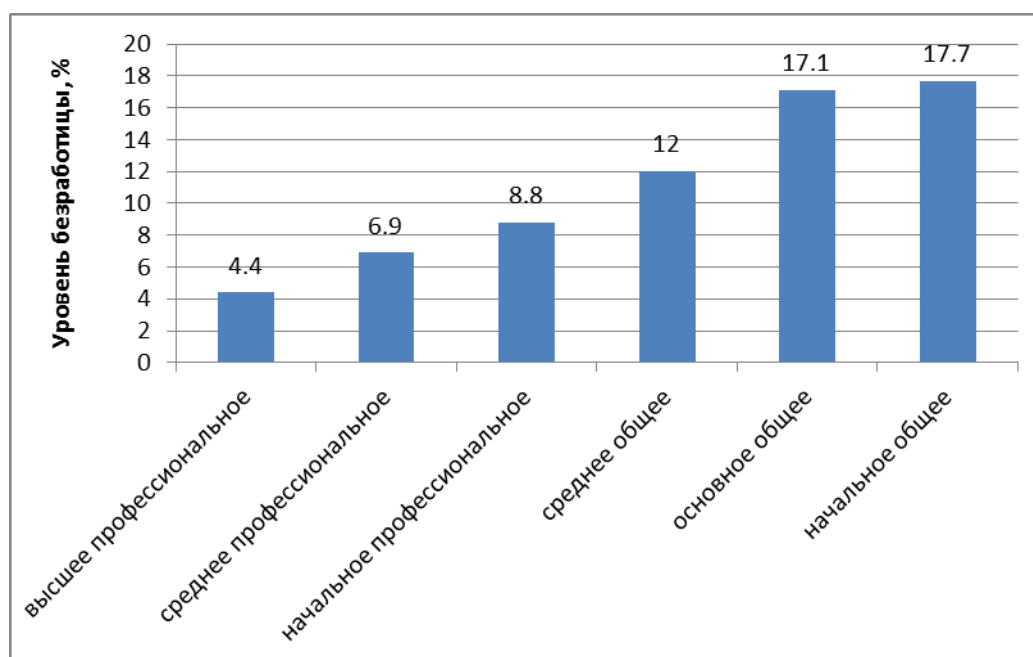
Конечно, можно предположить, что эффект от быстрого роста третичного образования просто не успел еще реализоваться, и отдача от него проявится в последующие десятилетия. Существующее несоответствие между уровнем образования населения и уровнем экономического развития можно объяснить, наряду с другими причинами, или низким качеством образования, или низкой эффективностью рынка

³ Российские программы среднего и высшего профессионального образования согласно Международной стандартной классификации образования (ISCED-97) включаются в третичное образование (tertiary education type В и tertiary education type А, соответственно).

труда, не позволяющей полностью реализовать имеющийся образовательный потенциал, или и тем и другим.

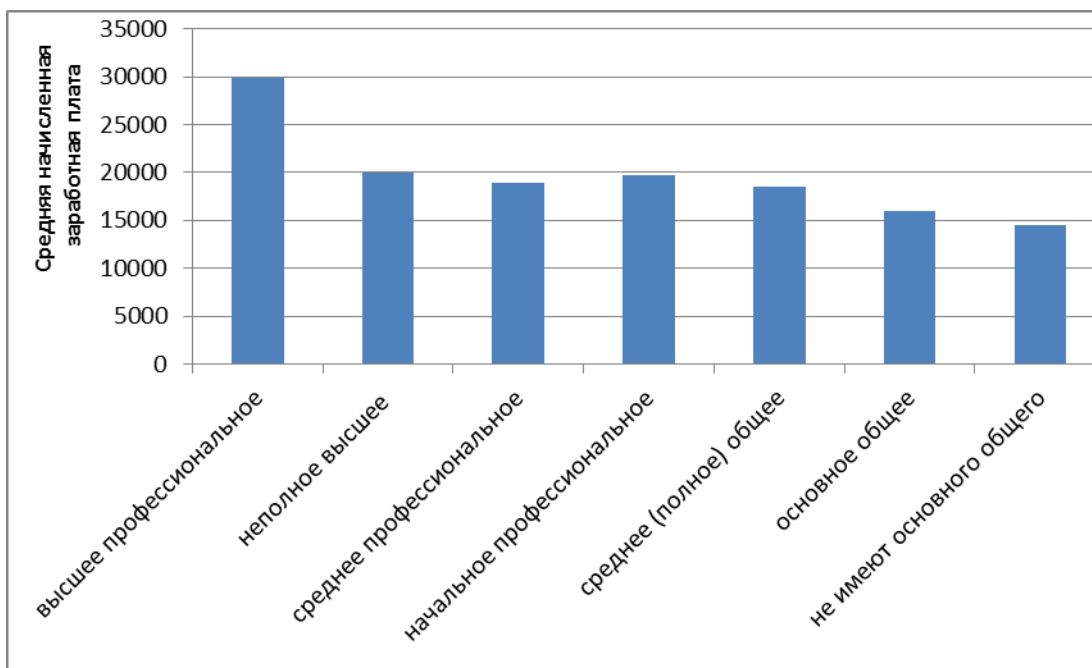
Нужно отметить, что на уровне индивидов образование дает определенные преимущества на рынке труда. Уровень экономической активности населения повышается с увеличением уровня образования, достигая максимума среди лиц с высшим профессиональным образованием. Образование существенно понижает риск безработицы – уровень безработицы среди людей с высшим образованием по данным Росстата на 2009 г. составлял 4,4%, в то время как аналогичный показатель среди граждан, имеющих только основное общее образование, был в 4 раза выше (см. Диаграмму 1).

Диаграмма 1. Уровень безработицы по образованию, 2009 (% от экономически активного населения соответствующего уровня образования)



Источник данных: Росстат

Российский рынок труда стимулирует получение высшего образования работниками, предлагая им повышенный уровень оплаты труда. По данным выборочных обследований организаций (Росстат) в 2011 г. средняя заработная плата работника с высшим образованием составила 30 тыс. руб., что существенно превышает среднюю зарплату работников с любым другим уровнем образования (см. Диаграмму 2). Диаграмма 2. Средняя начисленная заработная плата работников по уровню образования в 2011 г., руб.



Источник данных: Росстат

Таким образом, можно сделать предварительное заключение о том, что высшее образование на российском рынке труда повышает как вознаграждение работника, так и устойчивость его занятости. Для формирования более точных выводов и рекомендаций требуется проведение более глубокого экономического анализа.

Теоретические основы моделей человеческого капитала

Рассмотрим некоторые теоретические аспекты инвестиций в образование.

Вопросы о том, с чем связана дифференциация в зарплатах и почему разрыв в оплате квалифицированных и неквалифицированных работников продолжает увеличиваться, давно привлекают внимание экономистов.

Экономисты долгое время рассматривали образование как потребительское благо, непосредственно доставляющее полезность. В конце 50-х гг. XX века известный американский экономист, нобелевский лауреат, предложил понятие человеческого капитала, которое изменило взгляд на образование.

В современной экономической теории под человеческим капиталом следует понимать совокупность всех знаний, навыков и способностей, которыми обладает человек и которые могут быть использованы как в личных, так и в производственных целях. Человеческий капитал подобен физическому: он представляет собой благо длительного пользования, но с ограниченным сроком службы; он подвержен физическому износу; как и любой другой исчерпаемый ресурс, он требует расходов на «ремонт» и содержание; он может морально устаревать; его ценность может расти и

падать в зависимости от колебаний спроса на определенный вид человеческого капитала в экономике.

Экономисты рассматривают человеческий капитал как стандартное инвестиционное благо. Инвестиции в человеческий капитал, подобно любым другим инвестициям, предполагают, что человек жертвует чем-то меньшим сегодня ради получения чего-то большего завтра. Но поступать так он станет только в том случае, если рассчитывает, что его затраты окупятся и вернуться с отдачей. Как можно инвестировать в человеческий капитал? Для экономического агента основными видами вложений в человеческий капитал являются образование, производственная подготовка и охрана здоровья. Образование и подготовка на производстве увеличивают объем человеческого капитала, в то время как охрана здоровья продлевает срок его службы. На практике под инвестициями в человеческий капитал чаще всего понимают затраты на образование, поскольку именно они направлены на формирование навыков, знаний и умений.

В каждый момент времени индивид выбирает, сколько инвестировать в человеческий капитал, то есть учиться. Основной экономический аргумент в пользу продолжения обучения – увеличение своей будущей производительной способности, а значит своих будущих заработков. Отдавая сегодня приоритет образованию и жертвуя потенциальными текущими заработками, индивид ожидает более высокие заработки в будущем. Такие затраты он несет независимо от того, является ли образование платным или бесплатным.

Простейшая модель накопления человеческого капитала представлена на рис. 15.

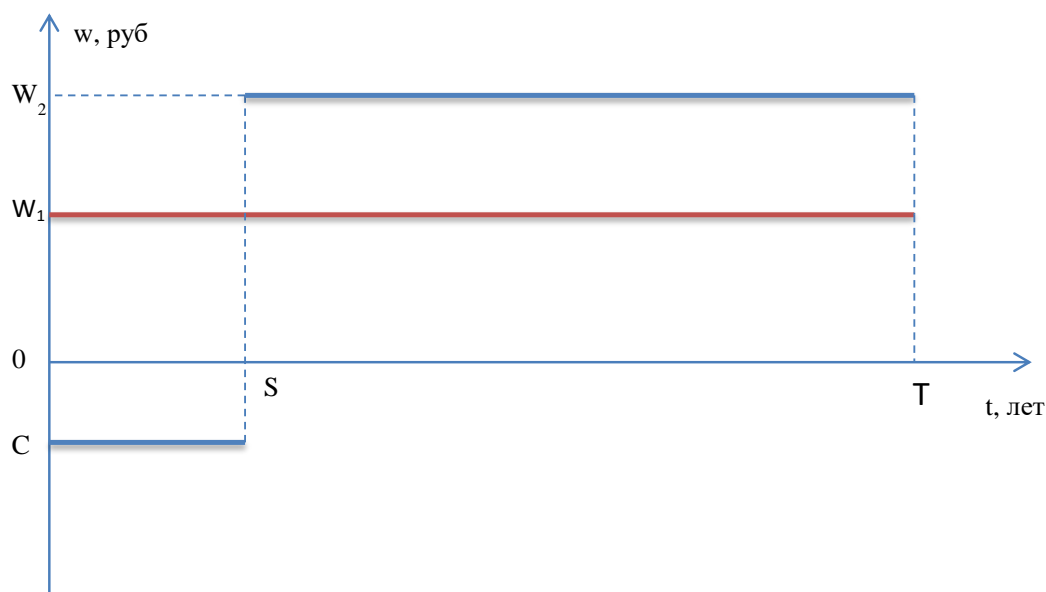


Рис. 15. Простейшая модель инвестиций в человеческий капитал

У экономического агента есть две возможности: работать и в течение всего периода T получать зарплату W_1 или сначала пойти учиться (S лет), а потом работать и получать зарплату W_2 . Причем стоимость обучения C руб. в год. Индивид максимизирует свой заработок за период T . В первом случае его суммарный доход составит $W_1 \times T$, а если он будет учиться – $W_2 \times T - C \times S$. То есть агент выберет инвестировать в свой человеческий капитал (учиться), только если выполняется условие: $W \times T - C \times S \geq W_1 \times T$.

Интересно, что стоимость образования можно понимать не только как плату за обучение и упущенные возможности заработка. В некоторых моделях стоимость образования зависит от способностей экономического агента. Чем способнее индивид, тем легче ему дается обучение и тем меньше для него удельная стоимость вложений в человеческий капитал. В таких моделях оптимальный уровень образования положительно связан со способностями агента.

В рассмотренной модели экономический агент делает выбор из двух альтернатив в определенный момент времени. Более сложные модели человеческого капитала предполагают, что в каждый момент времени у человека есть возможность часть своего дохода и человеческого капитала направить на наращивание уровня человеческого капитала. Как правило, различают две формы обучения: с отрывом от производства (обучение в школе, колледже, вузе) и на рабочих местах. В первом случае все время и вся производительная способность индивида затрачиваются на накопление

человеческого капитала. Во втором случае накопление человеческого капитала происходит либо непосредственно в ходе трудовой деятельности, либо часть рабочего времени посвящается инвестированию в знания и навыки, а часть – собственно производительному труду.

Модели человеческого капитала показывают, что оптимальное решение, позволяющее достичь максимума совокупной полезности в течение жизни или, если агент нейтрален к риску, максимума приведенного потока доходов, требует наибольших инвестиций в образование в ранние годы жизни и снижения их впоследствии. Анализ ведется с использованием понятия отдачи на человеческий капитал, аналогичного понятию отдачи на физический капитал. Подобно тому, как норма отдачи физического капитала характеризует степень прибыльности «обычных» инвестиций, норма отдачи человеческого капитала характеризует степень экономической привлекательности инвестиций в знания и навыки.

Для эффективного инвестирования в образование надо знать, какие виды образования (начальное, среднее или высшее) и какие образовательные специальности более предпочтительны для дополнительных вложений. В следующем разделе будут представлены оценки норм отдачи для разных уровней и типов образования, а также его качества в современной российской экономике.

Отдача на уровни, типы и качество образования в РФ. Эмпирические оценки⁴

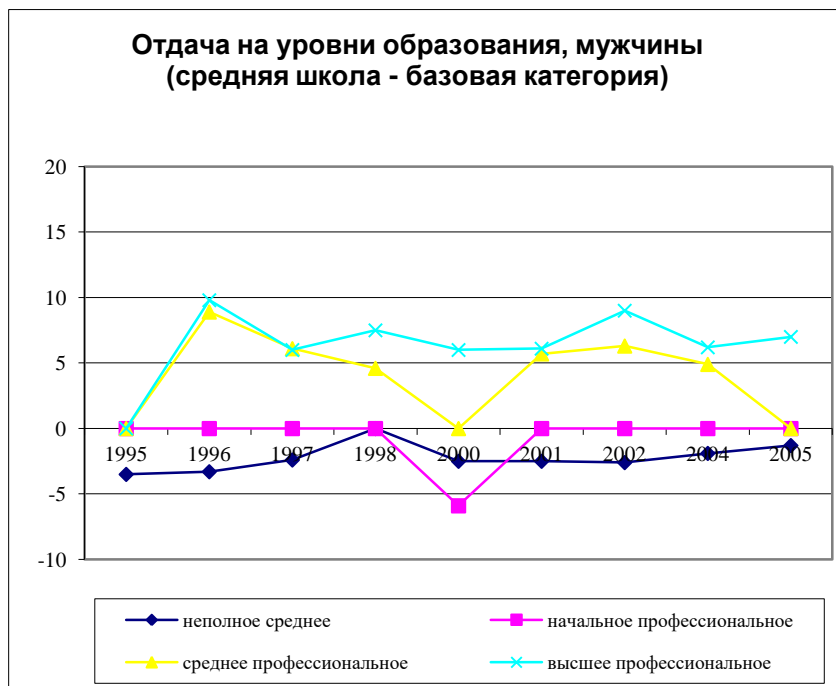
В рамках данного раздела будут представлены результаты эмпирического оценивания отдачи на уровни образования, образовательные специальности и качество образования в России, полученные с использованием данных Российского мониторинга экономического положения и здоровья населения.

Отдача на уровень образования

Отдача на образование имеет существенную гендерную вариацию. Рисунки 16 и 17 иллюстрируют изменение отдачи на уровни образования в 1995–2005 гг. для мужчин и женщин. Обращает на себя внимание стабильно высокий уровень премии за высшее

⁴ Материалы данного раздела базируются на результатах исследования Денисова И. А., Карцева М. А. Отдача на уровни, типы и качество образования / Заработная плата в России ; под ред. В. Е. Гимпельсона и Р. И. Капелюшниковой. – М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007. – Глава 7. – Стр. 343–402.

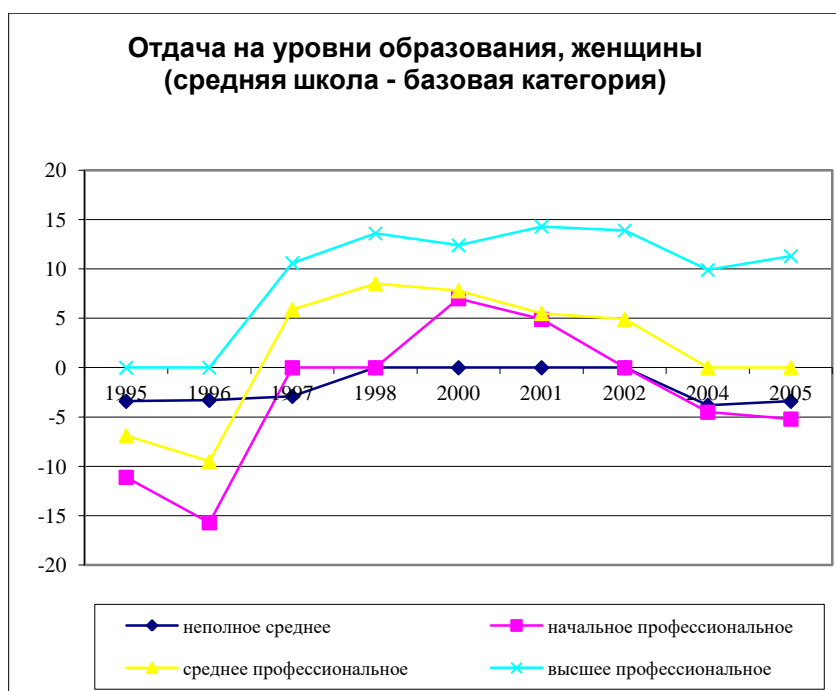
образование как для мужчин, так и для женщин⁵. Величина надбавки за высшее образование (в пересчете на один год обучения) составляла от 6% до 10% для мужчин и от 10% до 14% для женщин. Таким образом, женщины больше выигрывают от получения высшего образования по сравнению с мужчинами. Кроме того, наблюдается увеличение разрыва между премиями за высшее и за среднее профессиональное образование, особенно применительно к женщинам.



Источник данных: РМЭЗ, 1995–2005

Рис. 16. Отдача на уровни образования, 1995–2005, мужчины

⁵ Под премией за образование мы понимаем превышение уровня заработной платы индивидов с указанным уровнем образования над заработной платой индивидов со средним общим образованием, выраженное в % (в расчете на год обучения).



Источник данных: РМЭЗ, 1995–2005

Рис. 17. Отдача на уровни образования, 1995–2005, женщины

Говоря о других уровнях образования, следует отметить, что начальное профессиональное образование практически не имеет преимуществ по сравнению со средним общим образованием, среднее профессиональное образование демонстрирует положительную, но уменьшающуюся во времени отдачу. В то же время необходимо еще раз подчеркнуть, что получение высшего образования чрезвычайно приветствуется современным рынком труда.

Отдача на образовательные специальности

Существуют ли различия в отдаче – с точки зрения заработной платы или стабильности занятости – на специализацию среди имеющих среднее и высшее профессиональное образование? На рис. 18 и 19 представлены оценки средних норм отдачи на образовательные специальности для мужчин и женщин.

Интересно, что среди имеющих среднее профессиональное образование, техническая/инженерная специализация прибыльна как для женщин, так и для мужчин. Уровень отдачи колебался в разные годы от 4,0–7,9% в расчете на год обучения для мужчин до 4,6–13,6% для женщин. Кроме того, в большинстве случаев экономическое и юридическое образование обеспечивает значительную положительную премию для женщин (9–12%). Что касается остальных типов среднего профессионального образования, то они, как правило, не дают прибавки к заработкам.

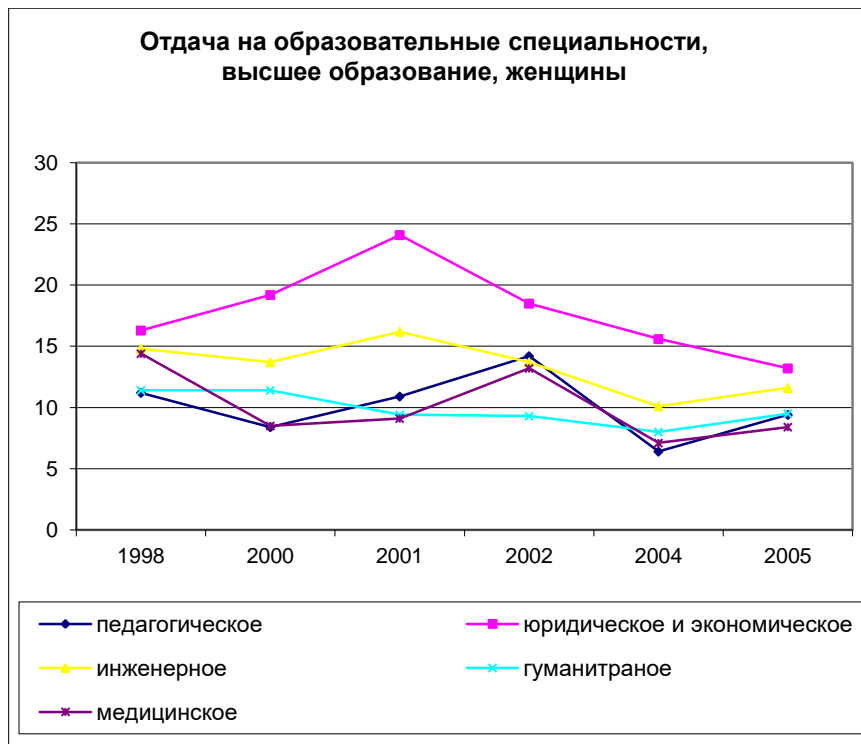
Среди имеющих высшее профессиональное образование наиболее вознаграждено экономическое, юридическое и техническое/инженерное образование,

причем как для мужчин (7–10% для технического и 6–12% для экономического и юридического), так и для женщин (10–16% для технического и 13–24% для экономического и юридического). Значимая и положительная премия наблюдается также за гуманитарное (8–11%), педагогическое (6–11%) и медицинское (8–14%) образование у женщин.



Источник данных: РМЭЗ, 1995–2005

Рис. 18. Отдача на образовательные специальности, 1998–2005, мужчины



Источник данных: РМЭЗ, 1995–2005

Рис. 19. Отдача на образовательные специальности, 1998–2005, женщины

Обращают на себя внимание различия в динамике отдачи для разных специальностей для мужчин и женщин. Например, величины отдачи на высшее инженерное образование, а также на высшее экономическое и юридическое образование для мужчин имеют тенденцию к стабилизации. В то же время, отдача на те же специализации для женщин росла до 2002 г., а затем стала уменьшаться, отразив, по-видимому, насыщение российского рынка специалистами данного профиля.

Отдача на качество высшего образования

В настоящее время рейтинги вузов составляются различными агентствами и публикуются в массовой печати. Наиболее известным является национальный рейтинг университетов (<http://unirating.ru>). Разработка методологии и расчет рейтинга – специальный проект ИА Интерфакс, инициированный в 2009 г. при поддержке Министерства образования и науки РФ. Цель проекта – разработка и апробация новых механизмов независимой системы оценки российских вузов. Рейтинг вуза составляется с учетом целого ряда критериев деятельности вуза и может служить мерой качества образования.

Несмотря на скепсис многих экспертов относительно связи между рынком труда и системой образования, в российских условиях более качественное образование значимо вознаграждается. Исследование, проведенное с использованием данных РМЭЗ

1995–2005, показывает, что рейтинг вузов имеет значение: чем лучше вуз, тем выше заработная плата его выпускника. Механизм связи престижности вузов и достижений на рынке труда неоднозначен. Мы здесь не можем однозначно сказать, что играет более важную роль – либо более качественные знания, повышающие производительность труда, либо сигнал (более информативный, нежели просто уровень образования) о способностях человека, либо приобретенные им в процессе учебы связи. Но что бы это ни было, вывод о высокой ценности качества получаемого образования не отменяется.

Основные выводы

Подводя итоги, необходимо отметить еще раз, что нормы отдачи являются индикатором производительной ценности образования, а также сигналом для индивидов и общества об относительной прибыльности инвестиций в человеческий капитал. Несмотря на то, что приведенные в ходе лекции оценки уровней отдачи основаны на данных 1995–2005 гг. и являются, скорее, иллюстративными, тем не менее, они хорошо отражают тенденции современного рынка труда в РФ.

Правовые вопросы трудовых взаимоотношений

Правовые вопросы трудовых взаимоотношений регулируются *Трудовым Кодексом Российской Федерации (ТК РФ)*. Трудовой кодекс РФ, в частности, устанавливает права и обязанности работника и работодателя, регулирует вопросы охраны труда, профессиональной подготовки, переподготовки и повышения квалификации, трудоустройства, социального партнерства. Закрепляются правила оплаты и нормирования труда, порядок разрешения трудовых споров.

Основным документом, регулирующим особенности трудовых взаимоотношений работника и работодателя, является трудовой договор. Трудовой договор является одним из главных оснований (основополагающим юридическим фактом), определяющим возникновение, изменение и прекращение трудовых отношений между работодателем и работником.

Трудовой договор – соглашение между работодателем и работником, в соответствии с которым работодатель обязуется предоставить работнику работу, обеспечить условия труда, предусмотренные трудовым законодательством и иными нормативными правовыми актами, содержащими нормы трудового права, коллективным договором, соглашениями, локальными нормативными актами и данным соглашением, своевременно и в полном размере выплачивать работнику заработную плату. Работник обязуется лично выполнять определенную этим соглашением

трудо­вую функ­цию, соблю­дать пра­вила внут­рен­не­го трудо­во­го рас­по­ря­дка, дей­ст­вую­щие у дан­но­го рабо­то­да­те­ля. Сторо­на­ми трудо­во­го до­го­во­ра яв­ля­ют­ся рабо­то­да­тель и рабо­тник (ст. 56 ТК РФ).

Дей­ст­вую­щее трудо­вое за­ко­но­да­тель­ство РФ раз­ре­ша­ет граж­да­ни­ну за­клю­чать кро­ме сво­е­го ос­нов­но­го трудо­во­го до­го­во­ра вто­рой – по сов­ме­ща­е­мой ра­бо­те. Та­кая ра­бо­та на­зы­ва­ет­ся сов­ме­ст­и­тель­ст­вом (ст. 283 ТК РФ).

Расс­мо­т­рим ос­нов­ные ви­ды трудо­вых до­го­во­ров (по вре­ме­ни дей­ст­вия):

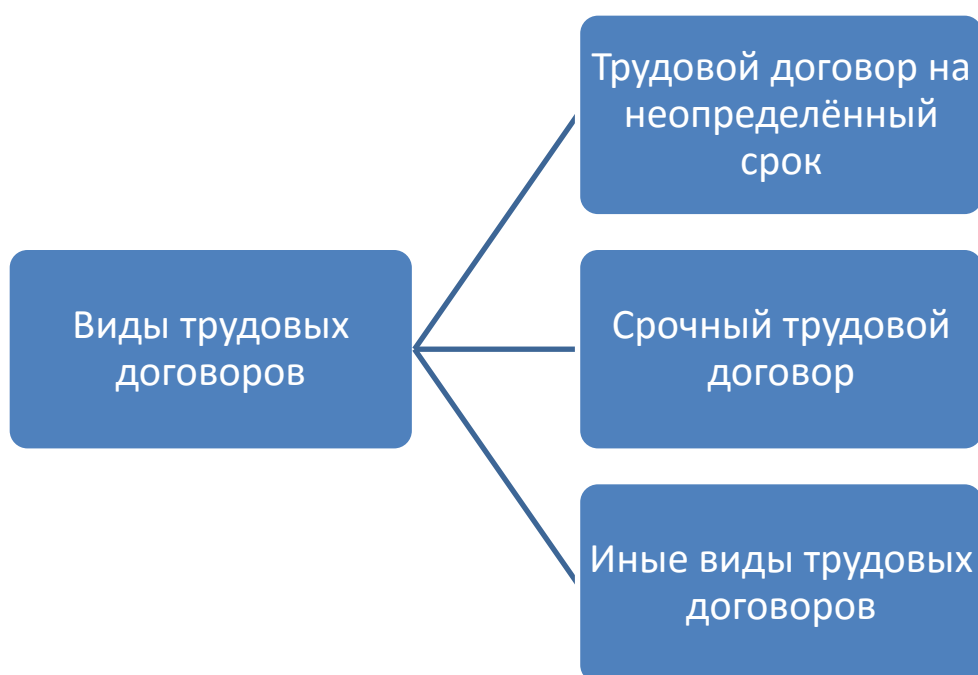


Рис. 20. Ви­ды трудо­вых до­го­во­ров

Трудо­вой до­го­вор на неопре­де­лен­ный срок (пре­ду­смот­рен­ный п. 1. ст. 58 ТК РФ) яв­ля­ет­ся ос­нов­ным и на­и­бо­лее рас­про­ст­ра­нен­ным ви­дом трудо­во­го до­го­во­ра. Он в на­и­бо­ль­шей сте­пе­ни от­ве­ча­ет ин­те­ре­сам ра­бо­тни­ка, так как обес­пе­чи­ва­ет ста­биль­ность трудо­вых от­но­ше­ний, уве­рен­ность ра­бо­тни­ка в сво­ем по­ло­же­нии, на­и­бо­лее пол­но га­ран­ти­ру­ет ему пра­ва, льго­ты и пре­иму­ще­ства, пре­ду­смот­рен­ные за­ко­но­да­тель­ст­вом и свя­зан­ные с трудо­вой де­ятель­но­стью. За­клю­чив трудо­вой до­го­вор на неопре­де­лен­ный срок, ра­бо­тник по­лу­ча­ет воз­мож­ность са­мо­му ре­шать во­прос о про­дол­жи­тель­но­сти его со­хра­не­ния, вре­ме­ни его пре­к­ра­ще­ния по сво­е­му же­ла­нию. А ра­бо­то­да­тель, на­про­тив, мо­жет рас­торг­нуть трудо­вой до­го­вор в од­но­ст­орон­нем по­ря­дке при от­сут­ст­вии со­гла­сия ра­бо­тни­ка толь­ко в слу­ча­ях, пря­мо пре­ду­смот­рен­ных ТК РФ, ины­ми за­ко­на­ми или со­гла­ше­ни­ем сто­рон. При­зна­вая за трудо­вым до­го­во­ром, за­клю­чен­ным на

неопределенный срок, наиболее желаемую форму установления трудовых отношений, ТК требует, чтобы трудовые договоры заключались, как правило, на неопределенный срок.

Срочный трудовой договор заключается, когда трудовые отношения не могут быть установлены на неопределенный срок с учетом характера предстоящей работы или условий ее выполнения, а именно в случаях, предусмотренных ч. 1 ст. 59 Трудового кодекса (например, временные работы, сезонные работы, пусконаладочные и др.).

Если в трудовом договоре не оговорен срок его действия, то договор считается заключенным на неопределенный срок. В случае, когда ни одна из сторон не потребовала расторжения срочного трудового договора в связи с истечением срока его действия и работник продолжает работу после истечения срока действия трудового договора, условие о срочном характере трудового договора утрачивает силу и трудовой договор считается заключенным на неопределенный срок.

Существует также классификация трудовых договоров по характеру трудовых отношений:

- трудовой договор по основному месту работы (ст. 56 ТК РФ);
- трудовой договор на работе по совместительству (ст. 44 ТК РФ);
- трудовой договор о временной работе сроком до двух месяцев (ст. 45 ТК РФ);
- трудовой договор о сезонной работе (ст. 46 ТК РФ);
- трудовой договор о работе у работодателя – физического лица (ст. 48 ТК РФ);
- трудовой договор о работе на дому (ст. 49 ТК РФ);
- контракт о государственной (муниципальной) службе (ФЗ от 27 июля 2004 г. «О государственной гражданской службе в Российской Федерации»).

Контракт также можно отнести к разновидности трудового договора, с учетом той особенности, что основное правовое регулирование содержится в специальных законах, регламентирующих отдельные виды государственной (муниципальной) службы, а трудовое законодательство действует в части, не урегулированной специальными законами.

Оформление приема на работу (гл. 10 ТК РФ)

Прием на работу оформляется приказом (распоряжением) работодателя, изданным на основании заключенного трудового договора. Содержание приказа (распоряжения) работодателя должно соответствовать условиям заключенного трудового договора.

Приказ (распоряжение) работодателя о приеме на работу объявляется работнику под роспись в трехдневный срок со дня фактического начала работы. По требованию

работника работодатель обязан выдать ему надлежаще заверенную копию указанного приказа (распоряжения).

При приеме на работу (до подписания трудового договора) работодатель обязан ознакомить работника под роспись с правилами внутреннего трудового распорядка, иными локальными нормативными актами, непосредственно связанными с трудовой деятельностью работника, коллективным договором.

Испытательный срок

Работодатель может установить для работника испытательный срок. В соответствии со статьей 70 Трудового кодекса РФ испытательный срок – это срок, который устанавливается, для того чтобы проверить при приеме на работу соответствие работника поручаемой ему работе. В трудовом договоре обязательно должно быть указано условие об испытательном сроке. Кроме того, продолжительность испытательного срока должна быть указана и в приказе о приеме на работу, так как содержание приказа о приеме на работу должно соответствовать трудовому договору.

Работодатель (согласно ТК РФ) **не имеет права** устанавливать испытательный срок для лиц, окончивших имеющие государственную аккредитацию образовательные учреждения начального, среднего и высшего профессионального образования и впервые поступающих на работу по полученной специальности в течение одного года со дня окончания образовательного учреждения.

Обычный испытательный срок не может быть больше трех месяцев. Срок испытания, прописанный в трудовом договоре, не может быть впоследствии продлен. Молодым соискателям следует иметь в виду, что существуют недобросовестные работодатели, которые используют дешевую рабочую силу с помощью установления испытательного срока, по истечении которого работник заведомо увольняется и принимается новый работник на испытательный срок.

Кроме того, работодатель не имеет права устанавливать неоплачиваемый испытательный срок. В течение испытательного срока работнику должна выплачиваться заработная плата (ст. 70 ТК РФ).

Длительность рабочего дня (гл. 15–16 ТК РФ)

Рабочее время – это то время, в течение которого работник по условиям трудового договора должен выполнять свои трудовые обязанности, а также некоторые другие периоды времени, которые законодательство РФ относит к рабочему времени.

По продолжительности рабочее время разделяется на:

- Рабочее время нормальной продолжительности.

- Сокращенное рабочее время.
- Неполное рабочее время.

Рабочее время нормальной продолжительности и сокращенное рабочее время устанавливаются Трудовым кодексом и другими законами, тогда как неполное рабочее время устанавливается по соглашению между работником и работодателем.

Рабочее время нормальной продолжительности. Нормальная продолжительность рабочего времени является одновременно максимальной и не может быть больше 40 часов в неделю. Работа за пределами нормальной продолжительности рабочего времени представляет собой либо сверхурочную работу (если возникает по инициативе работодателя), либо работу на условиях ненормированного рабочего дня.

Сокращенное рабочее время. Сокращенное рабочее время представляет собой установленную законом продолжительность рабочего времени, которая меньше нормальной, но оплачивается полностью (исключением являются работники в возрасте до 18 лет, для которых норма выработки устанавливается пропорционально сокращенной продолжительности рабочего времени).

Сокращенная продолжительность рабочего времени установлена для:

- работников моложе 16 лет – не более 24 часов в неделю;
- от 16 до 18 лет – не более 35 часов в неделю (если речь идет об учащихся в возрасте до 18 лет, которые работают в свободное от учебы время, то для них максимальная продолжительность рабочего времени не должна превышать половину от обычной нормы: кому нет 16 – не более 12 часов; кому от 16 до 18 – не более 17,5 часов, независимо от того, в каком образовательном учреждении учится ребенок – будь то ПТУ, учреждение среднего специального или высшего профессионального образования);
- работников-инвалидов I или II группы – не более 35 часов в неделю;
- работников, занятых на работах с вредными и опасными условиями труда, не более 36 часов в неделю (если такие условия труда установлены по результатам аттестации рабочих мест по условиям труда).

Неполное рабочее время. Неполное рабочее время – это вид рабочего времени, который работодатель:

- вправе установить – по соглашению с работником при приеме работника на работу (условие о неполном рабочем времени должно содержаться в трудовом договоре) либо в дальнейшем, когда работник уже некоторое время трудится у этого работодателя;

- обязан установить – по просьбе заинтересованного в этом работника – беременной женщины, одного из родителей (опекуна, попечителя), у которого есть ребенок младше 14 лет (или ребенок-инвалид в возрасте до 18 лет), работника, ухаживающего за больным членом своей семьи согласно медицинскому заключению.

Кроме того, работодатель может установить для работника неполное рабочее время, если изменились условия труда и это может вызвать массовое увольнение работников. Виды неполного рабочего времени:

- неполный рабочий день (смена) – уменьшается продолжительность ежедневной работы (работник работает меньше часов, чем установлено в данной организации, – пять часов вместо восьми, например);

- неполная рабочая неделя – уменьшается количество рабочих дней в неделю, но сохраняется нормальная (установленная для данной категории работников) продолжительность рабочего дня (то есть работник трудится меньшее количество дней в неделю – например, четыре вместо положенных пяти или шести);

- одновременное сокращение продолжительности рабочего дня и рабочей недели.

Рабочий день – это установленное законом время суток, затрачиваемое на работу. Длительность работы в течение суток, момент ее начала и окончания, перерывы устанавливаются правилами трудового распорядка, а для сменной работы – еще и графиками сменности.

Сверхурочная работа. Сверхурочная работа – работа, выполняемая работником по инициативе работодателя за пределами установленной для работника продолжительности рабочего времени: ежедневной работы (смены), а при суммированном учете рабочего времени – сверх нормального числа рабочих часов за учетный период.

Трудовой кодекс (ст. 152) устанавливает следующие правила оплаты сверхурочной работы:

- первые два часа сверхурочной работы оплачиваются не менее чем в 1,5 размере;
- за последующие часы – не менее чем в двойном размере.

Отпуска

В соответствии с Трудовым кодексом Российской Федерации установлены следующие виды отпусков, предоставляемых работнику:

- ежегодный оплачиваемый отпуск;

- ежегодные дополнительные оплачиваемые отпуска;
- отпуска без сохранения заработной платы;
- иные отпуска (например, отпуск по беременности и родам).

Работникам предоставляются ежегодные оплачиваемые отпуска с сохранением места работы (должности) и среднего заработка. Ежегодный основной оплачиваемый отпуск предоставляется работникам продолжительностью 28 календарных дней. Ежегодный основной оплачиваемый отпуск продолжительностью более 28 календарных дней (удлиненный основной отпуск) предоставляется работникам в соответствии с Трудовым Кодексом и иными федеральными законами.

Способы разрешения трудовых конфликтов⁶

Работодатели и работники ежедневно сталкиваются с вопросами в области трудового права. С изменением социально-экономических условий жизни в стране возрастает значимость трудовых правоотношений, а вместе с этим и количество случаев нарушения трудовых прав. Существуют следующие виды нарушений трудового права:

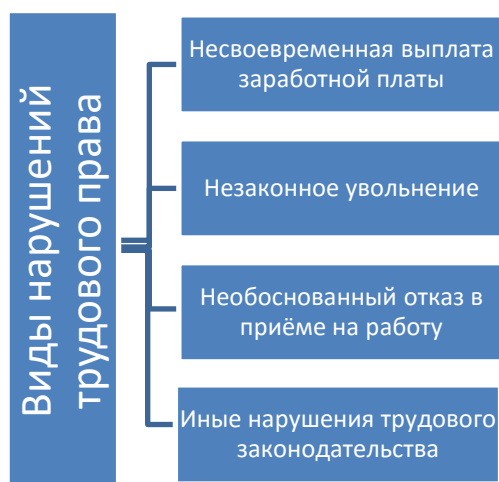


Рис. 21. Виды нарушений трудового права

Одной из основных причин нарушения трудовых прав и возникновения трудовых конфликтов являются слабое знание работниками правовых норм, непонимание правового механизма регулирования трудовых отношений.

Действующий Трудовой кодекс различает два вида трудовых споров: индивидуальные и коллективные. Под индивидуальными трудовыми спорами

⁶ По материалам официального сайта коллегии адвокатов Forensis.

понимается конфликт, в котором участвуют работодатель и один конкретный работник или лицо, ранее состоявшее в трудовых отношениях с этим работодателем. Такой спор обычно вызван разногласиями по вопросам применения норм трудового права в отношении стороны, чьи права считаются нарушенными, а также установления или изменения данных норм.

Под коллективными трудовыми спорами понимается конфликт между работодателем и значительным количеством работников, предметом спора могут быть вопросы установления и изменения условий труда, заключения, изменения и выполнения коллективных договоров, соглашений, социально-трудовые отношения.

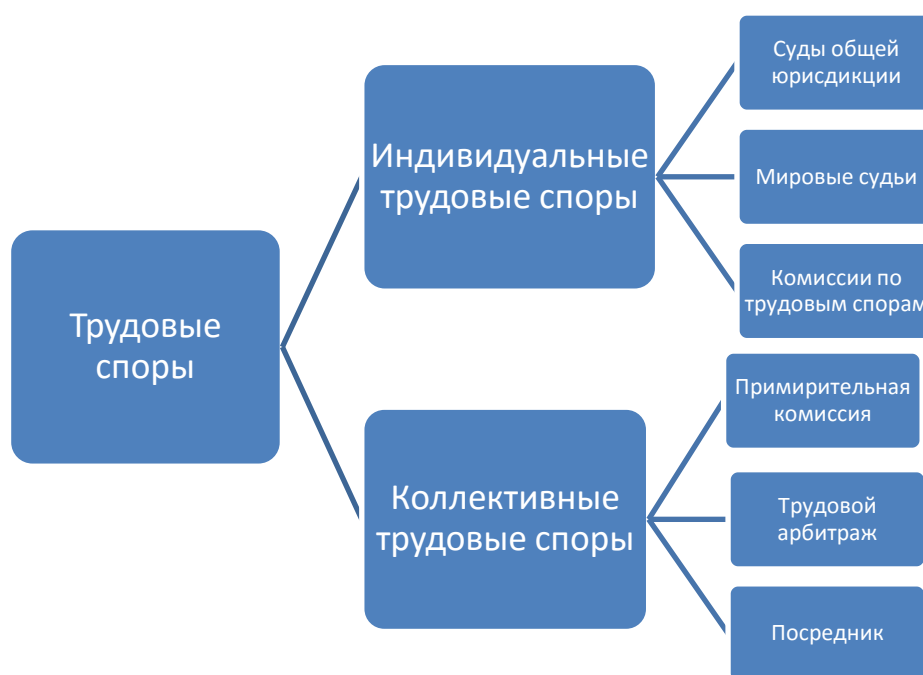


Рис. 22. Виды трудовых споров

Трудовые споры могут возникнуть на любом этапе трудовых отношений, начиная с приема на работу и даже после увольнения.

Возникновение трудовых споров можно отнести не только к ситуации, когда стороны состоят в трудовых отношениях (например, споры об изменении существенных условий трудового договора, споры по вопросам заработной платы и премирования), но и когда между ними еще такие правоотношения не возникли (например, споры о приеме на работу и заключении трудового договора) или когда фактически трудовые правоотношения между работником и работодателем уже прекращены (споры о восстановлении на работе).

Процедура прохождения трудового спора на различных стадиях гражданского судопроизводства, начиная с подачи искового заявления в суд и заканчивая

вынесением решения, закреплена Гражданским процессуальным кодексом Российской Федерации. Особенности рассмотрения индивидуальных трудовых споров отдельных категорий работников устанавливаются федеральными законами (ст. 383 ТК РФ).

К органам, рассматривающим индивидуальные трудовые споры, относятся:

- суды общей юрисдикции;
- мировые судьи;
- комиссии по трудовым спорам.

Органами по рассмотрению коллективных трудовых споров во внесудебном порядке являются:

- примирительная комиссия;
- трудовой арбитраж;
- посредник.

Все вопросы, связанные с трудовыми спорами в РФ регулируются Трудовым Кодексом Российской Федерации (ТК РФ) и Постановлением Пленума Верховного Суда от 17 марта 2004 г. о применении судами Трудового Кодекса Российской Федерации.

В случае нарушения своих прав, работники могут обращаться в следующие инстанции:

- Суды общей юрисдикции, мировые суды (при помощи составления искового заявления).
- Прокуратуру (необходимо попасть на прием к дежурному прокурору).
- Государственную инспекцию труда (подача заявления о нарушении прав работодателем).

Рассмотрим подробнее механизм и особенности обращения в каждую из указанных инстанций. Обращение в суд требует составления искового заявления. Также необходимо иметь различные обоснования, доказывающие нарушения прав работника, которые могут различаться в зависимости от характера нарушения прав. В качестве таких обоснований могут выступать трудовой договор и различные документы, связанные с осуществлением трудовой деятельности (заявление о приеме на работу, штатное расписание, квитанции, командировочные листы, технические задания и т. д.), свидетельские показания.

Чтобы избежать последующего нарушения прав и иметь возможность эффективно отстаивать свои права, работник должен документировать свою трудовую деятельность, сохранять наиболее важные документы, связанные с осуществлением трудовой деятельности.

Судебные издержки при обращении работника в суд минимальны: необходимо составить иск (работник может составить его самостоятельно), пошлины за принятие иска и ведение судебного дела отсутствуют. В случае наличия доказывающих документов, как показывает судебная практика, **подавляющее число судебных дел** в отношении нарушения работодателем трудовых прав работника **решается в пользу работника**. Исключением из правила являются судебные процессы против крупных государственных компаний и различных бюджетных организаций. Во-первых, такие организации с меньшей вероятностью идут на нарушение прав работников, во-вторых, процедуры найма, увольнения и выплаты заработной платы здесь четко прописаны и суды, чаще всего, встают на сторону государственных органов.

Другой инстанцией, в которую может обратиться работник, является прокуратура. Работник, чьи права были нарушены, может обратиться в прокуратуру и попасть на прием к дежурному прокурору. Использование этого инструмента, с одной стороны, может решить проблему быстрее, чем обращение в суд, с другой стороны, попасть на прием к дежурному прокурору может быть относительно сложно. В любом случае, обращение к дежурному прокурору также является эффективным механизмом защиты прав работника.

Работник может также обратиться в Государственную инспекцию труда, которая помогает защитить права работников и имеет достаточные полномочия, чтобы наложить штраф на работодателя в случае наличия правонарушений. При Государственной инспекции труда работает «горячая линия», оказывающая консультационную поддержку обратившимся гражданам.

Алгоритм «Работодатель нарушает Ваши права. Что делать?»

1. Анализ ситуации и оценка досудебных перспектив.
2. Обращение к вышестоящему начальству в компании по поводу нарушения прав со стороны непосредственного начальника.
3. Обращение в «горячую линию» Государственной инспекции труда.
4. Обращение с исковым заявлением в суды общей юрисдикции или мировые суды, обращение в Прокуратуру или Государственную инспекцию труда.
5. Судебное урегулирование трудовых споров состоит из следующих этапов:
 - 1) Сбор и систематизация документов, доказывающих нарушение работодателем Ваших трудовых прав (трудоустройство, трудовой договор, заявление о приеме на работу, штатное расписание, квитанции, командировочные листы, технические задания и т. д.).

- 2) Подготовка процессуальных документов: исковых заявлений, отзывов на исковые заявления, кассационных жалоб, заявлений и ходатайств, иных процессуальных документов.
- 3) Экспертиза предоставляемых документов.
- 4) Рассмотрение дела в суде / судах разных инстанций.

Поиск вакансий⁷

Варианты поиска работы могут быть представлены в виде схемы, представленной на рис. 23.

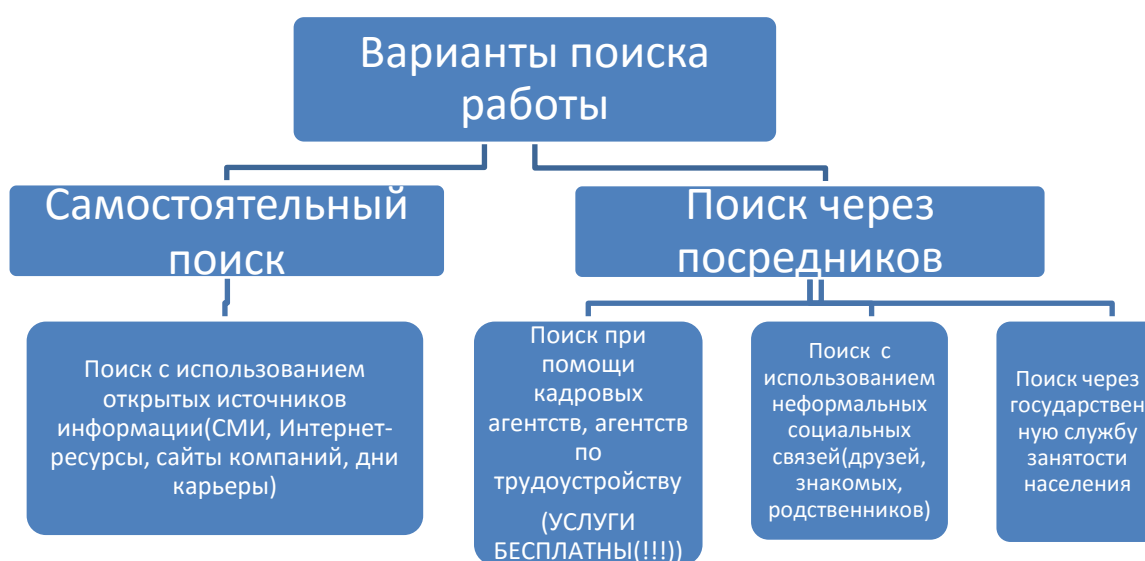


Рис. 23. Варианты поиска работы

Самостоятельный поиск

Среди основных вариантов поиска работы используется самостоятельный поиск с использованием открытых источников информации, поиск при помощи кадровых агентств и поиск с использованием неформальных социальных связей. Следует помнить, что услуги кадровых агентств для соискателей работы являются бесплатными.

Рассмотрим каждый из представленных вариантов подробнее.

Интернет. Наиболее доступным и простым способом поиска работы, которым по статистике пользуется порядка 80% соискателей, является поиск работы через интернет. Самые популярные интернет-ресурсы для поиска работы:

- HH.ru.

⁷ Раздел подготовлен с использованием материалов «Справочника карьериста-2012. Газета Ведомости» и сайта superjob.ru.

- Superjob.ru.

- Job.ru.

Для выпускников вузов и молодых специалистов с хорошим образованием эффективными ресурсами для поиска работы будут сайты:

- HH.ru.
- Career.ru.
- E-Graduate.ru.
- Jobfair.ru.
- Staffwell.ru.
- vakant.ru.
- HR-Portal.ru.

Также для поиска работы в интернете можно использовать социальные сети www.vkontakte.ru и www.odnoklassniki.ru, хотя этот способ поиска работы на данный момент признается недостаточно эффективным.

Сайты компаний. Искать вакансии можно и на сайтах отраслевых объединений и компаний. Сайты многих компаний содержат самый свежий перечень вакансий, формы заявки на стажировку, информацию о ее презентациях и других рекрутмент-мероприятиях, на которые можно зарегистрироваться.

СМИ. Другим эффективным источником самостоятельного поиска работы являются СМИ. Все СМИ делятся на два основных сегмента, в зависимости от качества предоставляемых вакансий: известные деловые газеты и журналы («Ведомости», The Moscow Times, «Элитный персонал», «Финанс», «Эксперт») предлагают высокооплачиваемые вакансии для молодых специалистов с высоким уровнем образования. В то же время в газетах с большими тиражами («Работа для вас», «Работа и зарплата») основная масса предложений относится к сфере HoReCa (индустрия отдыха и развлечений) или розничной торговли. В основном они не требуют какой-то специальной подготовки от соискателей.

Карьерный центр университета / ярмарки вакансий. Самостоятельный поиск работы может осуществляться и при помощи дней карьеры, карьерного центра университета и различных ярмарок вакансий. Университетская служба занятости может оказаться вам очень полезной, ведь у нее есть база вакансий и стажировок, где встречаются интересные варианты. Кроме того, некоторые центры помогают составить резюме, тестируют на профессиональные предпочтения, моделируют собеседование.

Осенью и весной в вузах России проходят ярмарки вакансий. Вначале представители компаний выступают с презентациями или проводят деловые игры, а

затем можно лично пообщаться с ними. Особенно полезны для трудоустройства деловые игры – часто после одного дня работы в команде сразу предлагают пройти интервью. Такая возможность есть и на презентациях компаний (объявления о них заранее вывешиваются в университетах). Старайтесь обратить на себя внимание представителей компании, заполните анкету на вакансии компании, и тогда у вас будет больше шансов получить работу.

Поиск через посредников

Знакомые и однокурсники. По данным исследования кадрового агентства Kelly Services, самый эффективный способ найти работу – поиск работы с использованием неформальных социальных связей (друзей, знакомых, родственников). С помощью друзей и знакомых находят работу около трети россиян, причем в некоторые компании (как крупные, так и маленькие) берут на работу только по рекомендации сотрудника или партнера компании. Поиск работы через знакомых, выяснило Kelly Services, эффективнее, чем поиск работы через печатные СМИ и прямое обращение в компанию, на четвертом месте по эффективности находится поиск по объявлениям в интернете. Интересно также, что есть и профессиональная специфика: так, с помощью друзей и знакомых в основном ищут работу юристы (36,59%) и финансисты (32%).

Кадровые агентства. Следует отметить, что большинство кадровых агентств специализируются на подборе руководителей среднего и высшего звена, в то время как трудоустройством молодых специалистов занимаются такие агентства, как: Анкор, Future Today, E-Graduate, Контакт. Важно, что услуги кадровых агентств оплачиваются работодателями, в то время как для соискателей они являются бесплатными.

Государственная служба занятости населения. ГСЗН осуществляет меры государственной политики и поддержки населения на рынке труда РФ. ГСЗН предоставляет возможности для поиска работы. Подробнее работа этой службы будет рассмотрена в следующем разделе.

Составление резюме⁸

Резюме служит визитной карточкой соискателя, поэтому к оформлению его нужно отнестись так же серьезно, как и к составлению самого документа. Наличие или отсутствие ошибок в тексте резюме свидетельствует об общем уровне подготовки кандидата: об эрудиции, теоретической подкованности, умении четко и связно излагать

⁸ Раздел подготовлен при использовании материалов «Справочника карьериста-2012. Газета Вестник» и сайта superjob.ru

свои мысли. Лучше семь раз проверить документ перед отправкой потенциальному работодателю, чем потом быть отвергнутым из-за какого-либо досадного промаха.

Прежде чем приступить к составлению резюме, следует определиться с его типом. Наиболее распространенными являются следующие типы:⁹

Хронологическое – подразумевает перечисление в хронологическом порядке, начиная с последнего места работы, компаний, в которых вы работали, позиций, которые занимали, обязанностей, которые выполняли. Такой тип резюме подойдет для большинства кандидатов (пример представлен в Приложении 2).

Функциональное – в функциональном резюме основное внимание уделяется профессиональным навыкам и достижениям. Этот формат позволяет сфокусировать внимание работодателя не на том, где вы работали и какие позиции занимали, а на том, что вы делали (пример представлен в Приложении 3).

Гибридное – включает перечень основных функций, которые вам приходилось выполнять, с указанием в обратном хронологическом порядке тех компаний, где вы работали. Лишь незначительно отличается от хронологического (пример представлен в Приложении 4).

Резюме в текстовом формате – представляет собой упрощенную версию резюме и предназначено, как правило, для пересылки по электронной почте в теле письма (Приложение 5).

Резюме для временного (контрактного) работника – подходит для соискателей, у которых были периоды контрактной работы одновременно на нескольких работодателях (Приложение 6).

Таргетированное резюме руководителя – предназначается для конкретной вакансии, не содержит никакой дополнительной информации.

Удлиненное резюме руководителя – вариант для менеджеров топ-уровня, по объему превышает стандартные 1–2 страницы обычного резюме.

В любом случае, какой бы тип резюме вы ни выбрали, для достижения цели вам необходимо учитывать общие правила оформления такого вида документов.

Общепринятые стандарты оформления резюме

Нестандартное оформление «режет» глаза и затрудняет восприятие информации. При оформлении резюме следует учитывать тот факт, что в большинстве случаев оно пересылается по электронной почте и просматривается затем на экране компьютера. Поэтому если резюме будет крайне неудобно для просмотра в обычных рабочих

⁹ Примеры наиболее распространенных видов резюме представлены в Приложениях 2–6.

условиях, то вероятность того, что ваш отклик на вакансию будет прочитан работодателем, резко снижается. Следовательно, при составлении CV обратите внимание на необходимые стандарты, которым должен соответствовать создаваемый вами документ:

1. Одна страница формата А4.
2. Распространенный шрифт: например, Times или Arial.
3. Размер шрифта – от 12 до 14 пунктов.
4. Желательно оставить справа поля шириной 2 см, чтобы рекрутер имел возможность делать какие-то пометки.
5. Оптимальный размер файла резюме – 100–150 килобайтов.

Структура резюме/правила его составления

1. ФИО.
2. Год рождения.
3. Контакты.

В резюме следует указывать полностью всю контактную информацию: ФИО, телефон (мобильный и домашний), адрес электронной почты (следует завести «серьезный» деловой адрес почты, варианты типа superdevochka@mail.ru не отвечают деловому стилю резюме), адрес проживания и т. д.

4. Цель:
 - желаемая должность (позиция);
 - уровень заработной платы.

Четко опишите свою цель/желаемую позицию. В разделе «Цель» может стоять конкретная позиция (стажер, ассистент или вообще начальная позиция), указание на функциональное направление или отдел (маркетинг, продажи, логистика и проч.), а также указание на сферу бизнеса (FMCG, консалтинг, производственная компания и т. д.). С осторожностью следует подходить к указанию уровня желаемого дохода. Следует указывать средний либо минимальный уровень заработной платы, который Вы готовы рассмотреть.

5. Образование:
 - Вуз.
 - Факультет.
 - Специальность.
 - Годы обучения.

В случае если Вы являетесь обладателем красного диплома – упомяните этот факт. Если Вы учитесь и параллельно заняты поиском работы, важно указать форму обучения (очная, вечерняя, заочная).

6. Дополнительное образование:

- Название курсов дополнительного образования.
- Дата прохождения.
- Наличие сертификата.

В данном пункте следует указать все семинары, курсы и тренинги, которые Вы посещали. Следует отметить также наличие сертификатов по пройденным курсам. Указывайте только те курсы/тренинги, которые могут быть актуальны для соответствующей вакансии. Не следует указывать курсы, которые никак не относятся к возможному месту работы.

7. Опыт работы:

- Дата начала работы – Дата окончания работы.
- Название компании.
- Должность.
- Должностные обязанности.
- Участие в проектах.

Следует указывать компании, в которых Вы работали в обратной хронологии, т. е. начинать следует с текущего работодателя. Необходимо указать должность (позицию), на которой Вы работали, кратко описать Ваши должностные обязанности и основные проекты, в которых Вы участвовали.

8. Достижения.

Напишите о своих достижениях/результатах на каждом месте работы. Они помогут создать о вас впечатление как о сотруднике, в первую очередь ориентированном на результат для компании. Используйте выражения «организовал, создал, увеличил и др.».

9. Дополнительные навыки/дополнительная информация.

10. Знание иностранных языков: иностранный язык (уровень владения), наличие международных сертификатов, подтверждающих уровень владения языком (TOEFL, IELTS).

11. Умение пользоваться ПК (программы, в которых умеете работать).

12. Знание специализированных компьютерных программ (статистических пакетов, специализированных дизайнерских, конструкторских, бухгалтерских программ).

13. Наличие водительских прав и навыков вождения автомобиля.

14. Брачный статус.

15. Личные характеристики.

Следует быть осторожным с перечислением личных качеств (целеустремленность, ответственность, креативность и т. д.), так как на собеседовании Вы должны быть готовы на примерах доказать, что Вы действительно ими обладаете.

16. Рекомендации.

Этот раздел не является обязательным. Если у вас есть коллеги, готовые дать вам рекомендации, то обязательно укажите их имена, должности и контакты. Либо укажите, что готовы предоставить рекомендации по запросу.

Если вы все-таки даете список своих прежних руководителей и их контактные данные, обязательно предупредите людей, давших рекомендации, о возможности звонка. Если вы не уверены в том, что они дадут блестящие отзывы, лучше опустите этот раздел.

Типичные ошибки при написании резюме

1. Не стоит включать в резюме фотографии большого размера или громоздкие элементы оформления.

2. Не следует архивировать резюме.

3. Не нужно называть подготовленный к отправке файл словами наподобие resume.doc. Менеджер по персоналу, сохраняя такой файл на своем компьютере, вынужден будет его переименовать, чтобы впоследствии быстро найти нужный документ, поэтому оптимальный вариант – указать в качестве названия файла собственную фамилию, например sidorov.doc.

4. Крайне нежелательно использовать CAPS LOCK. Не стоит также составлять резюме в формате Excel, Power Point и других.

5. Проверьте резюме на наличие грамматических и стилистических ошибок.

Наличие или отсутствие ошибок в тексте резюме свидетельствует об общем уровне подготовки кандидата: о его эрудиции, теоретической подкованности, умении четко и связно излагать свои мысли. Если вы не уверены, что составили документ грамотно, попросите знакомых прочитать его и внести необходимые исправления и дополнения.

6. Адрес электронной почты, с которого отправляется резюме и который указывается в качестве контактных данных, должен быть официальным и состоять из

имени и фамилии, следует избегать «несерьезных» названий в адресе электронной почте, типа pussycat@mail.ru.

7. Не берите в качестве шаблона анкету с сайта о работе.

8. Контактные данные должны располагаться после имени и фамилии. Не располагайте их в конце резюме.

9. Не стоит перечислять десяток личных качеств, такие как целеустремленность, креативность и т. д., если Вы не сможете подтвердить их реальными примерами из жизни на собеседовании.

Оценка привлекательности вакансии: потенциальные выгоды и подводные камни

Оценка привлекательности вакансии может быть представлена в виде следующей схемы:

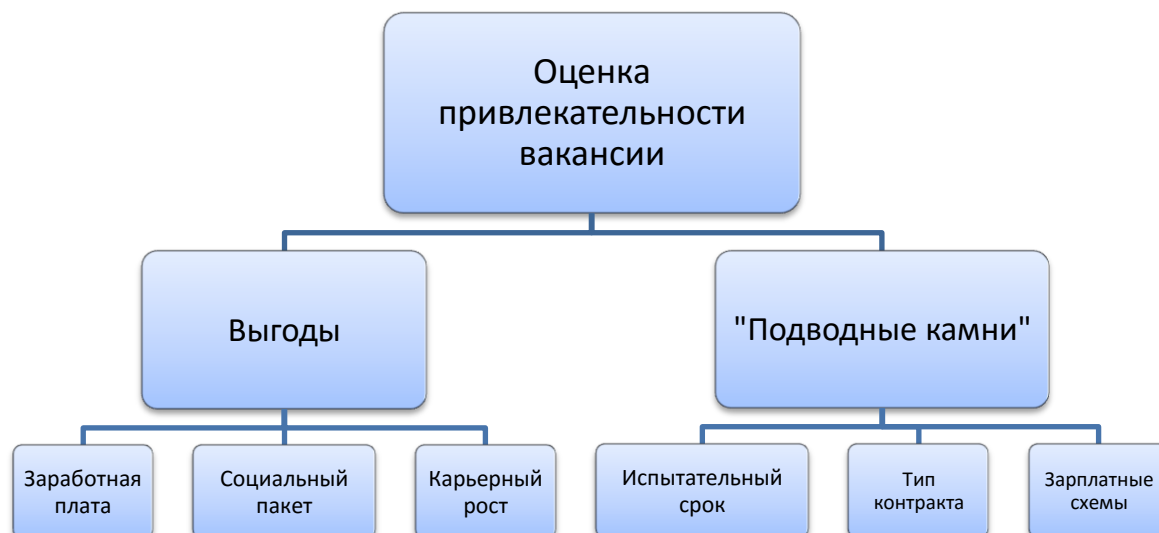


Рис. 24. Оценка привлекательности вакансии

К основным критериям для оценки привлекательности вакансии следует отнести следующие:

1. Зарботная плата (доход).
2. Социальный пакет.
3. Карьерный рост.
4. Бренд компании, ее принадлежность к числу международных.
5. Условия и безопасность труда.
6. Статус Вашей должности и коллектив.
7. График работы.
8. Потенциальные выгоды.

Заработная плата

Наверное, для многих ключевым критерием привлекательности вакансии является доход, который она обеспечивает, или уровень заработной платы. Заработная плата обычно состоит из фиксированной части, выплачиваемой независимо от результатов работы, и стимулирующей части (бонусов), которая выплачивается в зависимости от результатов работы работника либо результатов деятельности компании. В некоторых профессиях фиксированная часть может отсутствовать, и заработок работника будет определяться только результатами его деятельности (характерно, например, для менеджеров по продажам).

Социальный пакет

Наряду с зарплатным вознаграждением работодатели обеспечивают работников так называемым «социальным пакетом», в который в зависимости от работодателя могут входить следующие составляющие:

- добровольное медицинское страхование (ДМС);
- негосударственное пенсионное страхование;
- оплата проезда работника (включая проезд работника до места работы и обратно);
- предоставление работникам беспроцентных займов, в том числе целевых на приобретение жилья;
- оплата найма жилья;
- доплата до среднего (фактического) заработка при временной нетрудоспособности и наступлении отпуска по беременности и родам;
- оплата питания;
- путевки в оздоровительные детские лагеря, санатории, дома отдыха и т. п.;
- оплата содержания детей работников в детских садах;
- оплата коммунальных услуг;
- оплата занятий спортом (спортивные клубы, фитнес-центры, бассейны) и культурного отдыха;
- новогодние детские подарки и билеты на новогодние детские елки;
- другие льготы и компенсации.

При оценке эффективности вакансии соискатель может попытаться в денежной форме оценить «социальный пакет», предоставляемый работодателем и прибавить его к заработной плате.

Карьерный рост

Согласно опросу компании Ernst&Young 70% опрошенных наряду с уровнем заработной платы важнейшим фактором привлекательности вакансии признали возможности для карьерного роста. При оценке потенциала для карьерного роста соискателю следует оценить возможности фирмы, сможет ли она обеспечить вам рост заработной платы при росте роли самой фирмы на рынке.

Немаловажное значение имеют и перспективы роста работника внутри компании, так как расти в стенах одной фирмы было бы комфортнее, нежели часто менять место работы. В этом смысле выгодно отличаются крупные международные компании, с хорошо отработанными прозрачными механизмами карьерного роста, которые определяются результатами работы и специфическим стажем работника на предприятии. Можно задать вопрос о возможностях карьерного роста и факторах, определяющих карьерный рост, на собеседовании.

Бренд компании, ее принадлежность к числу международных

Другим важнейшим фактором привлекательности вакансии является бренд и имидж компании на рынке. Соискатели в среднем предпочитают известные международные компании с сильным брендом. Обычно принадлежность компании к числу международных, лидирующих на рынке и имеющих сильный бренд гарантирует определенный уровень качества вакансии и наличие прозрачных механизмов установления заработных плат и карьерного роста.

Условия и безопасность труда

На результат труда напрямую влияет оснащенность рабочего места человека, то есть, если Вам для работы важна нормальная техника, то Вы должны быть ею обеспечены.

Не менее важны комфорт, чистота, ведь именно на работе человек проводит практически треть своей жизни, а это значит, что работать в ненадлежащих условиях ему будет, мягко говоря, неудобно. Кстати, удаленность Вашей работы от Вашего дома также необходимо учитывать и причислять к условиям труда, причем измерять следует не по километражу, а по времени, проведенному в дороге, с учетом пробок и т. д.

Статус Вашей должности и коллектив

Также следует обращать не меньшее внимание на статус вакансии, ведь для того чтобы решать задачи реально, необходимо иметь реальные полномочия. Оценить эту

самую реальность декларируемых полномочий можно лишь после разговора с непосредственным начальником.

Не менее важно и наличие нормального делового коллектива. Обратить тут внимание надо не на уровень компетентности потенциальных коллег, а на рабочую атмосферу.

График работы

Очень важным критерием оценки привлекательности вакансии является график работы. В особенности он важен для молодых сотрудников, так как многим из них приходится совмещать работу с различными видами учебной активности (обучение на «дневном» или «вечернем» отделении университета, в аспирантуре и т. д.). Кроме того, график работы и то количество часов, которое Вы должны будете в течение недели отработать, определяет Вашу почасовую заработную плату, которую также следует мысленно рассчитать. Дело в том, что могут быть две работы с одинаковой заработной платой, но одна из которых предполагает полную занятость и даже возможные негласные переработки, и другая – на которой график работы свободный и зависит от выполняемых проектов. В этом случае критерием определения наиболее привлекательной работы является именно график работы и почасовая заработная плата. Следует также иметь в виду, что в соответствии со статьей 91 ТК РФ нормальная продолжительность рабочего времени не может превышать 40 часов в неделю.

«Подводные камни»

«Зарплатная вилка»

При публикации вакансии работодатели используют такой прием привлечения соискателей, как «зарплатная вилка». Если вам встречается большая зарплатная вилка (к примеру, 30 000–50 000 руб.), знайте, что вам почти со 100%-ной вероятностью предложат нижнюю границу. Повышение – «По результатам работы», или «После испытательного срока», или «После запуска нового проекта». В любом случае вы вряд ли его дождетесь. Верхний предел нужен лишь для того, чтобы привлечь соискателя, а вот мотивировать уже работающего сотрудника, по мнению таких работодателей, совершенно не обязательно. И хотя сотруднику в некоторых случаях действительно могут предложить поработать на испытательном сроке за несколько меньшие деньги, разрыв обычно составляет не более 25%, но никак не 50% и не 100%. Крайний случай, когда верхняя и нижняя граница отличаются в разы: «35 000–100 000

руб.». Что наводит на мысль уже не о хитрости HR-специалиста, а о недобросовестном работодателе.

«Зарплатные схемы»

1 января 2010 г. единый социальный налог (ЕСН) был заменен страховыми взносами, а его ставка повышена. Ранее ЕСН составлял лишь 26%, затем он был резко увеличен до 34%. На сегодняшний день этот показатель составляет **порядка 30%** от заработной платы. Как правило, мы не задумываемся, во сколько обходимся работодателю, а оказывается, что за каждого сотрудника, получающего около 20 000 руб., работодатель вынужден еще 10 000 руб. перечислять в виде подоходного налога и тех самых страховых выплат, которыми заменили ЕСН. Высокая ставка страховых взносов, а также порядок исчисления налоговой базы по НДФЛ провоцируют создание всевозможных механизмов по минимизации НДФЛ и социальных взносов. Все они, так или иначе, основаны на том, чтобы любыми путями понизить выплату работникам «официальной» зарплаты. Соответственно, уменьшение размера зарплаты позволяет сэкономить приличные суммы налогов. Экономия «зарплатных налогов» может осуществляться при помощи следующих «зарплатных схем»:

- Выдача заработной платы «в конвертах».
- Подмена заработной платы иными выплатами (через гражданско-правовые договоры).
- Использование схем аренды персонала – «заемного труда».

Все перечисленные «зарплатные схемы» позволяют работодателю экономить на отчислениях в социальные и пенсионные фонды, но несут большую опасность для работника. Не многие из нас задумываются в начале карьеры о своих пенсионных накоплениях, но все же стоит иметь в виду, что выплачивая вам заработную плату «в конверте», работодатель тем самым понижает размер Вашей будущей пенсии.

В случае если работодатель использует одну из перечисленных зарплатных схем, либо фиксированная часть Вашей зарплаты очень невелика, и большая ее часть состоит из бонусов, – это как минимум повод задуматься. Выплачивая, например, заработную плату в конвертах, работодатель нарушает закон.

Следует также различать так называемую «белую», «серую» и «черную» заработные платы. «Белая» заработная плата – это заработная плата, которая выплачивается работнику в четком соответствии с трудовым договором и законодательством РФ.

«Серая» заработная плата – рассмотренные в предыдущем пункте «зарплатные схемы», снижающие налоговую нагрузку на работодателей.

«Черная» заработная плата – это ситуация, при которой работодатель вообще не нанимает сотрудника официально, не заключает с ним трудового договора, но выплачивает ему заработную плату «в конверте».

Испытательный срок

Работодатель также может установить испытательный срок. Подробнее информация об испытательном сроке была ранее представлена на лекциях.

Тип контракта

Работодатель может предложить работнику срочный трудовой договор, или договор на временную работу, или гражданско-правовой договор. По общему правилу срочный трудовой договор заключается, когда трудовые отношения не могут быть установлены на неопределенный срок ввиду характера предстоящей работы или условий ее выполнения. Перечень предусматривает около 20 случаев, когда условиями трудового соглашения разрешается устанавливать срок его действия, в частности:

- при замене отсутствующего работника, за которым, согласно закону, сохраняется место работы;
- при проведении работ, выходящих за рамки обычной деятельности организации (реконструкция, монтажные, пусконаладочные и другие работы);
- при выполнении временных (до двух месяцев) или сезонных работ;
- при заключении договоров с совместителями;
- при заключении договора со студентами, которые обучаются на дневных отделениях вузов.

Следует отметить, что запрещено заключать срочные трудовые договоры с целью лишить работников прав и гарантий, которые им полагаются при подписании бессрочных соглашений (ст. 58 ТК РФ). Таким образом, в срочном контракте обязательно должна быть ссылка на обстоятельство или причину, которые послужили основанием для заключения подобного соглашения. Во-вторых, на работников, с которыми заключен срочный трудовой договор, распространяются практически все права и гарантии, предусмотренные законодательством. Более того, если такой договор не был расторгнут по истечении срока и сотрудник продолжает работу, соглашение считается заключенным на неопределенный срок. При заключении срочного трудового договора от работника не требуется предоставления каких-либо особых документов.

Как обычно, ему достаточно подписать соглашение в письменной форме, а работодателю – издать приказ о приеме нового сотрудника.

При расторжении срочного трудового договора работник должен предупредить работодателя в письменной форме минимум за 3 дня. Трудовой договор, заключенный на время исполнения обязанностей отсутствующего сотрудника, расторгается с выходом последнего на работу (ст. 79 ТК РФ). Стоит учитывать и следующие особенности: при заключении срочного трудового договора на срок менее двух месяцев работнику не может быть установлен испытательный срок. При приеме сотрудника на сезонные работы испытательный срок не может превышать двух недель.

При определении величины налога на доходы физических лиц, удерживаемого из дохода работника, следует обратить внимание на применение стандартных налоговых вычетов. Напомним, что стандартный налоговый вычет предоставляется только при наличии письменного заявления работника. Если сотрудник работает на основании срочного трудового договора по совместительству, он может подать заявление на стандартный вычет у любого из работодателей.

Гражданско-правовой договор используется работодателями для оптимизации налогообложения с целью подменить заработную плату работника иными выплатами.

Встреча с работодателем. Собеседование

Подготовка к собеседованию: пошаговая инструкция (10 шагов)¹⁰

1. Соберите всю доступную о компании информацию в интернете (с корпоративного сайта, из пресс-релизов и т. д.). Это поможет вам ответить на частый вопрос: «А что вы знаете о нашей компании?» Изучите описание вакансии и требования к кандидату, и у вас наготове будут доказательства, что из перечисленного вы делали раньше и какими из требуемых навыков вы владеете.

2. Подготовьте документы, которые могут понадобиться на собеседовании:

- резюме в двух экземплярах;
- паспорт;
- диплом об образовании с вкладышем;
- дипломы о дополнительном образовании, сертификаты об окончании курсов, удостоверения и т. п. (не следует брать с собой документы, не имеющие отношения к должности, на которую Вы претендуете).

¹⁰ Раздел подготовлен при использовании материалов «Справочника карьериста-2012. Газета Ведомости» и сайта superjob.ru.

3. Подготовьтесь к содержательной стороне собеседования, к ответам на возможные вопросы, придумайте примеры из своей профессиональной практики. Продумайте ответы на вопросы работодателя на собеседовании, которые в том или ином виде обязательно прозвучат в ходе Вашего разговора:

- Почему Вы ушли (решили уйти) с последнего места работы, где Вы сейчас работаете?
- Почему Вы хотите работать именно в нашей компании? Какую пользу Ваша деятельность как сотрудника может принести нашей компании?
- Назовите свои самые большие достоинства и слабости как сотрудника.
- Назовите Ваши самые большие достижения как специалиста; были ли у Вас неудачи в профессиональной деятельности, и какие они?

Готовьтесь давать правдивые ответы на вопросы на собеседовании (в ходе интервью или после ложь обязательно всплывет). При ответе на вопрос: «Почему Вы решили сменить работу?» – не следует давать негативные отзывы о коллегах и руководителях, ограничьтесь нейтральными высказываниями: отсутствие возможностей для профессионального роста, нерегулярность в получении денежного вознаграждения, удаленность от дома, неудобный график работы и т. п. Говоря о возможной будущей работе в новой компании, дайте понять собеседнику, что Вы заинтересованы работать именно в этой компании, можете быть ей полезны как специалист, но при этом Вы должны четко представлять, чем занимается компания, чтобы не попасть в неловкую ситуацию. Сумеете правильно повести себя в этом вопросе – Ваши шансы быть принятым на работу в эту компанию возрастут в несколько раз.

Отвечая на вопросы о своих достоинствах и особенно недостатках, о достижениях и неудачах, будьте осторожны. Проявите достаточную самокритичность к своей персоне, это поднимет Ваш авторитет в глазах собеседника. Говоря о своих упущениях, необязательно приводить свои самые большие промахи. Здесь главное, чтобы Вы могли показать, что Вы сами исправили свой промах и избавили компанию от неприятностей или свели их к минимуму. Будьте готовы к тестам или практическим заданиям (как психологическим, так и профессиональным), которые работодатель может предложить Вам пройти.

4. Подготовьте заранее вопросы, которые Вы хотели бы задать работодателю.

5. Наметьте маршрут поездки на собеседование, рассчитайте время, которое нужно затратить на дорогу, добавьте еще запас времени (минут 30) на случай возможных транспортных затруднений, с которыми Вы можете столкнуться в дороге.

Можно предварительно съездить к месту проведения собеседования, если Вы сомневаетесь, что в назначенный день сможете быстро и без проблем найти нужное здание. Учтите, что опоздание недопустимо!

6. Уделите внимание внешнему виду. Одежда, обувь, прическа – обо всем этом надо позаботиться заранее. Продумайте одежду, в которой пойдете на встречу с работодателем. Всем знакома пословица: «Встречают по одежке, провожают по уму». Пусть первое впечатление о Вас будет самым благоприятным. Естественно, одежда должна соответствовать той должности, на которую Вы претендуете. Возможно, строгий деловой костюм уместен не для каждой должности, однако опрятная одежда в деловом стиле, чистые волосы и ногти, начищенная обувь обязательно произведут необходимое положительное впечатление на Вашего собеседника. Никаких хозяйственных сумок, авосек, замусоленных пакетов с продуктами, рюкзаков в ваших руках быть не должно!

7. Перед собеседованием нужно хорошо себя чувствовать, быть полным сил, поэтому важно отдохнуть накануне и хорошо выспаться.

8. Позитивный настрой – залог успеха. Не забудьте о психологической готовности к собеседованию.

9. Помните, что на собеседовании не только работодатель выбирает подходящего кандидата, но и соискатель оценивает, подходит ли ему это место работы. Если вы будете стремиться обмануть интервьюера и получить работу любой ценой, то вполне вероятно, что в дальнейшем вам будет очень тяжело адаптироваться в условиях, которые вы не приемлите, работа будет вам в тягость.

Итак, вы представились интервьюеру. Вы не опоздали и прекрасно выглядите, вы были вежливы и уверены в себе. Теперь ваша задача – выделиться на фоне других соискателей, представить себя в наиболее выгодном свете. Лучше заранее подготовиться к возможным вопросам, которые вам могут задать. Очень часто в замешательство кандидата на вакансию приводит простой вопрос: «Расскажите о себе». Человек теряется, не знает, с чего начать, и рассказывает то, о чем говорить не собирался.

10. Это довольно распространенный прием, поэтому заранее продумайте, что вы будете говорить, составьте краткий, но содержательный рассказ о себе с акцентом на интересе к данной области деятельности. Не стоит начинать с обсуждения подробностей личной жизни и здоровья, раздражать интервьюера излишней информацией и утомительными подробностями. Вполне достаточно рассказать о своем образовании, почему вы выбрали именно эту профессиональную область, как строилась

ваша карьера. Если будет необходимо что-то уточнить, вам зададут дополнительный вопрос. Подготовьтесь к ответам на другие возможные вопросы собеседования:

- Какую пользу ваша деятельность как сотрудника может принести нашей компании?
- Расскажите о вашем последнем месте работы.
- Что вы знаете о нашей компании?
- Почему вы хотите работать именно у нас?
- Какое отношение ваше образование или трудовой опыт имеют к данной работе?
- Чем вы сможете быть полезны нашей фирме?
- Каковы ваши сильные стороны?
- В чем заключаются ваши главные недостатки?
- Что вам нравилось больше всего, а что меньше всего на вашей прежней работе?
- Какова была ваша самая серьезная ошибка на прежней работе?
- Как вы проводите свободное время, ваши интересы вне работы?

Часто соискателю приходится сталкиваться и с «неудобными» вопросами: о планах относительно рождения детей, материальном положении семьи, о состоянии здоровья, о религиозных и политических взглядах. По собственной инициативе лучше не выходить на обсуждение этих тем, но и избегать ответа на прямо заданный вопрос не стоит. Лучше заранее продумать, что и в какой форме вы готовы рассказать «о личном». Самая лучшая тактика – ничего не придумывать, рассказывать о себе без лишних подробностей, но и с определенной долей искренности, делая акцент на том, что личные обстоятельства (наличие или отсутствие семьи, детей, политические взгляды, здоровье и т. д.) не помешают вам активно включиться в работу и достигать поставленных целей.

Собеседование с работодателем. О чем нужно помнить при прохождении собеседования

Постарайтесь прийти на встречу чуть раньше назначенного срока. Лучше вы подождете 10 минут в приемной, чем работодатель будет ждать вас полминуты. Опоздание на встречу, даже по не зависящим от вас обстоятельствам, на 99% перечеркнет все надежды на получение работы в этой компании.

Если вдруг все-таки такая ситуация произошла, вы чувствуете, что не успеваете к назначенному времени, обязательно позвоните по контактному телефону, извинитесь,

объясните причину вашего опоздания и узнайте, сможет ли работодатель принять вас в этот же день чуть позже или есть возможность перенести встречу на другое время.

Если вы вообще решили не ходить на собеседование (передумали работать в этой компании, у вас другие срочные дела и т. п.) **ОБЯЗАТЕЛЬНО** позвоните работодателю и сообщите об этом, предварительно извинившись, что нарушили его планы. Пусть хорошее впечатление о вас, полученное в предварительной беседе по телефону, ничего не испортит!

Входя в офис, обязательно поздоровайтесь, попросите сообщить о вашем приходе сотруднику, с которым у вас назначено собеседование. Если вас попросят немного подождать, не стоит возмущаться и воспринимать это как неуважение к себе. Запаситесь терпением и не теряйте чувство доброжелательности, с которым вы шли на встречу.

Заранее отключите сотовый телефон, чтобы ничто не могло помешать вашей беседе.

Заходя в кабинет, поздоровайтесь, обращаясь по имени и отчеству к сотруднику, с которым будете беседовать. Обязательно улыбнитесь. Скажите, что вам очень приятно приглашение на собеседование именно в эту компанию. Этим вы сможете заранее расположить к себе собеседника.

Сядьте так, чтобы ваше лицо было обращено к собеседнику. Передвиньте стул, если это необходимо. Не разваливайтесь на стуле, не скрещивайте ноги под ним, не поджимайте их; не теребите нервно руками ручку.

Внимательно слушайте вопросы, которые вам задают, смотря при этом в лицо собеседника. Начинайте отвечать только тогда, когда поймете, о чем вас спросили. Если вопрос не совсем понятен, то, извинившись, попросите еще раз повторить его. Однако не переусердствуйте – переспрашивать почти каждый вопрос ни в коем случае нельзя.

Отвечая на вопрос, старайтесь не говорить более 2–3 минут. Этого времени вполне хватит, чтобы в целом осветить наиболее важную информацию по самому сложному вопросу. Односложные ответы «да» и «нет», тихий голос создадут впечатление вашей неуверенности в себе, неумения объяснить свою точку зрения.

Если вас попросят рассказать о себе, не следует пускаться в пространные разговоры о своей автобиографии. Тем более недопустимо отвечать, что в резюме уже все написано. Расскажите о своем образовании, опыте работы. Это продемонстрирует лишний раз ваши профессиональные навыки и качества.

На собеседовании у вас будет возможность задать и те вопросы, которые вы подготовили заранее, и те, которые возникли у вас в ходе беседы.

Если вас интересует возможность карьерного роста, то важно суметь правильно задать этот вопрос. Имейте в виду, что вас приглашают в компанию на конкретную должность, на решение определенного круга задач. Не все должности предусматривают карьерный рост. Кроме того, работодателям сложно обсуждать этот вопрос, не зная ваших возможностей и способностей. Тем не менее, вполне уместно узнать у работодателя, практикуется ли в компании ротация кадров, существуют ли в отдаленной перспективе возможности роста с данной позиции и обязательно спросить, что для этого нужно (дополнительное образование, курсы повышения квалификации, наработка опыта или что-то еще). Узнайте, какие программы по обучению или повышению квалификации сотрудников существуют в компании. Тогда вы будете выглядеть серьезным и целенаправленным человеком. А это еще один плюс в вашу пользу.

Открытая улыбка, немного хорошего и ненавязчивого юмора, и тогда небольшие промахи будут вам обязательно прощены. Деловому разговору улыбка не мешает, наоборот, остается впечатление, что вы опытный, а потому уверенный в себе человек.

Не спрашивайте сразу же про уровень заработной платы. Подождите, пока сам работодатель начнет об этом говорить. Если же работодатель сам не указывает уровень заработной платы, об этом можно спросить в конце собеседования.

Прощаясь по окончании собеседования с сотрудником, который его проводил, обязательно поблагодарите за предоставленную вам возможность пройти собеседование в данной компании вне зависимости от окончательного выбора, который сделает работодатель.

Мнение интервьюера о вас складывается и из того, насколько ваше поведение соответствует правилам делового этикета, грамотно ли вы говорите. В особенности это касается вакансий, где необходимо общаться с клиентами и партнерами, участвовать в переговорах. Поэтому обращайте внимание на то, в какой позе вы сидите, как жестикулируете, насколько внимательно слушаете собеседника. Не стоит перебивать, говорить слишком громко, жестикулировать чересчур активно, так же как и не стоит мямлить еле слышно и нервно крутить что-то в руках.

На собеседовании Вам помогут несколько простых правил эффективного общения:

- улыбайтесь, открытое, доброжелательное выражение лица сразу расположит к вам собеседника;
- установите и поддерживайте с собеседником зрительный контакт;

- ваша поза должна быть «открытой» – никаких скрещенных рук и ног;
- уделяйте внимание тембру голоса, темпу и грамотности речи.

Ваша задача – овладеть собой, почувствовать себя уверенно, проявить внимание и симпатию к собеседнику. Если вам это удастся, вы сможете передать эти уверенность и симпатию вашему потенциальному работодателю, даже не задумываясь о том, как вы сидите или улыбаетесь.

Государственная служба занятости населения

Каковы стимулы государства помогать безработным? Почему государство тратит существенные бюджетные средства на поддержку безработных граждан?

Основным следствием безработицы для домохозяйств является снижение доходов домохозяйств и увеличение риска бедности. Наряду с этим безработные граждане теряют квалификацию, происходит потеря человеческого капитала. Также немаловажно то, что безработные, а в особенности длительно безработные граждане имеют сниженную мотивацию к труду. Таким образом, если безработица приобретает массовый характер, то негативные социально-экономические последствия могут оказаться существенной проблемой для государства в целом – снижение ВВП, потери человеческого капитала, рост уровня бедности, увеличение неравенства, усиление социальной напряженности, обострение криминогенной ситуации. Кроме того, именно во времена всплесков безработицы в современном обществе возникали наиболее реакционные политические режимы. Таким образом, массовая безработица – опасное и в экономическом, и в политическом смысле явление.

Основным органом исполнительной власти РФ, осуществляющим государственную политику в области занятости населения, является Федеральная служба по труду и занятости (Роструд <http://www.rostrud.ru>), которая находится в ведении Минздравсоцразвития. Главные принципы работы государственной службы занятости в РФ содержатся в статье 15 ФЗ «О занятости населения в Российской Федерации». Согласно закону, основными задачами СЗ являются:

- оценка состояния и прогноз развития занятости населения, информирование о положении на рынке труда;
- информирование граждан Российской Федерации, в том числе в электронной форме, о положении на рынке труда, правах и гарантиях в области занятости населения и защиты от безработицы;
- разработка и реализация программ, предусматривающих мероприятия по содействию занятости населения, включая программы содействия занятости граждан,

находящихся под риском увольнения, а также граждан, испытывающих трудности в поиске работы;

- содействие гражданам в поиске подходящей работы, а работодателям в подборе необходимых работников;
- организация мероприятий активной политики занятости населения;
- осуществление социальных выплат гражданам, признанным в установленном порядке безработными, в соответствии с настоящим Законом и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации;
- осуществление контроля над обеспечением государственных гарантий в области занятости населения.

Федеральная служба по труду и занятости осуществляет свою деятельность непосредственно и через свои территориальные органы. В регионах практически в каждом муниципальном образовании работают центры занятости населения. Именно в муниципальные центры занятости идет основной поток граждан, ищущих работу. Как правило, в каждом муниципальном образовании работает один центр занятости, расположенный в административном центре данного образования. В ряде крупных городов для удобства граждан центры занятости открыты в каждом районе.

Немаловажным является тот факт, что все услуги, направленные на содействие занятости, оказываются гражданам бесплатно.

Справочная информация о работе центров занятости подробно представлена в интернете. На сайтах центров занятости можно найти как контактную информацию, так и информацию о предоставляемых услугах, нормативные документы, обзоры локального рынка труда, отчеты о работе СЗ за предыдущие временные периоды и другую полезную информацию. Нужно отметить, что наполнение сайтов варьируется от региона к региону.

Примеры сайтов:

- Департамент труда и занятости населения г. Москвы <http://trud.mos.ru/>
- Центр занятости населения г. Волгограда <http://czn.volgadmin.ru/>
- Нижегородская областная служба занятости населения <http://www.czn.nnov.ru/>
- Самарская областная служба занятости <http://trud.samregion.ru/home.aspx>
- Комитет по труду и занятости населения Санкт-Петербурга <http://www.rspb.ru/>
- Центр занятости населения города Новосибирска <http://www.gczn.nsk.su/>

Программы рынка труда

Существуют два типа государственных программ рынка труда – пассивные программы и активные программы. Пассивные программы заключаются в материальной поддержке безработных граждан (пособие по безработице, различные социальные выплаты). Активные программы рынка труда направлены на содействие гражданам в поиске работы.

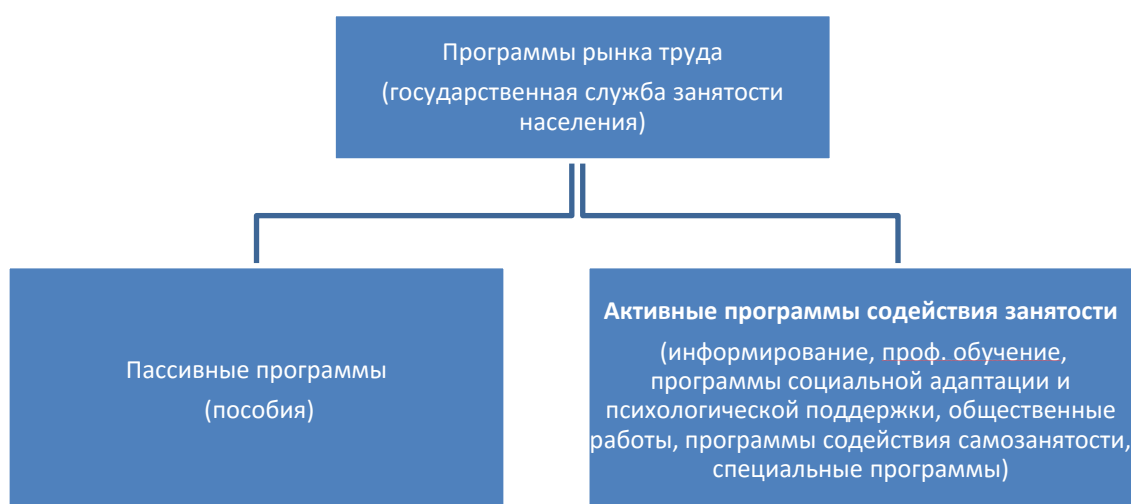


Рис. 25. Программы рынка труда в РФ

Пассивные программы рынка труда. Обращение в службу занятости. Признание безработным. Пособие по безработице

Обратиться в службу занятости может любой гражданин РФ, предоставив необходимый несложный пакет документов. Так, например, для лиц, впервые ищущих работу, понадобятся только паспорт и документ об образовании. Обратившийся гражданин будет зарегистрирован органами службы занятости как ищущий работу, и в течение 10 дней со дня регистрации в случае невозможности предоставления ему подходящей работы будет вынесено решение о признании его безработным. Не все обратившиеся в службу занятости за содействием в поиске работы получают статус безработного. Согласно ФЗ «О занятости населения в РФ» безработными не могут быть признаны следующие категории граждан:

- Не достигшие 16-тилетнего возраста.
- Пенсионеры.
- Граждане, отказавшиеся в течение 10 дней со дня их регистрации в органах службы занятости в целях поиска подходящей работы, от двух вариантов подходящей работы, включая работы временного характера.

Направление на работу выдается сотрудниками службы занятости при наличии в базе подходящих вакансий. Критерии подходящей работы устанавливаются статьей 4 данного ФЗ. Подходящая работа должна соответствовать профессиональным навыкам соискателя, состоянию его здоровья, а также транспортной доступности. Отказом от подходящей работы считается только отказ соискателя, отказ работодателя не учитывается.

- Некоторые другие категории граждан.

Пособие по безработице выплачивается только гражданам, признанным безработными в установленном порядке и назначается одновременно с установлением статуса безработного. Размер и сроки выплаты пособия установлены в Главе VI ФЗ «О занятости населения в РФ». На 2013 г. минимальный размер пособия составляет 850 руб., а максимальная величина пособия – 4900 руб. в месяц. В общем случае размер пособия определяется с учетом средней заработной платы на последнем месте работы. Важно знать, что для расчета величины пособия будет использоваться только официальная («белая») часть заработной платы. Общий срок выплаты пособия не может превышать 24 месяца в течение 36 календарных месяцев. Необходимо понимать, что однажды назначенное пособие не выплачивается в течение всего периода незанятости. Размер пособия и период его выплаты меняются в зависимости от срока незанятости.

В общем случае величина пособия рассчитывается по следующей схеме:

- в первом (12-месячном) периоде выплаты:
 - в первые 3 месяца – в размере 75% среднемесячного заработка (денежного довольствия), исчисленного за последние 3 месяца по последнему месту работы (службы);
 - в следующие 4 месяца – в размере 60%;
 - в дальнейшем – в размере 45%, но во всех случаях не выше максимальной величины пособия по безработице и не ниже минимальной величины пособия по безработице;
- во втором (12-месячном) периоде выплаты: в размере минимальной величины пособия по безработице.

Однако для некоторых категорий безработных закон устанавливает особый порядок выплат. Так, например, для ранее не работавших граждан (в том числе выпускников вузов) каждый период выплаты пособия по безработице не может превышать 6 месяцев в суммарном исчислении в течение 12 месяцев. При этом общий период выплаты пособия по безработице для этой категории граждан не может

превышать 12 месяцев в суммарном исчислении в течение 18 месяцев. В каждый 6-месячный период пособие по безработице выплачивается в размере минимальной величины пособия по безработице.

Стоит отметить, что в случае нарушения регламента учета служба занятости может накладывать на безработного такие штрафные санкции, как уменьшение размера пособия, приостановка выплаты пособия и прекращение выплаты пособия с одновременным снятием статуса безработного.

Активные программы рынка труда

Органы службы занятости оказывают следующие услуги безработным гражданам:

- Содействие гражданам в поиске подходящей работы, а работодателям в подборе необходимых работников. Информирование о положении на рынке труда.
- Профессиональная ориентация граждан в целях выбора сферы деятельности (профессии), трудоустройства, профессионального обучения.
- Программы социальной адаптации безработных, психологическая поддержка безработных граждан.
- Организация проведения оплачиваемых общественных работ.
- Организация временного трудоустройства граждан.
- Профессиональная подготовка, переподготовка и повышение квалификации безработных граждан.
- Программы содействия самозанятости безработных граждан.
- Специальные программы содействия занятости: содействие гражданам в переселении для работы в сельской местности, специальные программы для инвалидов, специальные программы для молодежи и выпускников.

Содержание основных активных программ подробно рассмотрено ниже.

Общественные работы. Содержание: Общедоступная трудовая деятельность, имеющая социально-полезную направленность и организуемая в качестве дополнительной социальной поддержки граждан. Занятость на общественных работах в большинстве случаев имеет временный характер.

Цель программы:

- Закрытие потребностей территорий и организаций в выполнении работ, носящих временный или сезонный характер.
- Материальная поддержка безработных граждан.

- Сохранение мотивации к труду (длительно безработные).

Примеры работ:

- Проведение сезонных с/х работ.
- Заготовка, переработка с/х продукции.
- Озеленение, благоустройство территорий.
- Уход за престарелыми, инвалидами.
- Эксплуатация ЖКХ.
- Строительство.

Временная занятость граждан. Содержание: Аналог квотированной занятости. ГСЗН обеспечивает доплату (материальную поддержку) временно трудоустроенным по программе гражданам сверх размера их оплаты труда в соответствии со срочным трудовым договором. Приоритетное право на участие в программе имеют безработные граждане, испытывающие особые трудности в поиске работы – лица от 16 до 18 лет, инвалиды и некоторые другие категории граждан (полный перечень категорий безработных, относящихся к группе испытывающих трудности в поиске работы, приведен в ФЗ «О занятости населения в РФ»).

Цель программы:

- Работодатель за время срока договора имеет возможность подобрать специалиста, присмотреться к потенциальному работнику.
- Материальная поддержка безработных граждан.
- Сохранение мотивации к труду (для длительно безработных).

Кто принимает участие: все безработные.

Приоритетное право на участие в программе имеют безработные граждане, испытывающие особые трудности в поиске работы – лица от 16 до 18 лет, инвалиды и некоторые другие категории граждан (полный перечень категорий безработных, относящихся к группе испытывающих трудности в поиске работы, приведен в ФЗ «О занятости населения в РФ»).

Профессиональное обучение. Содержание: Профессиональное обучение / переобучение безработных граждан. Перечень специальностей, по которым производится переобучение, определяется с учетом состояния локального рынка труда.

Цель:

- Обучение граждан специальности, пользующейся спросом на рынке труда. Повышение конкурентоспособности индивида на рынке труда. Во время обучения выплата пособия по безработице не производится, но выплачивается стипендия.

- Варианты обучения выбираются с учетом образования, профессионального опыта и состояния здоровья индивида.

Кто принимает участие:

- Граждане, не имеющие профессии.
- Безработные, которым невозможно подобрать подходящую работу из-за несоответствия навыков / квалификации гражданина и отсутствия на рынке труда соответствующих вакансий.

- Граждане, утратившие способность к выполнению работы по прежней специальности (инвалиды, длительно безработные, уволенные из рядов ВС, члены семьи военнослужащих, некоторые другие категории).

Приоритетное право на прохождение профессиональной подготовки имеют следующие категории граждан:

- безработные инвалиды;
- безработные граждане по истечении шестимесячного периода безработицы;
- граждане, уволенные с военной службы, жены (мужья) военнослужащих и граждан, уволенных с военной службы;
- выпускники общеобразовательных учреждений;
- граждане, впервые ищущие работу (ранее не работавшие), не имеющие профессии (специальности).

Программы социальной адаптации. Содержание: проведение семинаров и тренингов.

Цель: Получение навыков активного самостоятельного поиска работы, получение навыков составления резюме, прохождения собеседования с работодателем, повышение мотивации к труду, преодоление последствий длительной безработицы.

Кто принимает участие: все безработные.

Приоритетное право участия в программе имеют граждане, впервые ищущие работу (ранее не работавшие), социально уязвимые категории безработных и длительно безработные.

Специализированные меры содействия занятости молодежи, осуществляемые ГСЗН

Организация трудоустройства молодежи является одним из важнейших направлений работы службы занятости населения. Выпускники учебных заведений – особая категория безработных, испытывающих трудности в поисках работы. Несмотря на наличие профессии, у них нет опыта работы, и далеко не каждый работодатель

захочет принять на работу вчерашнего студента. Кроме того, выпускники учебных заведений часто не имеют навыков самостоятельного поиска работы, не имеют обширных социальных связей, которые могли бы помочь в поиске работы, они не уверены в своих силах или, наоборот, предъявляют неадекватно завышенные требования к вакансии. Для недавних выпускников особенно полезны информирование о локальном рынке труда, помощь в поиске вакансий, получение навыков написания резюме, прохождения собеседования. Все эти услуги предлагаются центрами занятости населения и бесплатны для соискателей. Наряду со стандартными программами содействия занятости, центры занятости реализуют специальные программы, направленные на интеграцию молодежи и выпускников учебных заведений в рынок труда. Служба занятости также предлагает помощь гражданам, которые хотят открыть собственное дело (обучение, микрофинансирование). К дополнительным мерам содействия занятости молодежи относятся организация специализированных молодежных ярмарок вакансий, проведение стажировок выпускников образовательных учреждений в целях приобретения ими опыта работы, организация временного трудоустройства учащейся молодежи. В ряде регионов функционируют специализированные центры занятости молодежи.

Стоит ли обращаться в государственную службу занятости?

Согласно официальной статистике уровень общей безработицы в Российской Федерации в 2012 г. составил 5,5%, в то время как уровень зарегистрированной безработицы только 1,5%. Грубо говоря, только один из четырех безработных обращается за помощью в поиске работы в государственную службу содействия занятости населения. Согласно опросам населения, люди часто не обращаются в ГСЗН за помощью в поиске работы, так как не знают о существовании СЗ или не верят в реальность трудоустройства через службу занятости, или не обращаются в службу занятости, потому что стыдно быть безработным.

Однако на текущий момент отношение в обществе к безработным изменилось. Стыдно быть не безработным, а бездействовать. Обратившись в территориальный центр государственной службы занятости населения, каждый может получить существенную помощь в трудоустройстве, улучшить навыки поиска работы, получить возможность пройти дополнительное профессиональное обучение. Также немаловажной является возможность получения материальной поддержки – пособия по безработице, дополнительной материальной поддержки (например, компенсации расходов за пользование услугами городского общественного транспорта).

Службы занятости при вузах

Кроме государственной службы занятости населения помощь в трудоустройстве молодым людям оказывают различные специализированные коммерческие агентства, а также ряд государственных и общественных организаций. Стоит отметить, что услуги всех организаций бесплатны для соискателей. Особого внимания заслуживают службы занятости, организованные на базе вузов. Основным достоинством таких служб является осведомленность о специфике навыков, которыми обладают студенты конкретного вуза, хорошо налаженные контакты с потенциальными работодателями, создание социальных сетей выпускников. Примеры таких служб:

- Служба содействия трудоустройству при экономическом факультете МГУ (Московский государственный университет) <http://www.econ.msu.ru/students/eas/>.
- Центр развития карьеры при НИУ ВШЭ (Национальном исследовательском университете Высшей школе экономики) <http://career.hse.ru/>.
- Карьерный центр МГИМО (Московский государственный институт международных отношений) <http://career.mgimo.ru/page/main.seam?>.
- Центр содействия занятости молодежи при Санкт-Петербургском государственном университете <http://proforg.ru/центр-занятости/>.
- Центр содействия трудоустройству выпускников «Мост» (Российский государственный педагогический университет им. Герцена, Санкт-Петербург) <http://www.herzen.spb.ru/alumni/>.
- Центр планирования карьеры (Нижегородский государственный лингвистический университет) <http://www.lunn.ru/?id=314>.
- Центр содействия трудоустройству выпускников (Нижегородский государственный университет им. Н. И. Лобачевского) www.unn.ru/jobinfo.
- Центр занятости «Молодой специалист» (Поволжская государственная академия телекоммуникаций и информатики, Самара) <http://www.psuti.ru/students/centre-employment/>.
- Кадровый центр НГУ (Новосибирский государственный университет) www.nsu.ru/kadry.
- Центр трудоустройства и связи с выпускниками (Волгоградский государственный университет) www.volsu.ru/kadry/kk.html.

План семинара

Семинар посвящен практике составления резюме и прохождения собеседования. Желательно, чтобы перед началом выполнения заданий преподаватель напомнил студентам основные принципы составления резюме и прохождения собеседования.

Задание 1. Исправьте ошибки в существующем резюме 1 (см. Приложение 1). Сравните с резюме 2, представленным в Приложении 2.

Студенты с помощью преподавателя находят ошибки в резюме 1 и предлагают пути их исправления. Резюме 2 разбирается как пример правильного составления резюме.

Задание 2. Используя информацию раздела «структура резюме/правила его составления» и Приложение 2, составьте резюме, отражающее Вашу персональную информацию.

Студенты могут составить свое резюме на текущий момент времени или представить себя уже выпускниками (по желанию).

Задание 3. Практика прохождения собеседования.

Студенты разбиваются на пары. Один из них – работодатель, другой – соискатель вакансии. Работодатель задает типичные вопросы (см. лекции), соискатель старается на них отвечать. Преподаватель контролирует выполнение задания, в случае необходимости поправляет студентов.

Тема 2. Рациональное поведение и права потребителя

Рациональное потребление

Экономисты традиционно предполагают, что люди обладают устойчивыми предпочтениями. Более того, совершая выбор в качестве потребителей, они стремятся максимально эти предпочтения удовлетворить и, в результате, принимают наиболее разумные, оптимальные решения. Вместе с тем, психологи, а затем и специалисты по поведенческой экономике отмечают, что во многих ситуациях люди ведут себя не очень разумно. В частности, на поведение потребителей оказывают большое влияние различные контекстные эффекты, не содержащие полезных сведений информационные сообщения и т. д.

В этом разделе курса мы познакомимся с некоторыми ситуациями, в которых наиболее трудно принять рациональное решение, и обсудим как, тем не менее, попытаться повысить качество принимаемых решений.

Выбор в условиях ограниченной информации

Товары, качество которых определяется лишь опытным путем

Свойства многих товаров и услуг хорошо известны покупателям еще до покупки. В первую очередь это относится к стандартизованным продуктам, которые мы покупаем регулярно: ясно, каких свойств можно ожидать от ежедневно покупаемого пакета молока или батона хлеба. С другой стороны, многие товары обладают следующим важным свойством: до тех пор, пока потребитель не приобретет этот товар, ему сложно оценить его качество. Почему так происходит? Во-первых, качество многих товаров трудно оценить непосредственно исходя из собственного опыта, нужна дополнительная информация. Насколько надежен автомобиль, который вы собираетесь купить? Насколько высоко качество звукоизоляции в новом доме? Хороша ли путевка, предлагаемая туроператором? В какой мере можно доверять данному доктору в частной клинике? Ясно, что продавец всегда постарается убедить потенциального клиента в том, что он предлагает услуги или товар высокого качества. Но именно поэтому доверие к его словам не слишком велико. Другой важный источник информации – независимые эксперты. Здесь, конечно, тоже возникает проблема доверия, которую мы затем подробно обсудим. Есть и вторая, более фундаментальная проблема: вкусы у всех людей отличаются, поэтому даже объективный анализ эксперта не всегда позволит определить, насколько именно вам подходит тот или иной отель, автомобиль или доктор.

Конечно, можно пойти опытным путем, приобрести товар и на деле испытать его. Но этот путь сопряжен с затратами: разочарованием от неудачного отдыха или автомобиля, негативными последствиями от неподходящего лечения. Поэтому задачей первостепенной важности становится предварительный поиск информации.

Реклама

Реклама обычно организуется производителем или продавцом товара (или услуги). Как мы уже отмечали, продавец заинтересован в том, чтобы создать у покупателя наиболее благоприятный имидж товара. Реклама является одним из основных инструментов для решения этой задачи. Можно ли доверять рекламе?

Ответ зависит от того, какого рода информацию вы хотите получить. Реклама часто носит информирующий характер: она сообщает потенциальным покупателям информацию о появлении нового товара, о том, где его можно купить, или о том, что продавец предоставляет скидку. Такого рода информация почти всегда достоверна. Действительно, распространение в рекламе заведомо ложных сведений не только негативно скажется на репутации продавца, но может иметь для продавца и юридические последствия. Тем не менее, даже такая, формально достоверная, реклама может подтолкнуть к ошибочным выводам.

Например, реклама может информировать потенциального клиента о том, что банк готов предоставить потребительский кредит по ставке от 10% годовых. Тем не менее, обратившись в банк, большинство клиентов обнаружит, что им предлагают кредит по существенно более высокой процентной ставке. Информация, содержащаяся в рекламе, формально является достоверной, но может относиться лишь к небольшому числу клиентов с определенными характеристиками и запросами. Аналогичная ситуация может наблюдаться с рекламой автомобилей: продавец указывает, что определенная модель продается по цене от 500 тыс. руб. Информация достоверна, но важно учитывать, что речь идет о самой базовой комплектации, в которую могут не входить многие важные опции. Поэтому цена за ту же модель, которую придется заплатить более взыскательным покупателям, может оказаться существенно выше.

Здесь полезно вспомнить о важной психологической особенности, свойственной многим людям, неприятии потерь. Эффект неприятия потерь проявляется в том, что интенсивность переживания от потери существенно выше чем сила радости от аналогичного приобретения. Так, настроившийся непременно купить данную модель автомобиля клиент, скорее, готов заплатить более высокую сумму за «продвинутую»

версию, чем вовсе отказаться от покупки из-за того, что базовая версия не устраивает его по характеристикам или ее просто нет в наличии. Этим свойством человеческих предпочтений активно пользуются маркетологи: реклама, хотя и не содержит ложных сведений, зачастую создает чрезмерно радужные ожидания. Наиболее разумный ответ потребителя на такую стратегию состоит в том, чтобы принимать внутреннее решение о покупке (продаже, сделке и т. п.) уже после того, как становятся окончательно ясны все детали. Таким образом можно максимально снизить влияние эффекта неприятия потерь на принимаемые решения.

Ученые полагают, что кроме информационного воздействия на покупателя, реклама может напрямую влиять на его предпочтения. Иногда реклама дополняет покупку самого товара. Например, привлекательная реклама автомобиля в престижном журнале создает у покупателя ощущение, что вместе с автомобилем приобретается определенный статус. В такой реакции нет иррациональности: многим людям важен статус, и подобная реклама действительно повышает удовольствие от приобретения автомобиля.

Нельзя отрицать, что за счет рекламы и маркетинговых ходов продавец часто стремится определенным образом манипулировать покупателем, повысить его готовность платить за предлагаемые продукты. Вместе с тем, не следует непременно рассматривать продавца как противника – ведь задача добросовестного продавца состоит не только в том, чтобы продать какой-то конкретный продукт как можно дороже, но и в том, чтобы принести удовлетворение покупателю и обеспечить таким образом его будущую лояльность. Такие соображения особенно важны для сильных брендов (например, продавцов бытовой электроники или автомобилей, таких как Apple или BMW), в течение долгого времени занимающих существенную долю рынка и имеющих широкую базу лояльных покупателей.

Независимые экспертные оценки

Наряду с рекламой, во многих ситуациях потенциальный покупатель (пациент, клиент банка и т. д.) может прислушаться к мнению сторонних экспертов. Сейчас, в век интернета, для любого потенциального покупателя не составляет большого труда найти подготовленные профессиональными экспертами обзоры, особенно в сфере потребления. Речь идет об обзорах автомобилей, фотоаппаратов, телевизоров, фильмов и т. д. Кроме интернета, подобные обзоры публикуются в специализированных изданиях. Встает вопрос, являются ли эксперты действительно независимыми и в какой мере можно доверять подобным обзорам.

Во-первых, следует отметить, что как сами профессиональные эксперты, так и печатные издания, веб-сайты, специализирующиеся на публикации обзоров, дорожат своей репутацией. Чем шире аудитория издания, чем дольше оно присутствует на рынке, тем дороже для него репутация. Поэтому ко многим оценкам и рекомендациям можно относиться с достаточно высокой степенью доверия.

Во-вторых, подобные обзоры часто содержат в себе полезные факты, наблюдения экспертов. К подобной информации можно относиться с большим доверием, чем к интегральным оценкам и рекомендациям – ведь факты можно проверить, сопоставить с информацией других экспертов, а интегральные оценки и рекомендации носят более субъективный характер.

С другой стороны, нужно понимать, что у экспертов есть много возможностей повлиять на восприятие продукта, не прибегая к прямому искажению фактов. И ученым, и практикам хорошо известны эффекты фрейминга и энкоринга (якоря): восприятие информации существенно зависит от особенностей формулировок, от контекста, в том числе от присутствия ничего не значащей информации.¹ Например, для того чтобы представить продукт в выгодном свете, эксперт может сравнить его с заведомо худшим продуктом; он также может сделать акцент на положительных свойствах и лишь вскользь упомянуть недостатки.

Отзывы пользователей

Кроме профессиональных обзоров все более доступным источником информации становятся отзывы самих потребителей. В интернете можно найти много сайтов, публикующих подобные отзывы. Например, сайт www.tripadvisor.ru содержит массу отзывов об отелях, ресторанах, достопримечательностях по всему миру. На сайте www.afisha.ru можно найти отзывы о фильмах, спектаклях, театрах, ресторанах и т. д. Есть, по крайней мере, две проблемы, снижающие доверие к подобным отзывам. Во-первых, авторы могут сознательно искажать информацию. Например, представить заведомо завышенную оценку дружественного объекта (отеля, ресторана, фотоаппарата и т. д.) или, наоборот, вбросить необъективную критику конкурента. Во-вторых, вкусы

¹ Например, показателен эффект контраста: телевизор ценой в 20 тыс. руб. выглядит дорогим по сравнению с телевизором за 10 тыс. руб. и очень дешевым по сравнению с телевизором за 100 тыс. руб. Таким образом, за счет выбора подходящего контекста можно существенно влиять на восприятие информации. Эффекты фрейминга и энкоринга подробно рассматривались в теме 1 «Поведенческие финансы» инвариантного блока курса. Заинтересованному читателю можно рекомендовать книги Дэна Ариэли и Роберта Чалдини, в которых, в том числе, критически анализируются различные манипулятивные практики, часто применяемые продавцами.

у разных людей существенно отличаются, поэтому высокая оценка одного пользователя не гарантирует того, что другой будет придерживаться сходного мнения. Важной особенностью вышеупомянутых сайтов является наличие определенной репутации у авторов отзывов: посетитель сайта видит, сколько отзывов написал данный автор, а также сколько благодарностей за свои отзывы он получил от других пользователей. Конечно, ни один из этих механизмов не может полностью гарантировать, что попытки вбросить искаженную информацию не будут предприниматься, но существенно затрудняет их.

С другой стороны, существуют также достаточно успешные попытки учесть и разницу во вкусах. Так, еще один интересный сайт, www.imhonet.ru, дает пользователям дополнительные возможности: они могут создавать в системе свой собственный профиль предпочтений, выставляя оценки различным объектам (книгам, фильмам и т. д.). Эта возможность позволяет системе выдавать персонифицированные рекомендации, учитывающие не только усредненную оценку качества продукта, но и то, насколько он подходит данному пользователю. Подобный механизм используется в некоторых интернет-магазинах: в зависимости от своей истории покупок (или просмотров объектов для потенциальных покупок) пользователь получает дополнительные предложения, максимально перекликающиеся с его интересами. Эта же идея используется в контекстной рекламе в интернете.

Наконец, такие инструменты, как социальные сети, интернет-форумы, дают возможность спрашивать советы у других пользователей по самым разным вопросам, от выбора автомобиля до выбора доктора. Такая информация также может быть чрезвычайно полезной. С другой стороны, важно грамотно задавать вопросы: ведь общие оценки будут отражать как свойства продуктов, так и личные предпочтения пользователя. Задача стоит в том, чтобы за счет точных вопросов вычленили информацию именно о свойствах продукта.

Рейтинги

В самых разных областях получило распространение построение рейтингов – от рейтингов надежности финансовых инструментов до рейтингов надежности автомобилей. Некоторые рейтинги создаются профессионалами. Таковы, например, рейтинги надежности финансовых инструментов, которые строят компании Standard&Poor's, Moody's и Fitch. Есть рейтинги, которые создаются за счет агрегирования информации, содержащейся в отзывах пользователей (так называемые «народные» рейтинги). К последней разновидности относятся, например, рейтинг

интернет-магазинов, представленные на площадке Яндекс.Маркет (market.yandex.ru), или представленный на сайте www.banki.ru «народный» рейтинг банков. Обе разновидности рейтингов – и профессиональные, и агрегирующие мнения рядовых потребителей, безусловно, содержат полезную информацию. Вместе с тем, к ним все же следует относиться с определенной осторожностью: несмотря на все усилия, рейтинги могут быть искусственно завышены. В «народных» рейтингах возможна подача «виртуальных» голосов, которая приводит к завышению показателей определенных игроков и продуктов (и/или занижению результатов конкурентов). Профессиональные агентства также иногда упрекают в недостаточно консервативных оценках.

Посредники и эксперты

В определенных ситуациях люди прибегают к помощи профессиональных посредников. Например, при продаже (или покупке) квартиры зачастую нанимают профессионального агента по недвижимости (риэлтора). Риэлтор может оказывать услуги как по поиску подходящего покупателя (или квартиры в случае покупки), так и в оформлении сделки. Насколько целесообразно привлечение профессионального посредника в такой ситуации? Есть целый ряд причин, по которым такое решение представляется разумным. Во-первых, посредник является профессионалом, обладает специальными знаниями, которые делают его работу более эффективной, чем работа клиента, не являющегося специалистом. Во-вторых, привлечение профессионального посредника позволит клиенту сэкономить силы и время, в том числе – получить дополнительный доход.

С другой стороны, у решения привлечь посредника есть и негативная сторона. Посредник в меньшей степени, чем его клиент, заинтересован в совершении наиболее выгодной сделки. Проиллюстрируем это утверждение примером.²

Представьте, что вы хотите продать квартиру (анализ ситуации с покупкой квартиры совершенно аналогичен). Типичный контракт с риэлтором указывает комиссию, которую получит риэлтор как процент от итоговой суммы сделки. Предположим, вы договорились с вашим агентством по недвижимости о комиссии в 8%, из которых половину (т. е. 4%) получает непосредственно работающий с вами риэлтор. Предположим также, что потратив дополнительный день усилий, этот агент может продать вашу квартиру на 100 000 руб. дороже. Захочет ли он потратить этот день усилий? Ответ на этот вопрос не очевиден. Ведь дополнительный день работы

² Представленный нами пример аналогичен примеру из известной книги «Фрикономика» Стивена Левитта и Стивена Дабнера.

позволит риэлтору дополнительно получить всего 4000 руб., еще 4000 руб. получит агентство, а 92 000 руб. – вы (клиент). С другой стороны, если итоговая цена продажи окажется слишком низкой, пострадает репутация самого риэлтора и агентства, в котором он работает. Таким образом, с большой вероятностью можно рассчитывать на то, что агент сумеет продать квартиру по цене, не сильно отличающейся от среднерыночной (для объектов недвижимости с данными характеристиками). С другой стороны, нельзя рассчитывать на то, что агент приложит столько же усилий к поиску наилучшего покупателя, сколько приложили бы вы на его месте (обладая такими же знаниями). Действительно, исследования показывают, что риэлторы дольше ищут покупателя, когда продают собственные, а не принадлежащие третьим лицам, объекты недвижимости. В результате, они продают собственные дома и квартиры по более привлекательным ценам, чем объекты своих клиентов.³

Следует ли из приведенного выше примера, что от услуг риэлторов следует отказаться? Для большинства клиентов ответ будет отрицательным в том, что касается оформления сделки и проверки юридической чистоты недвижимости (в случае покупки). Эти операции требуют профессиональных знаний и сопряжены с существенным риском. С другой стороны, поиск квартиры (или покупателя) не всегда имеет смысл поручать профессионалу. Если вы предпочитаете потратить собственное время, а не деньги на оплату работы профессионала, и обладаете достаточной квалификацией, то решение обойтись без услуг агента может быть разумным.

Выбор оптимальных тарифных планов и продуктов с нелинейными ценами

При оплате многих видов услуг клиенты имеют возможность выбрать тарифный план. Это относится и к услугам операторов мобильной и фиксированной связи, и к оплате электроэнергии, и к тарифным планам фитнес-центров и т. д.

Рассмотрим, для примера, несколько тарифных планов операторов мобильной связи. Обычно тарифный план имеет некоторую фиксированную составляющую, которая не зависит от объема оказанных услуг, и переменную составляющую.

Один из операторов сотовой связи предлагал летом 2013 г. в Москве следующие тарифные планы.⁴

³ См. вышеупомянутую книгу «Фрикономика» Стивена Левитта и Стивена Дабнера.

⁴ Оператор, конечно, предлагал гораздо больше разнообразных тарифных планов. Из соображений наглядности мы выбрали всего два из них. Также для наглядности приведенные здесь тарифные планы несколько упрощены по сравнению со своими реальными прототипами. В частности,

План А за 600 руб. в месяц предоставлял пользователю возможность совершать местные звонки в пределах 360 минут, а также неограниченно пользоваться интернетом. Каждая минута сверх этих 360 минут стоила 2 руб.

План В за 210 руб. в месяц предоставлял пользователю возможность неограниченно пользоваться интернетом, но не включал бесплатных звонков. Исходящие звонки на местные номера оплачивались по тарифу 3 руб. за первую минуту разговора и 50 копеек за каждую следующую минуту.

Давайте сравним, какой из этих тарифов выгоднее в зависимости от того, как именно используется мобильная связь. В представленной ниже таблице мы рассмотрели пятерых студентов, которые отличаются интенсивностью использования мобильной связи.

	Анна	Борис	Виктория	Геннадий	Дарья
Число коротких звонков в день (по 2 минуты)	2	1	6	10	0
Число длинных звонков в день (по 10 минут)	0	1	0	0	2
Общая продолжительность исходящих звонков в месяц, минуты	120	360	360	600	600
Ежемесячные расходы при тарифном плане А, руб.	600	600	600	1080	1080
Ежемесячные расходы при тарифном плане В, руб.	420	540	840	1260	660

Мы видим, что Анна совершает очень мало звонков, причем все ее звонки короткие. При использовании тарифа В, в котором отсутствует фиксированная плата за звонки, ее расходы на телефонные звонки составляют всего 210 руб. в месяц, т. е. суммарные расходы (с учетом платы за интернет в 210 руб.) составляют 420 руб. Анне невыгодно выбирать тариф А, при котором минимальная плата за месяц составляет 600 руб.

Проанализируем теперь расходы Бориса и Виктории. У обоих студентов суммарная продолжительность разговоров в месяц в точности равна 360 минутам, поэтому при оплате по тарифу А их расходы равны 600 руб. С другой стороны, выбор

мы игнорируем такие важные составляющие тарифных планов, как стоимость отправки текстовых сообщений, междугородных звонков и т. д.

тарифа В, в котором длительные разговоры относительно дешевы, оказывается оптимальным решением для Бориса. Для Виктории же, которая совершает много коротких звонков, такой выбор противопоказан.

Наконец, проанализируем расходы Геннадия и Дарьи, у которых суммарная продолжительность разговоров составляет 600 минут в месяц. При выборе тарифа А каждая минута сверх лимита в 360 минут оплачивается по цене 2 руб., поэтому суммарные расходы составляют 1080 руб. в месяц. При выборе тарифа В у Геннадия, который совершает много коротких звонков, расходы будут выше. Дарье, которая совершает редкие, но продолжительные звонки, наоборот выгоднее выбрать тариф В.

Рассмотренный нами пример показывает, что выбор тарифного плана – не такая простая задача. Даже в нашем упрощенном примере оптимальный тарифный план для мобильной связи зависит не только от суммарной продолжительности разговоров, но и от того, насколько долгим является типичный разговор. Таким образом, для того чтобы выбрать тарифный план наиболее разумным образом, полезно спрогнозировать свой спрос на услуги. Для того чтобы построить такой прогноз, можно проанализировать свое предшествующее поведение. Например, если речь идет об использовании мобильной связи, то можно запросить у оператора детализацию своих звонков за прошедший период (например, за последний месяц или квартал). Это позволит узнать, как часто вы звоните, и оценить типичную продолжительность звонков. Затем можно экстраполировать полученные наблюдения на будущее с учетом вероятных изменений в поведении. Изменения могут быть вызваны как внешними обстоятельствами (например сезонными изменениями), так и самим переходом на другой тариф. Так, если поминутная плата станет существенно ниже, интенсивность использования может значительно возрасти. В таком случае переход на новый тариф может быть целесообразным не потому, что он позволит сократить расходы, а потому, что он позволит увеличить потребление при тех же расходах.

Наряду с использованием услуг мобильных операторов, большинство россиян пользуется банковскими услугами, в частности, банковскими картами. По состоянию на начало 2013 г. в России было в обороте более 200 миллионов банковских карт, примерно одна десятая из них была кредитными картами. Разобранный далее пример показывает, какие соображения следует учитывать при выборе кредитной карты.

Нижеприведенная таблица содержит основные параметры тарифов четырех кредитных карт. Нужно определить, какому типу клиентов и для каких целей подходит каждая из этих карт.

Параметры	Visa Classic	Master	Тинькофф	Platinum American
------------------	---------------------	---------------	-----------------	--------------------------

карты	Сбербанк	Card Standard 2T Bank	Платинум	Express Сбербанк
Кредитный лимит	15 000 – 200 000 руб.	300 000 руб.	300 000 руб.	3 000 000 руб.
% ставка за пользование кредитом	24%	18%	27%	20%
Льготный период	50 дней	Нет	55 дней	50 дней
Плата за обслуживание в первом году	750 руб.	0	590 руб.	15 000 руб.
Плата за обслуживание за каждый последующий год	750 руб.	0	590 руб.	15 000 руб.
Пени за несвоевременное погашение долга	38% в год	0,2% в день	По личному плану	30% в год
Особые условия, дополнительные привилегии	Скидки и спец. предложения компаний – партнеров Сбербанка	Нет	– Упрощенная процедура получения карты; – Скидки до 20% по спец. предложениям партнеров ТКС	– Скидки и спец. предложения «AmericanExpressSelect»; – Программа «Привилегии для путешественников»; – Страховая защита с лимитом 1 000 000 долл. США

При выборе кредитной карты нужно тщательно изучить такие условия тарифа, как сумма кредитного лимита, величина процентной ставки за пользование кредитом, наличие и продолжительность льготного периода, плата за обслуживание, дополнительные привилегии и т. п. В зависимости от возможностей и потребностей клиента те или иные условия имеют большее значение. К тому же, в некоторых случаях сами банки вводят ограничения на круг клиентов, которые смогут стать обладателем карты. Так, карты с высоким кредитным лимитом рассчитаны на платежеспособных

клиентов с хорошей кредитной историей. Чтобы не переплачивать лишнего за кредитную карту, потребителю нужно определиться с тем, какие свойства карты для него важны.

Карта Platinum American Express будет оптимальным выбором для платежеспособных клиентов с высоким доходом, много путешествующих по миру. Именно среди этой группы будет востребован высокий кредитный лимит до 3 млн руб., позволяющий удовлетворять неожиданно возникающие потребности в крупных суммах денег. Относительно невысокая процентная ставка за пользование кредитом стимулирует совершение дорогих покупок с помощью кредитной карты. Другая привлекательная особенность этой карты, востребованная людьми с высоким доходом и бизнесменами, – это наличие специальных скидок для держателей карты в дорогих магазинах, привилегии путешественникам, наличие страховой защиты с высоким покрытием. Карта American Express является символом высокого статуса своего держателя, что тоже немаловажно. Таким образом, именно клиенты с высокой платежеспособностью оценят основные характеристики этой карты, а также смогут позволить себе заплатить за годовое обслуживание карты немалую сумму в 15 000 руб.

Карта VISA Classic Сбербанк предназначена для людей со средним доходом, намеревающихся достаточно регулярно пользоваться краткосрочным банковским кредитом по карте в течение льготного периода. Кредитный лимит по карте устанавливается в зависимости от размера доходов и кредитной истории клиента, но не превышает 200 тыс. руб., размер процентной ставки за пользование кредитом – средний. Таким образом, эта карта идеально подойдет для людей, часто имеющих потребность в краткосрочном кредите на не очень большие суммы. Как правило, это семьи, получающие регулярный доход и способные оплатить кредит в течение льготного периода по нулевой процентной ставке. В этом случае предложение VISA Classic для них действительно выгодно – они имеют доступ к бесплатной кредитной линии за небольшую сумму годового обслуживания в 750 руб.

Условия карты Тинькофф Платинум в целом похожи на условия VISA Classic. Отличительной особенностью этой карты является простота оформления и достаточно высокий кредитный лимит в 300 тыс. руб. Для оформления этой карты не требуются справки о доходе, достаточно только паспорта. Карта может быть оформлена даже по телефону. Эта карта подойдет клиентам, которые имеют средний или высокий доход и потребность в кредитовании на значительную сумму (до 300 тыс. руб.). Этим клиентам не подойдет карта VISA Classic с невысоким кредитным лимитом, которую будут готовы выдать им другие банки. Процентная ставка по этой карте выше, чем по VISA

Classic, но этот недостаток компенсируется для указанной группы простотой оформления карты и более высоким кредитным лимитом.

Кредитная карта Master Card Standard 2T Bank является, по сути, дебетовой картой с разрешенным овердрафтом. По этой карте отсутствует льготный период, поэтому держатель карты, воспользовавшийся кредитом, начинает платить за него с первого же дня. Достоинствами карты является отсутствие платы за годовое обслуживание, достаточно высокий кредитный лимит и относительно низкая процентная ставка по кредиту. Такая карта подойдет клиентам, которые собираются пользоваться кредитом не часто, в исключительных случаях. При этом потребности в кредите достаточно высокие, а регулярного дохода может быть недостаточно для того, чтобы расплатиться по кредиту в течение льготного периода. Действительно, если вероятность полностью расплатиться по кредиту в течение льготного периода невелика, то выгоднее воспользоваться картой без льготного периода, но с более низкой процентной ставкой.

В дополнение к разобранному примеру стоит упомянуть несколько важных свойств кредитных карт. С одной стороны, кредитные карты существенно расширяют возможности потребителей, открывая легкий доступ к кредиту. Точнее, даже к кредитной линии: для очередного заимствования не нужно готовить документы, заключать новые контракты и т. д. В этой легкости заключается и ловушка: недостаточно дисциплинированный, «близорукий» потребитель может аккумулировать большой долг и потерять много средств на выплате процентов. Действительно, процентные ставки по кредитным картам, как правило, высоки; в частности – существенно выше, чем ставки по целевым кредитам.

Для правильного выбора кредитной карты (и решения, стоит ли вообще заводить такую карту) важно учитывать, что люди часто бывают чрезмерно оптимистичны в прогнозировании своего будущего поведения. Мы подробнее остановимся на этом вопросе в конце лекции, а сейчас вкратце обсудим влияние такого оптимизма на выбор кредитной карты. Предположим, вы рассчитываете, что будете пользоваться кредитной картой лишь для краткосрочных займов, и ваш регулярный доход позволит всегда погашать долг в течение льготного периода и, таким образом, избегать выплаты процентов. Если ваши прогнозы верны, то сама величина процентной ставки не имеет значения, и вы можете выбирать кредитную карту исходя из других ее свойств. Если же вы проявили чрезмерный оптимизм и вам придется выплачивать проценты по кредиту, то невнимание к процентным ставкам может привести к существенным непредвиденным потерям в будущем.

Какой вывод следует сделать из наличия чрезмерного оптимизма? При выборе кредитной карты следует рассмотреть несколько сценариев ее вероятного использования, в том числе – достаточно «пессимистичный» сценарий, при котором выплаты процентов станут реальностью. Если у вас уже есть опыт использования кредитной карты, то его следует учесть при оценке вероятности различных сценариев.

В заключение, обратимся к карте Visa Classic из рассмотренного выше примера. Предположим, у клиента есть возможность самому выбрать кредитный лимит в определенных рамках; остальные параметры карты заданы банком. Для определенности, будем считать, что можно назначить лимит в 100 000 руб. или 200 000 руб. Какой лимит следует выбрать?

Если рассуждать в рамках сугубо рационального подхода, то установление лимита в 200 000 руб. выглядит оптимальным решением. Действительно, это решение открывает новые возможности (получение большего объема средств). С другой стороны, если эти возможности не используются, то никаких дополнительных издержек не возникает. Для реального, живого человека ответ на этот вопрос не так однозначен. Следует учитывать, что людям свойственно недооценивать будущие издержки и, порой, вести себя импульсивно, близоруко. Более высокий кредитный лимит может позволить совершить большие импульсивные, нерациональные расходы, которые приведут к долгосрочным финансовым потерям. Таким образом, добровольное снижение кредитного лимита может быть разумной стратегией самоконтроля.⁵

Частота пересмотра тарифных планов

Следует отметить, что тарифные планы часто меняются. Новые тарифные планы регулярно появляются у операторов сотовой связи и интернет-провайдеров, меняются условия использования банковских карт, тарифы на электроэнергию и т. д. Благодаря развитию технологий на рынке появляются принципиально новые предложения, позволяющие добиться существенного повышения качества услуг и/или экономии средств. Кроме того, в разные периоды жизни меняется интенсивность использования

⁵ Еще один забавный способ самоконтроля в отношении кредитных карт упоминает в своем исследовании экономист Лоуренс Осубель: чтобы избежать импульсивных покупок, люди замораживают свою кредитку в брикете льда. Такой картой можно воспользоваться, если возникает острая необходимость (хотя это использование будет сопряжено с определенными хлопотами и с задержкой). С другой стороны, возможность совершать с помощью карты спонтанные, импульсивные траты пропадает. Мы не можем рекомендовать эту стратегию в качестве наилучшего способа обращения с кредитными картами, но призываем извлечь урок: активное использование кредитных карт может привести к чрезмерному росту расходов на товары и услуги, не являющиеся предметами первой необходимости.

тех или иных услуг. Как часто следует пересматривать свои тарифные планы, или даже менять оператора? На такой вопрос не может быть универсального ответа. Тем не менее, важно знать, что потребители часто отличаются существенной инерцией и слишком редко меняют операторов и тарифы. Имеет смысл с определенной периодичностью (например раз в год) анализировать как новые предложения вашего текущего поставщика услуг, так и предложения его конкурентов. Даже если ежемесячная экономия выглядит довольно скромной, за месяцы и годы она аккумулируется и может достигнуть существенных величин. С другой стороны, постоянный поиск наилучших решений также вряд ли оправдан, затраченное на него время можно использовать с большей пользой.

Систематические ошибки в прогнозировании будущего

Как мы уже отмечали, для выбора правильного тарифного плана необходимо верно спрогнозировать свое будущее поведение. Оказывается, в прогнозировании будущего люди часто совершают не просто ошибки, а систематические, предсказуемые ошибки. А именно, проявляют чрезмерный оптимизм.

Рассмотрим такую задачу, как выбор тарифного плана в фитнес-центре. Обычно фитнес-центры предлагают несколько опций, и чем более продолжительный абонемент покупает клиент, тем дешевле для него становится доступ в фитнес-центр. Таким образом, чем более интенсивно клиент собирается пользоваться услугами центра, тем более продолжительный абонемент ему имеет смысл брать. Недавнее исследование, проведенное в США экономистами Стефано ДеллаВинья и Ульрике Малмандие, показало, что люди систематически переоценивают интенсивность своих занятий в фитнес-центре. Так, многие клиенты, выбиравшие годовые абонементы, сэкономили бы деньги, купив несколько месячных абонементов. Точно так же, многие клиенты, выбравшие месячные абонементы, смогли бы сократить свои расходы, если бы выбрали разовую оплату занятий.

Откуда возникают такие систематические ошибки? Одно из объяснений состоит в том, что люди испытывают проблемы с самоконтролем. Многие из нас хотели бы заниматься спортом и гимнастикой, но, когда доходит до дела, часто откладывают посещение тренировок. Тогда, купив долгосрочный безлимитный абонемент, человек может надеяться повысить частоту посещений спортзала. Такие надежды могут быть оправданны по двум причинам. Во-первых, теперь каждое посещение не сопряжено с дополнительными финансовыми издержками: плата уже внесена и получить ее обратно в случае пропуска занятий невозможно. Исходя из этого, скорее всего, визиты в фитнес-

центр будут более частыми. Во-вторых, частые отказы от занятий заставляют покупку абонемента выглядеть неразумной тратой денег. Следовательно, человек может преодолеть свое нежелание из репутационных соображений, для поддержания высокой самооценки. ДеллаВинья и Малмандие считают наиболее убедительным другое объяснение того факта, что люди покупают неоправданно длительные абонементы и в результате переплачивают. Оно базируется на предположение о том, что люди не только испытывают проблемы с самоконтролем, но еще и недооценивают их. Это предположение позволяет наиболее полно объяснить поведение, проявившееся в эмпирических исследованиях.

Какие выводы следуют из этого анализа? Во-первых, полезно периодически подвергать ревизии представления о своем собственном поведении: они могут быть чрезмерно оптимистичны. Важным источником информации является прошлое поведение. Конечно, обстоятельства и мотивация могут измениться. Тем не менее, если в прошлом вы были систематически чрезмерно оптимистичны (или пессимистичны), это повод пересмотреть свои прогнозы. Кроме того, следует учитывать все выгоды и издержки, не только финансовые. Так, если покупка долгосрочного абонемента повысит посещаемость спортзала в 2 раза, то для кого-то такое решение может быть оправданным, даже если расходы при разовой оплате и таком же уровне посещаемости были бы ниже. Точнее говоря, это решение разумно, если с точки зрения личных предпочтений проигрыш от снижения посещаемости в случае отказа от долгосрочного абонемента не оправдал бы экономию средств (от снижения реальной платы за каждое посещение и сокращения числа посещений).

Права потребителей

Первый уровень защиты от попыток ущемить ваши права как потребителя – это знание своих прав. Знание позволяет сэкономить время, деньги и нервы, которые потом уйдут на выяснение отношений с недобросовестными продавцами и исполнителями услуг, написание претензий, жалоб во всевозможные органы защиты прав потребителей и, наконец, отстаивание своих прав в суде. Поэтому в первую очередь давайте разберемся, какие у потребителей есть права.

Основными законами, защищающими права потребителя и прописывающими механизмы реализации этой защиты, являются:

- Гражданский Кодекс Российской Федерации (ГК РФ).
- Федеральный закон «О защите прав потребителей» от 7 февраля 1992 г. № 2300-1.

Главный закон, который надо знать потребителю, это Закон РФ «О защите прав потребителей». Его нормы конкретизируют ряд норм Гражданского Кодекса РФ (ГК РФ), к тем вопросам, которые не урегулированы в этом законе, применяются нормы ГК РФ. Кроме этого, права потребителей регулируются Правилами продажи отдельных видов товаров⁶ и Правилами оказания отдельных видов услуг, утвержденными Правительством РФ⁷. Правила разработаны в соответствии с Законом «О защите прав потребителей» и более подробно прописывают обязанности продавцов по отношению к

⁶ Правила продажи отдельных видов товаров, утверждены Постановлением Правительства РФ от 19 января 1998 г. № 55.

⁷ В частности:

– Правила бытового обслуживания населения в Российской Федерации, утверждены Постановлением Правительства РФ от 15 августа 1997 г. № 1025;

– Правила оказания услуг общественного питания, утверждены Постановлением Правительства РФ от 15 августа 1997 г. № 1036;

– Правила предоставления платных медицинских услуг населению медицинскими учреждениями, утверждены Постановлением Правительства РФ от 13 января 1996 г. № 27;

– Правила оказания платных образовательных услуг в сфере дошкольного и общего образования, утверждены постановлением Правительства РФ от 5 июля 2001 г. № 505;

– Правила оказания услуг местной, внутризоновой, междугородной и международной телефонной связи, утверждены Постановлением Правительства РФ от 18 мая 2005 г. № 310;

– Правила оказания услуг почтовой связи, утверждены Постановлением Правительства РФ от 15 апреля 2005 г. № 221;

– Правила предоставления коммунальных услуг, утверждены Постановлением Правительства РФ от 26 сентября 1994 г. № 1099;

– Правила предоставления услуг по вывозу твердых и жидких бытовых отходов, утверждены Постановлением Правительства РФ от 10 февраля 1997 г. № 155;

– Правила оказания услуг по перевозкам на железнодорожном транспорте пассажиров, а также грузов, багажа и грузобагажа для личных, семейных, домашних и иных нужд, не связанных с осуществлением предпринимательской деятельности, утверждены Постановлением Правительства РФ от 2 марта 2005 г. № 111;

– Правила предоставления гостиничных услуг в Российской Федерации, утверждены Постановлением Правительства РФ от 25 апреля 1997 г. № 490;

Правила оказания платных ветеринарных услуг, утверждены Постановлением Правительства РФ от 6 августа 1998 г. № 898;

Правила по киноvideообслуживанию населения, утверждены Постановлением Правительства РФ от 17 ноября 1994 г. № 1264;

Правила оказания услуг (выполнения работ) по техническому обслуживанию и ремонту автотранспортных средств, утверждены Постановлением Правительства РФ от 11 апреля 2001 г. № 290.

покупателям (организация торговой точки, возможность проверки качества и свойств товара и т. д.) при продаже отдельных видов продовольственных и непродовольственных товаров⁸ и при оказании отдельных видов услуг.

Существует также большое количество нормативных актов, регулирующих деятельность предприятий в различных сферах, некоторые их положения касаются оказания услуг потребителям. К таким «специфическим» законам, знание которых может пригодиться потребителю, относятся:

- Закон «Об основах туристской деятельности в Российской Федерации».
- Закон «О медицинском страховании граждан в Российской Федерации».
- Воздушный кодекс РФ (в частности, договор воздушной перевозки пассажира, договор чартера, услуги и льготы, предоставляемые пассажирам, срок доставки груза, его неполучение и другие отношения пассажира и перевозчика), Закон «О федеральном железнодорожном транспорте».
- Закон «О банках и банковской деятельности», Закон «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации», Закон «О страховании» и другие (для потребителей финансовых услуг).
- И некоторые другие.

При желании и необходимости подборку всех нормативно-правовых актов, регулирующих отношения между потребителем и продавцом (исполнителем) в различных сферах, можно найти, например, на сайте Общества Защиты Прав Потребителя (www.ozpp.ru).

Рассмотрим основные права, согласно Закону «О защите прав потребителей» (далее Закон), с примерами их нарушений.

Право на качество

Продавец должен передать вам качественный товар, а исполнитель качественно выполнить работу (оказать услугу).

⁸ В частности: текстильных, трикотажных, швейных и меховых товаров и обуви; технически сложных товаров бытового назначения; парфюмерно-косметических товаров; автомобилей, мототехники, прицепов и номерных агрегатов; драгоценных металлов и драгоценных камней; лекарственных препаратов и изделий медицинского назначения; товаров бытовой химии; пестицидов и агрохимикатов; животных и растений; аудиовизуальных произведений и фонограмм; оружия и патронов к нему; строительных материалов и изделий; мебели; сжиженного углеводородного газа; непериодических изданий; непродовольственных товаров, бывших в употреблении.

Есть категории товаров и услуг, недостатки и несоответствующее качество которых может проявиться со временем, после их оплаты. Например, вы купили стиральную машинку, а через некоторое время у нее перестала работать функция полоскания или она стала «рвать» вещи при отжиме. В сфере услуг примеров еще больше: вам сделали пломбу, а через неделю она вывалилась; вам сделали ремонт автомобиля в автомастерской, а в течение месяца машина сломалась; вы купили щенка породы русская борзая, а он, когда подрос, оказался беспородной дворняжкой; вы оплатили туристическую поездку, а по прибытию обнаружили, что условия размещения не соответствуют условиям договора.

Как понять, на какое качество вы имеете право в отношении того или иного товара или услуги? В разных случаях информацию о стандартах качества можно найти в разных источниках:

- стандарты качества могут быть прописаны в договоре;
- в ином случае они должны соответствовать обычно предъявляемым требованиям, а товар – быть пригодным для целей использования (например, стиральный порошок должен обладать очищающими свойствами, а не просто быть сыпучим веществом произвольного цвета);
- в случаях продажи по образцу и (или) описанию, товар (услуга) должны соответствовать образцу и (или) описанию;
- в отдельных случаях параметры качества товаров и услуг прописываются в соответствующих нормативно-правовых актах (в тех же Правилах продажи товаров и оказания различных видов услуг, перечисленных выше). Например, в случае оказания потребителю туристических услуг законодательство⁹ предусматривает право каждой из сторон потребовать изменения или расторжения договора о реализации туристского продукта в связи с существенным изменением обстоятельств, из которых исходили стороны при заключении договора. При этом к существенным изменениям обстоятельств (то есть, по сути, параметрам качества туристского продукта) относятся:
 - ухудшение условий путешествия, указанных в договоре и туристской путевке;
 - изменение сроков совершения путешествия;
 - непредвиденный рост транспортных тарифов;
 - невозможность совершения туристом поездки по независящим от него обстоятельствам (болезнь туриста, отказ в выдаче визы и другие обстоятельства).

⁹ Закон «Об основах туристской деятельности в Российской Федерации».

Кром того, закон устанавливает сроки службы, сроки годности и гарантийные сроки, в течение которых продавец (исполнитель) несет ответственность за надлежащее качество проданного товара (оказанной услуги) и потребитель может предъявить претензии и требовать возмещения убытков (смотри соответствующий пункт ниже).

Право на безопасность

Согласно ст. 7 Закона «О защите прав потребителей», как потребитель вы имеете право на то, чтобы товар, работа, услуга были безопасны для вашей жизни, здоровья, имущества и окружающей среды. Если вследствие недостатков товара (работы, услуги) был причинен вред вашему имуществу, здоровью или жизни, то согласно ст. 4 Закона, вы имеете право на возмещение его в полном объеме. Предположим, вы купили холодильник, и при нормальных условиях эксплуатации произошло возгорание холодильника. Возгорание вызвало пожар, в результате которого в квартире сгорело имущество. В этом случае вы имеете право взыскать с завода-изготовителя стоимость этого холодильника, а также стоимость всех поврежденных вещей, и кроме того, требовать компенсацию морального ущерба.

В той же статье Закон указывает, что «если для безопасности использования товара (работы, услуги), его хранения, транспортировки и утилизации необходимо соблюдать специальные правила, изготовитель (исполнитель) обязан указать эти правила в сопроводительной документации на товар (работу, услугу), на этикетке, маркировкой или иным способом, а продавец (исполнитель) обязан довести эти правила до сведения потребителя». Например, соответствующая маркировка должна быть на упаковках с легковоспламеняемыми веществами (краски-аэрозоли, лаки для волос), на веществах, меняющих свои свойства под воздействием света, температуры (лекарства) и т. д.

Право на информацию

Согласно ст. 8-10 Закона, потребитель имеет право на необходимую и достоверную информацию о том, что продается, кто продает и кем это изготовлено, как и когда это можно приобрести (т. е. в какие часы и дни работает продавец). На основании предоставленной информации вы должны получить точное представление об изготовителе (исполнителе, продавце) – для обращения к нему в случае необходимости с соответствующими требованиями и о товарах (работах, услугах) – для правильного их выбора. Под «необходимой информацией» понимается полная, достаточная для потребителя, не имеющего специальных знаний о товаре, информация, которая создает у него четкое представление о свойствах товара и помогает

компетентно выбрать товар. «Достоверная информация» означает ее точное соответствие действительным свойствам товара. Так, при продаже товара иностранного производства покупателю должен быть предоставлен перевод инструкций или иных описаний этих товаров.

В соответствии с этим пунктом, в отношении платных медицинских услуг, например, потребитель имеет право требовать предоставления сведений о наличии лицензии и сертификата, о расчете стоимости оказанной услуги. А в случае заключения с туроператором договора на туристическую поездку – в том числе, полное наименование туроператора, адрес и реестровый номер туроператора; информацию о потребительских свойствах туристского продукта (о программе пребывания, маршруте и об условиях путешествия, включая информацию о средствах размещения, об условиях проживания и питания, о наличии экскурсовода, гида-переводчика, инструктора-проводника, а также о дополнительных услугах).

Запрет на пакетирование товаров (работ, услуг)

В ст. 16 Закон напрямую запрещает продавцам (исполнителям) обуславливать приобретение одних товаров (услуг) обязательным приобретением иных видов товаров (услуг). Например, вы приходите в магазин и хотите приобрести утюг, а вам говорят, что утюги продаются только в комплекте с гладильными досками или, например, карандашами для чистки утюга. Это может быть подано как условие акции («сегодня и всю неделю в нашем магазине действует акция продажи наборов с выгодой для вас...») – в любом случае это незаконно, и вы вправе требовать, чтобы вам продали утюг отдельно. В сфере услуг тоже практикуют пакетирование, пользуясь юридической неграмотностью потребителя: так, в банке при заключении ипотечного договора вас могут обязать открыть ссудный счет, не бесплатно, разумеется. Или в страховой компании могут предлагать в обязательном порядке купить дополнительную страховую услугу – например, при оформлении обязательного страхования автогражданской ответственности (ОСАГО) дополнительно застраховать причинение вреда жизни и здоровью, наступившего в результате дорожно-транспортного происшествия. Помните, это незаконно.

Срок службы, срок годности и гарантийный срок

На товары (работы) могут быть установлены срок службы (или срок годности) и гарантийный срок. В эти сроки потребитель использует товар (результат работы/услуги) по назначению, а изготовитель (исполнитель) несет ответственность за недостатки, возникшие в товаре (работе) по его вине.

В течение этих сроков (а в некоторых случаях и по истечению всех сроков) вы можете предъявлять продавцу (изготовителю, исполнителю) претензии и требовать либо заменить товар с недостатками, либо безвозмездно устранить недостатки в товаре (работе) за счет ремонта и технического обслуживания, либо возместить убытки.

Приведем также несколько примеров нарушений сроков из финансовой сферы. Например, банк отказывается выдать вам ваш вклад и проценты по нему по окончании срока вклада, или отказывается выдать вам наличные с вашего расчетного счета (под предлогом временного отсутствия наличности и т. д.), это также нарушение сроков оказания услуги. Еще пример – невыплата страховой компанией возмещения при наступлении страхового случая. Например, у вас сгорел автомобиль, который был застрахован от пожара, а страховщик под разными предлогами медлит с выплатой возмещения (нарушение сроков) или выплачивает меньшую сумму, чем указано в договоре или по сравнению с оценкой независимой экспертизы (нарушение права на качество услуги).

Допустим, потребитель купил в магазине микроволновую печьку и в гарантийный срок обнаружил, что она не работает. Потребитель обращается с требованием о ремонте в магазин, где он ее приобрел. Если товар весит меньше 5-ти кг, то он самостоятельно доставляет его в магазин, который обязан принять печьку и провести проверку качества товара. Проверка качества осуществляется силами магазина, она бесплатна для потребителя. Если потребитель желает присутствовать при проверке качества, то он должен письменно уведомить об этом магазин. Это – первый этап.

Второй этап: если в результате проверки качества товара обнаружено, что недостатки возникли после его передачи потребителю вследствие нарушения правил использования, хранения, транспортировки товара, действий третьих лиц или непреодолимой силы, то в бесплатном ремонте будет отказано. В случае несогласия потребителя с результатами экспертизы, магазин обязан провести экспертизу товара, которую должен оплатить магазин. Но если выводы магазина подтверждаются, то потребитель возмещает магазину расходы по экспертизе, а также затраты на хранение и транспортировку товара. Если потребитель не согласен с выводами экспертизы, то он имеет право оспорить их в судебном порядке.

Сроки исполнения работы

Согласно ст. 28 закона, если исполнитель (работы, услуги) нарушает сроки, вы вправе требовать выплаты неустойки (пени) в размере 3% от цены работы за каждый

день просрочки, даже если в договоре не предусмотрено никакой ответственности компании за просрочку.

Право на возмещение ущерба

Согласно ст. 13 закона, за нарушение прав потребителей продавец (исполнитель) несет ответственность, предусмотренную законом или договором. Если в договоре предусматривается ответственность в большем объеме или неустойка в большем размере, чем это предусмотрено законом (то есть, больше 3%), то применяются условия договора. В суде пострадавшие потребители также могут потребовать возмещение морального вреда, нанесенного им в результате нарушения их прав. Какой может быть моральный вред в ситуации с задержкой или отказом возмещения по сгоревшей машине, который приводился выше? Приведем примеры из судебной практики: потерпевший был вынужден пользоваться общественным транспортом, что снизило количество заключенных им сделок по работе; затратил много сил и времени, пытаясь получить от ответчика причитающуюся ему сумму страховки (в том числе на оформление необходимых документов); у истца ухудшилось здоровье, и он вынужден был пройти курс лечения из 50 платных сеансов; истец и его семья были вынуждены изменить образ жизни, лишиться себя возможности поехать в отпуск на личной автомашине.

Право отказа от услуги

В договорах можно встретить положения, ограничивающие потребителей отказаться от выполнения услуги: «досрочное расторжение договора невозможно», «в случае расторжения договора раньше оговоренного срока деньги клиенту не возвращаются, а сам клиент оплачивает штраф», «при досрочном расторжении договора клиент получает столько-то процентов от внесенных средств» и т. д. Такие условия в договорах могут быть признаны недействительными. Согласно ст. 32 Закона, клиент имеет право в любой момент отказаться от оказываемой ему услуги. И в этом случае компания обязана выплатить ему все внесенные средства за вычетом уже реально израсходованных на выполнение предмета договора. В отношении банковских услуг такое право прописано также в Гражданском Кодексе РФ (ст. 837).

Право на выбор суда

Согласно ст. 17 Закона, при необходимости обращения в суд для отстаивания своих прав потребитель может подавать иск в районный (городской) суд по месту своего жительства или в суд по месту регистрации ответчика.

Некоторые «предприимчивые» компании указывают в договорах, что с ними можно судиться в одном конкретном суде, часто по месту регистрации его юридического лица. Это может оказаться суд, находящийся за тысячи километров от места жительства потребителя (так компании пытаются минимизировать риск, что обиженный потребитель доедет до суда), или суд в небольшом городке, один на весь город и прямо напротив той самой компании (статистика выигранных потребителями дел при такой ситуации обычно не в пользу потребителей). В любом случае, что бы ни говорили вам компании, любые такие положения договоров противоречат Закону РФ «О защите прав потребителей» и являются недействительными.

Заметим также, что некоторые компании пытаются убедить своих клиентов в том, что в случае возникновения каких-либо разногласий с компанией применяется право другой страны, например, швейцарское право. Включение в договора таких пунктов особенно характерно для компаний, которые представляются филиалами иностранных компаний. Безусловно, такие пункты договоров противоречат закону РФ и также являются недействительными.

Недействительность условий договора

Если условия договора ущемляют ваши права по закону – они признаются недействительными. Если в результате исполнения такого договора у вас возникли убытки, они подлежат возмещению изготовителем (исполнителем, продавцом) в полном объеме.

В частности Закон «О защите прав потребителей» (ст. 16) прописывает, что продавец (исполнитель) не вправе без согласия потребителя выполнять дополнительные работы, услуги за плату. Потребитель вправе отказаться от оплаты таких работ (услуг), а если они оплачены, потребитель вправе потребовать от продавца (исполнителя) возврата уплаченной суммы. Например, зубной врач дополнительно к согласованной с вами программе лечения зуба сделал вам по своей инициативе еще чистку от зубного камня и выставил счет включая плату за эту услугу – вы вправе отказаться от оплаты данной услуги.

Еще один пример недействительного условия договоров, которое напрямую запрещено законом, – это пакетирование товаров и услуг, с которым мы познакомились чуть ранее, на примере покупки утюга и заключения ипотечного договора с банком.

Еще один пример недействительного пункта договора, встречающегося на практике – «экзотический» форс-мажор, не предусмотренный законом РФ. Понятие форс-мажора определено в ст. 401 ГК РФ, согласно которому это обстоятельства

непреодолимой силы, в частности, наводнения, землетрясения, иные стихийные бедствия и т. д. Форс-мажор освобождает стороны от ответственности по заключенным соглашениям, чем и пытаются воспользоваться некоторые компании, прописывая в качестве форс-мажора, к примеру, снижение курса рубля по отношению к доллару более чем на 10%. Такие условия противоречат действующему законодательству.

Досудебная защита прав

Во многих случаях поставщики услуг нарушают права потребителя, рассчитывая на его правовую безграмотность – что потребитель не заметит несоответствие закону, а если заметит, то не будет знать, что делать. Когда потребитель показывает, что не только знает свои права, но к тому же знает, как их можно защитить, исполнитель услуги понимает, что дешевле удовлетворить требования потребителя. Как правило, исполнитель не заинтересован доводить дело до судебного процесса: во-первых, все большее количество судебных процессов выигрывают потребители, во-вторых, кроме выплаты компенсации исполнителю, возможно, придется оплатить штраф¹⁰, а также действие его лицензии может быть приостановлено или прекращено. Поэтому потребитель должен знать, что он может сделать для защиты своих прав и в какой форме.

Что можно сделать на этапе досудебного разбирательства? К сожалению, сформулировать универсальную и подробную схему действий на все случаи нарушений невозможно, поэтому если вы попали в такого рода ситуацию, мы рекомендуем вам обратиться к Закону «О защите прав потребителей». В частности, в Главе 2 подробно рассмотрены порядок предъявления требований к продавцу (изготовителю), сроки предъявления требований в отношении недостатков, порядок и сроки устранения недостатков со стороны изготовителя, порядок и сроки замены товара, удовлетворения требований о возмещении убытков, ответственность за просрочку выполнения требований потребителя, порядок расчетов с потребителями при замене товара, расторжении договора купли-продажи, при возврате товара, правила обмена товара. В Главе 3 рассматриваются аналогичные вопросы, но применительно к выполнению работ (услуг) – в частности, обсуждаются случаи обнаружения недостатков при выполнении работ и услуг, сроки устранения этих недостатков, ответственность исполнителя за нарушение этих сроков и т. д., а также порядок расчетов за выполненную работу или оказанную услугу.

В общем случае потребителю рекомендуется:

¹⁰ в размере пятидесяти процентов от суммы, присужденной судом в пользу потребителя – за несоблюдение в добровольном порядке удовлетворения требований потребителя.

- устно разъяснить исполнителю услуги свои законные требования,
- предъявить исполнителю письменную претензию.

Письменная претензия очень полезна на этом этапе. Во-первых, она помогает добиться удовлетворения ваших требований еще в досудебном порядке, экономя ваши деньги. Во-вторых, претензия дает вам возможность заранее узнать позицию «обидевшей» вас организации по данному вопросу. И, наконец, в некоторых случаях, определенных законодательно (в частности, касательно финансовых услуг), наличие отправленной претензии строго необходимо для рассмотрения иска в суде. Кроме того, наличие претензии необходимо для того чтобы взыскать неустойку и компенсацию за моральный вред в судебном порядке.

Составить претензию можно в произвольной форме. Главное соблюдать определенные требования.

Как на обычном заявлении, справа (в шапке) нужно указать адрес продавца (например, магазина) / головного офиса поставщика услуги (например, банка), имя и должность того, кому вы адресуете претензию, а также вписать свои ФИО с указанием почтового адреса вашего фактического проживания. Слева укажите название организации.

Далее в центре листа напишите слово «претензия» и ниже, указав номер договора (если отношения были оформлены договором), изложите суть проблемы. Сопроводите изложение точными числовыми с ссылкой на источник (например договор), данными. Обязательно укажите статьи законов, которые, по вашему мнению, нарушил продавец/исполнитель услуги. В конце четко сформулируйте свои требования к продавцу/исполнителю и просите рассмотреть данную претензию в 10-дневный срок и устранить все нарушения. Также перечислите документы, прилагаемые к претензии. Поставьте число и подпись.

Претензию нужно составить в двух экземплярах. Один (с копиями документов, а не оригиналами!) вы отдаете сотруднику организации (например, банка), на втором он должен расписаться и поставить отметку, что претензия принята к рассмотрению. Этот экземпляр вы оставляете себе. Если сотрудники отказываются принимать претензию, отправьте ее заказным письмом с отметкой о получении.

Если исполнитель услуги в течение отведенного срока никак не отреагировал на вашу претензию, вы можете перейти к решению проблемы в судебном порядке.

Защита прав в суде

Далеко не все споры решаются в досудебном порядке, то есть по предъявлению

претензии, поэтому для защиты своих прав, возможно, вам придется пойти дальше устных и письменных претензий. Если вам отказывают в выполнении ваших законных требований, то есть несколько вариантов действий.

Обратиться за предварительной консультацией по конфликтной ситуации

Если вы не до конца уверены, на что имеете право в вашей конкретной ситуации, к каким законам апеллировать и что конкретно делать, то бывает полезно обратиться за квалифицированной помощью. Есть ряд организаций, которые оказывают консультационную юридическую поддержку населению бесплатно. В частности, такую деятельность осуществляет Федеральная служба по надзору в сфере защиты прав потребителей и благополучия человека (Роспотребнадзор)¹¹, Уполномоченные государственные юридические бюро, различные общественные организации по защите прав потребителей, например, «Союз потребителей Российской Федерации (СПРФ)»¹², «Общество защиты прав потребителей (ОЗПП)»¹³, Союз защиты прав потребителей финансовых услуг «ФинПотребСоюз»¹⁴, и многие другие (в том числе областные, районные общественные организации по защите прав потребителей), а также Финансовый омбудсмен. В этих организациях помогут составить претензию к исполнителю услуги или иск в суд.

Обратиться с жалобой по конфликтной ситуации к Финансовому омбудсмену (по ситуациям нарушения интересов в сфере финансовых услуг)

Как говорилось выше, в ситуации конфликта с финансовыми организациями омбудсмен может принять участие в урегулировании этой ситуации во внесудебном порядке. При благоприятном стечении обстоятельств омбудсмен вынесет решение об удовлетворении ваших требований или, в случае нарушения интересов, предложит компромиссный вариант.

Подчеркнем, что на сегодняшний день решения финансового омбудсмена носят исключительно рекомендательный характер, что не гарантирует выполнения ваших требований. Соответственно, в случае отказа «обидевшего» вас исполнителя

¹¹ Вебсайт: <http://rospotrebnadzor.ru>, Роспотребнадзор имеет свое представительство в субъектах РФ (имеет 84 территориальных управлений).

¹² Вебсайт: <http://www.potrebitel.net>. СПРФ объединяет более 100 общественных объединений по защите прав потребителей.

¹³ Вебсайт: <http://ozpp.ru>, адрес офисов: Москва, Смоленский бульвар, д.7, и Москва, Большой Власьевский пер., д. 14 стр. 2 оф. 34, 35.

¹⁴ Вебсайт: <http://www.finpotrebsouz.ru>.

финансовой услуги следовать предписаниям омбудсмена, вам придется защищать свои права в суде – самостоятельно или через соответствующие организации. (Более подробно о порядке обращения к финансовому омбудсмену и нарушении прав см. в доп. материалах к данной теме).

Обратиться с жалобой по конфликтной ситуации в организации, которые могут представлять права потребителя в суде

К таким организациям, в частности, относятся Роспотребнадзор, Федеральная Антимонопольная Служба (ФАС), некоторые общественные организации, в том числе, вышеназванные «Союз потребителей Российской Федерации», «Общество защиты прав потребителей», «ФинПотребСоюз» и другие. На основании жалобы потребителя, организация может инициировать иск в защиту неопределенного круга потребителей¹⁵ или представлять интересы потребителя в суде по доверенности. В Роспотребнадзоре доля жалоб в секторе финансовых услуг, по которым организация инициировала судебный иск, составила 20% в 2012 г. При этом в 80% случаев судебные споры разрешились в пользу потребителей.¹⁶

Обратиться в суд самостоятельно

Хотя судебный процесс длится достаточно долго и потребует от вас некоторых усилий и затрат времени, не стоит отказываться от подачи иска в суд, поскольку вы можете добиться выполнения ваших требований и получить полное возмещение ущерба, в том числе судебных издержек и морального вреда. Потребитель, подавая иск о нарушении своих прав, освобождается от уплаты государственной пошлины¹⁷. Однако, нужно помнить, что в случае проигрыша вам придется оплатить судебные расходы.

Следует отметить, что в последние годы число исков, поданных потребителями финансовых услуг самостоятельно, растет. По данным Верховного Суда РФ, в 2012 г. в суды поступило 136,5 тысяч гражданских дел о защите прав потребителей, связанных с претензиями по договорам с финансово-кредитными учреждениями. Доля дел, по которым требования потребителей были удовлетворены, в общем количестве рассмотренных составила в 2012 г. 90%¹⁸, что вселяет некий оптимизм.

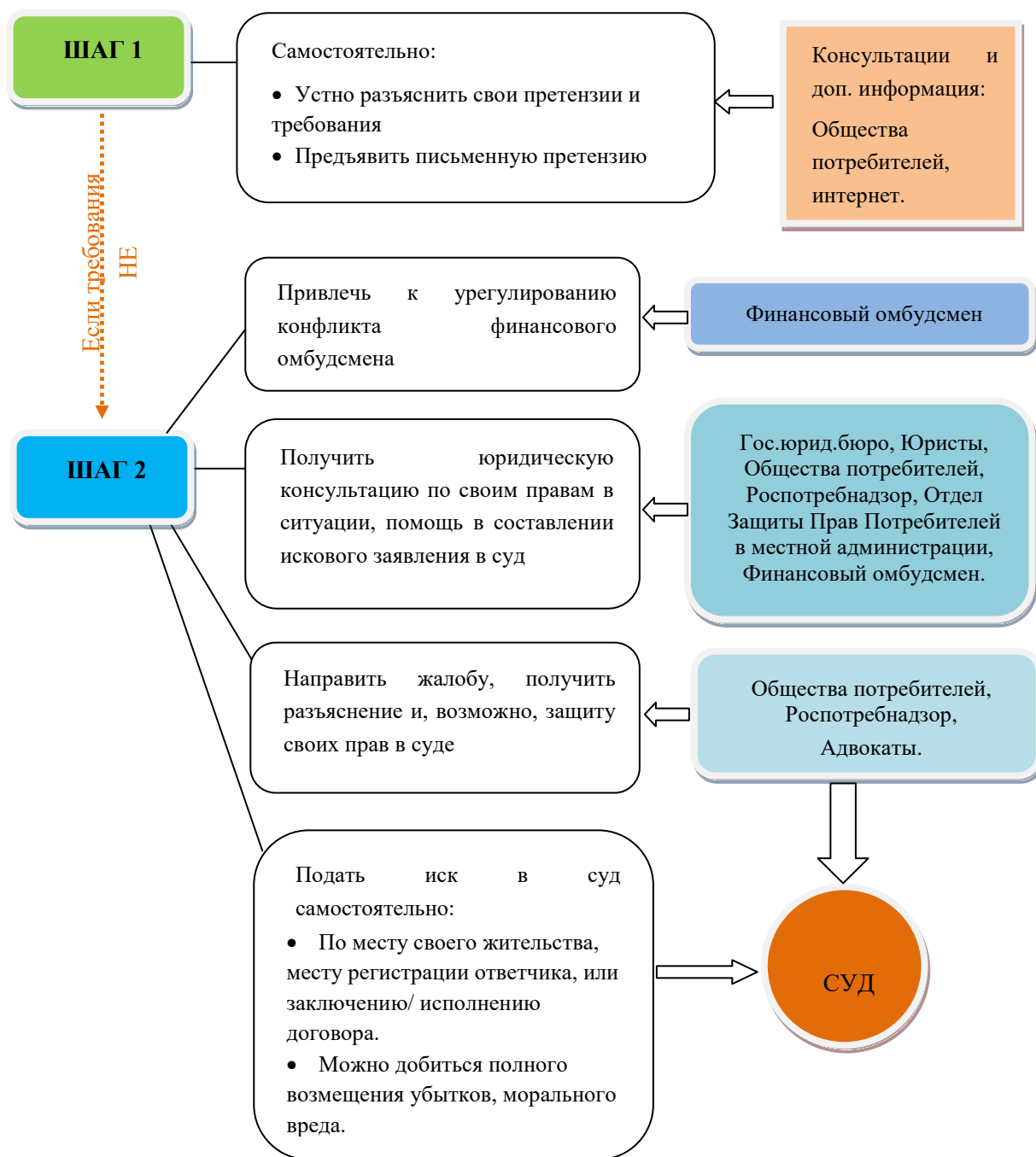
¹⁵ Закон «О защите прав потребителей», ст. 46.

¹⁶ Доклад «О состоянии защиты прав потребителей в финансовой сфере», Москва, 2013.

¹⁷ Закон «О защите прав потребителей», ст. 17.

¹⁸ Доклад «О состоянии защиты прав потребителей в финансовой сфере», Москва, 2013.

Ниже на рисунке 26 представлена схема вариантов действий потребителя в случае нарушения его прав.



Источник: составлено автором

Рис. 26. Как действовать потребителю в случае нарушения его прав

Отдельно скажем о том, что делать, если в договоре, который вам предлагают подписать или вы уже подписали, содержатся условия, которые противоречат закону и нарушают ваши права, закрепленные законодательно.

Если в договор включены условия, которые противоречат закону, то вы, как потенциальный потребитель этой услуги, до подписания договора:

- можете заметить, что пункт противоречит закону, и предложить скорректировать договор соответствующим образом;
- обратиться к другому исполнителю за оказанием нужной вам услуги.

Если вы все-таки подписали договор и потом обнаружили, что он содержит условия, противоречащие закону, то, чтобы доказать их недействительность и в связи с этим предъявить свои требования, вам придется обратиться в суд. По решению суда условия договора могут быть признаны недействительными, причем с момента заключения договора. До вынесения судом такого решения условия договора считаются действительными, и потребитель обязан их соблюдать. После признания условий договора недействительными потребитель может реализовать свое право на возмещение убытков в этом же судебном процессе (ст. 16 Закона «О защите прав потребителей»).

Тема 3. Финансовые риски

Часто, особенно на ранних стадиях профессиональной деятельности, использование заемных средств может существенно улучшить качество жизни индивидов. Однако при принятии решений о получении внешнего финансирования необходимо четко понимать присутствие финансовых рисков и адекватно их оценивать. Этот вопрос и составляет основное содержание данной лекции.

Учет влияния внешних экономических факторов при принятии финансовых решений

Принимая решение о кредите, индивиду необходимо трезво оценить собственную способность его погасить, т. е. соотнести платежи по кредиту с ожидаемыми доходами. Целесообразность взятия займа в конкретный момент времени связана со срочностью потребности индивида и величиной процентной ставки. Как перспективы будущего дохода индивида, так и размер ставок по кредитам зависит, помимо индивидуальных особенностей заемщика, от макроэкономических факторов. Рассмотрим эту зависимость.

Влияние макроэкономических факторов на ставки процента

Процентные ставки оказывают непосредственное влияние на финансовые решения. В частности, в зависимости от величины процентных ставок в текущий момент может приниматься решение брать кредит или отложить покупку на будущее.

Индивидов часто интересует, как определить оптимальное время для того, чтобы брать деньги в займы. Для этого необходимо сопоставить текущие и будущие процентные ставки, которые подвержены значительным колебаниям. Чем же можно объяснить эти колебания?

Чтобы ответить на этот вопрос, рассмотрим, каким образом формируются номинальные процентные ставки. Процентные ставки устанавливаются на денежном рынке в результате взаимодействия спроса и предложения денег. Процентная ставка выступает в качестве цены на денежном рынке. Логика здесь очень простая. Если мы держим деньги на руках, то мы отказываемся вкладывать их в активы, приносящие доход, поэтому процентная ставка (доход от других активов) и является индикатором цены. Как и на любом рынке, на цену, которая установится на рынке (равновесную цену) влияют различные факторы, которые воздействуют на спрос и предложение. Рассмотрим, что это могут быть за факторы.

Во-первых, спрос на деньги зависит от дохода. При увеличении дохода спрос на деньги также возрастает. Это происходит в виду того, что, во-первых, в период экономического подъема люди хранят больше денег для целей сохранения своего богатства, а во-вторых, они больше покупают товаров и услуг, для чего им требуется больше денежных средств. Рост доходов приводит к росту спроса на деньги, в результате чего, как и на любом рынке, цена будет расти, в данном случае будет расти равновесная процентная ставка (разумеется, при прочих равных условиях).

Во-вторых, рост общего уровня цен (инфляция). Эффект уровня цен состоит в том, что при росте цен спрос на деньги также увеличивается, так как старого количества денег становится недостаточно, и экономические агенты начинают увеличивать свой спрос на них¹. Таким образом, рост уровня цен также приведет к росту процентной ставки.

Увеличение объема промышленного производства также увеличивает спрос на деньги: количество товаров возрастает, и требуется большее количество денег для их покупки.

Замедление денежного оборота также увеличивает спрос на деньги – так, если покупатель товара задерживает оплату, предприятию приходится занимать средства для компенсации своих расходов, например, выплаты заработной платы сотрудникам. Если характер таких задержек системен – растет совокупный спрос на деньги.

Предложение денежных средств регулируется центральным банком страны или экономического сообщества.

Увеличение предложения денежных средств может производиться центральным банком путем денежной эмиссии или путем предоставления коммерческим банкам денежных средств в виде прямых кредитов центрального банка (В России: необеспеченный кредит под ставку рефинансирования, или обеспеченный залогом «ломбардный кредит»), в виде операций РЕПО с залогом из высоколиквидных облигаций (самый популярный инструмент в России в наши дни), за счет выкупа государственных облигаций на открытом рынке (основной инструмент монетарной политики в США и других западных странах, так как рынок облигаций там высоко развит), валютных интервенций (активно практиковались в России до 2009 г.) и т. п.

¹ В данном случае речь идет о спросе и предложении на деньги в номинальном выражении. Если рассматривать данную ситуацию с позиции многих учебников макроэкономики, в которых рассматривается модель денежного рынка со спросом и предложением реальных запасов денежных средств, то механизм будет несколько иным. Рост цен приведет к сокращению реального денежного предложения, что также приведет к росту номинальной процентной ставки.

Физические лица также могут повлиять на денежную массу в обороте. Если население начнет хранить большую часть своих сбережений в банке на депозитах, а не «дома под подушкой», то банки смогут за счет этих депозитов выдавать кредиты, что приведет к росту денежного предложения. Увеличение предложения денег ведет – при прочих равных – к снижению ставки процента².

Факторы, влияющие на спрос и предложение денег, в комбинации с типичным поведением политиков, создают повторяющиеся рисунки изменения ставок. При экономическом росте рост товарной массы (а значит, и спрос на деньги) опережает рост денежной массы (Центробанк не успевает – или не хочет – увеличить предложение денег), таким образом ставки растут. В рецессию производство падает, с ним и спрос на деньги, в то время как Центробанк, как правило, пытается оживить экономику, увеличивая денежную массу, что приводит к падению ставок процента.

Однако описанные взаимосвязи могут быть ослаблены наличием активно используемого валютного рынка: так, если увеличение предложения денег идет на покупку иностранной валюты, то ситуация на денежном рынке не меняется. Например, осенью 2008 г. Центральный банк РФ усиленно предоставлял льготные кредиты российским банкам, но вместо предоставления кредитов предприятиям реального сектора, что должно было бы повлечь снижение ставок, банки вложили эти средства в доллары и евро, поэтому ожидаемое снижение ставок не произошло.

Итак, мы рассмотрели влияние краткосрочных изменений на денежном рынке на ставки процента. На долгосрочные ставки также влияют ожидания участников рынка. Так, ожидаемый экономический рост приводит к повышению долгосрочных ставок по аналогии с краткосрочным ростом дохода, только теперь ожидания будущего роста доходов заставляют потреблять больше сейчас, ведь индивид может занять в надежде, что сможет расплатиться будущими заработками. Растущий спрос на кредит повышает спрос на деньги. Схожий эффект оказывает рост ожидаемой инфляции.

Выше были рассмотрены факторы, которые оказывают влияние на установление равновесной процентной ставки. Анализируя эти факторы, можно предсказывать будущее поведение процентных ставок и на основании этого принимать решение о том, что лучше, брать займы сейчас, или позже. Например, если мы ожидаем снижения инфляции, то в будущем наши расходы на заимствование в реальном выражении возрастут, поэтому пока занимать не стоит (например, в последние годы в России инфляция стала снижаться по сравнению с «нулевыми»

² Mishkin F. The economics of money, banking and financial markets / 9th edition. – Addison-Wesley, 2010.

благодаря тому, что Центральный банк РФ изменил свою политику – стал больше внимания уделять сдерживанию роста цен, а не управлению курсом рубля). После снижения инфляции предположительно последует и снижение ставок, тогда и будет оптимальное время для крупных займов. Наоборот, если индивид ожидает экономический подъем, то предпочтительней заем взять до его начала, так как, скорее всего, ставки вырастут.

Влияние макроэкономических факторов на перспективы получения дохода (роста дохода / потери работы)

Теперь рассмотрим другую сторону – зависимость перспектив получения дохода от макроэкономических факторов. Способность погашения долговых обязательств в будущем – и, соответственно, целесообразность взятия кредита – определяется превышением будущего дохода над выплатами по кредиту. Ориентировочным порогом считается соотношение регулярных выплат по кредиту к доходу после налогообложения в 0,36 – т. е. долговые платежи могут лишь незначительно превышать треть дохода, чтобы не вызывать осложнений с выполнением обязательств³. Поэтому достоверный прогноз дохода при разных сценариях развития экономики чрезвычайно важен.

Очевидно, что в периоды экономического роста предприятия имеют возможность повышать заработные платы, тем самым период подъема экономики положительно скажется на перспективах получения будущего дохода. Также в период экономического бума спрос на разнообразные продукты и услуги существенно увеличивается, что стимулирует предприятия создавать новые рабочие места, на которые сможет устроиться больше людей. Таким образом, уровень безработицы в период экономического роста под влиянием многих факторов начинает снижаться.

Другая ситуация складывается на рынке труда в период кризиса. В связи со снижением прибылей в период экономической рецессии компании стараются всяческими возможными способами сократить издержки, чтобы сохранить прошлые показатели эффективности деятельности или хотя бы не допустить их сильного падения. Одним из способов снижения затрат для предприятий являются увольнения работников или сокращение заработной платы, отказ от премиальных вознаграждений, уменьшение льгот работникам. Особенно лишение премий актуально для России, где зачастую премиальная часть зарплаты составляет более 50% всего дохода работника. В большей степени экономический кризис влияет на уровень сокращений в таких сферах,

³ Hansen H. Faster math: Business and personal finance math, 2012.

как сфера услуг, строительство, туристическая сфера, финансовая сфера, так как именно эти отрасли в большей мере страдают от уменьшения деловой активности.

Нередко предприятия стараются избежать полного увольнения работников в период кризиса, так как по Трудовому кодексу РФ в этом случае они будут обязаны выплатить пособие в размере двух месячных заработных плат. Естественно, что в этом случае предприятие понесет значительные издержки, что не является для него привлекательным в период кризиса. Поэтому часто используются другие способы сокращения издержек на оплату труда, которые негативно сказываются на доходах работников. Предприятия могут отправлять людей в принудительные отпуска или просто сократить рабочую неделю до трех или четырех дней, что также сократит заработную плату.

Все это в той или иной мере отрицательно сказывается на перспективе получения будущих доходов и значительно ухудшает финансовое положение работников. Принимая такие меры по снижению затрат, предприятия хотят решить свои проблемы. При этом они лишь усугубляют ситуацию, так как ухудшившееся финансовое положение населения (в виду роста безработицы и снижения доходов) приведет к снижению спроса на товары.

Рассмотрим также влияние макроэкономических факторов на ряд отдельных величин, влияющих на определенные аспекты финансовых рисков.

Текущая / ожидаемая инфляция

Инфляция – это повышение общего уровня цен на товары и услуги. Поскольку процентные ставки формулируются в номинальном выражении, инфляция оказывает на них существенное влияние. Ожидания инфляции оказываются самореализующимися: если ожидаются более высокие темпы инфляции, то в текущий момент спрос на товары и услуги увеличится, так как население будет стремиться купить продукты сейчас, пока цены на них еще не поднялись. Однако, как известно, рост спроса при неизменном предложении приводит к росту цен, таким образом, можно заметить, что ожидание будущего роста цен приводит к росту цен уже в текущий момент времени.

Нередко номинальные процентные ставки не успевают изменяться также быстро, как растет инфляция. В таком случае реальные процентные ставки начинают сокращаться. Можно сделать вывод, что в ситуации ускорения инфляции, когда реальные ставки процента начинают сокращаться, выгодно брать деньги в займы, особенно если ваш доход стабилен в реальном выражении (доход индексируется в

соответствии с темпами инфляции – т. е. если, например, за год уровень цен вырос на 7%, то и заработную плату поднимают на 7%).

Валютные риски (при кредите в другой валюте)

Нередко возникает ситуация, когда кредит берется в валюте, отличной от национальной. В этом случае ко всем видам риска добавляется валютный риск. Валютный риск представляет собой риск убытков в результате неблагоприятного изменения курсов валют.

Рассмотрим, как на заемщике будет сказываться валютный риск на простом условном примере: допустим, российский заемщик берет кредит в долларах на сумму \$100. Текущий валютный курс составляет 30 руб./\$. Таким образом, в рублевом эквиваленте кредит был выдан на сумму $100 \times 30 = 3000$ руб. Также для простоты предположим, что проценты по данному кредиту не платятся, а просто предполагается возврат суммы кредита в долларах через 1 год. Валютный риск возникает тогда, когда доход заемщик получает в рублях. Риск связан с тем, что достоверно неизвестно, каким будет валютный курс на дату погашения. Рассмотрим две ситуации: укрепление рубля и ослабление рубля. В случае укрепления рубля, допустим, валютный курс на дату погашения кредита будет составлять 25 руб./\$. Таким образом, заемщику необходимо вернуть \$100, что будет эквивалентно 2500 руб./\$ и положительно скажется на благосостоянии индивида. Однако возможна и другая ситуация: ослабление национальной валюты. В этом случае предположим, что на дату погашения валютный курс установился на уровне 35 руб./\$, тогда заемщику необходимо вернуть 3500 руб.

Показателен реальный пример: в 2005–2006 гг. одни из самых низких ставок по кредитам в российских банках предлагались в японских йенах (это было связано с тем, что уже долгое время в Японии проводится политика нулевых процентных ставок). Допустим, вы взяли кредит 1 млн руб. 10 января 2007 г. на 5 лет, что по курсу Центробанка 22,23 руб. за 100 йен составило бы ~4,5 млн йен. За 5 лет йена укрепилась на 87%, и курс на 11 января 2012 г. составил 41,49 руб., т. е. вы должны вернуть банку 1,87 млн (!) в рублевом эквиваленте, не считая процентов. Так, до кризиса «модно» было брать крупные кредиты в валюте, например, ипотечные, с огромным сроком до погашения в расчете на растущий в то время рубль. В результате в кризис многие столкнулись с тем, что платеж сильно вырос в рублевом эквиваленте, и банки предлагали заемщикам переоформить кредит в рублях. Таким образом, даже низкие

процентные ставки еще не гарантия выигрыша, так как валютный риск может оказаться слишком велик⁴.

Подводя итог, можно заметить, что ослабление национальной валюты по отношению к валюте кредитования негативно сказывается на заемщике, а ситуация укрепления национальной валюты, напротив, выгодна заемщику⁵.

Эти выводы можно использовать на практике: допустим, прогнозируется укрепление национальной валюты. При прочих равных, в этом случае, как мы сказали выше, выгодно брать кредит в иностранной валюте. Если же ставки разные, например в иностранной валюте – ниже, то брать в иностранной валюте выгодней, если ожидаемое падение курса национальной валюты в процентном соотношении меньше разницы процентных ставок. Однако не стоит забывать о рисках: прогнозы не всегда исполняются, ведь множество факторов определяет движение курсов, поэтому при кредитовании в иностранной валюте валютный риск всегда велик. Для того чтобы минимизировать влияние валютного риска, можно пользоваться простым правилом: брать кредит в той валюте, в которой совершается большая часть расходов и получаются доходы.

Влияние макрофакторов на стоимость залога

При получении кредита в банке часто требуется обеспечение – залог. Залог страхует кредитора от возможного невозврата заемных средств. Предметами залога могут выступать различные активы: недвижимое имущество (земельные участки, квартиры, дома и пр.), движимое имущество (например автотранспорт), финансовые активы (ценные бумаги, валютные средства, депозитные вклады) и другое. Необходимо корректно определять стоимость залога, так как от этого напрямую зависит возможная сумма кредита. В некоторых случаях кредитный договор предусматривает, что при падении залоговой стоимости ниже определенного порога, кредитор может потребовать от заемщика досрочного возврата кредита. Например, в середине прошлого десятилетия многие российские компании заняли значительные средства под залог своих акций с таким пунктом в договоре. Когда в 2008 г. их стоимость оказалась в свободном падении и «пробила» оговоренный порог, кредиторы затребовали досрочный возврат кредитов, что серьезно пошатнуло финансовое положение этих компаний, некоторые (например «Русал») удалось спасти только за счет государственной поддержки.

4 Данные взяты с официального сайта Банка России: http://cbr.ru/currency_base/dynamics.aspx.

5 Levi M. D. International Finance / 4th ed. – New York: Routledge, 2005.

На стоимость залога могут оказывать влияние различные факторы. Инфляция может оказывать влияние не только на изменение процентных ставок, но и на стоимость залога. В случае, когда залогом выступают реальные активы (недвижимость, транспорт и т. п.), инфляция увеличивает стоимость залога, так как стоимость таких активов увеличивается. Однако если мы имеем дело с облигациями, то инфляция отрицательно скажется на стоимости залога. Подробно это было описано выше: увеличение инфляции приведет к тому, что доходность облигаций станет меньше по сравнению с доходностью, например недвижимости, таким образом, спрос на финансовые активы уменьшится, и их стоимость также снизится.

Состояние экономики также непосредственно влияет на стоимость залога. Так, во время кризиса реальные активы и рискованные финансовые активы дешевеют, поскольку снижается инвестиционная активность, растет несклонность инвесторов к риску, т. е. спрос на активы становится ниже. Вместе с тем возникают проблемы в балансах банков и предприятий, снижается их выручка и прибыль, им становится сложно платить по своим долгам. Поэтому они могут начать избавляться от своих активов, тем самым еще сильнее снижая их рыночную цену при недостатке спроса.

Одна из самых опасных ситуаций в данном контексте – это ипотека, и следующий сценарий был довольно распространен во время кризиса в США в 2007 г. Предположим, что заемщик, взявший ипотеку под залог уже построенного дома, в котором он теперь живет, в период выплат теряет работу и оказывается не в состоянии расплатиться с долгами. После объявления дефолта банк забирает залог, чтобы продать его и покрыть недостающую сумму займа; тем самым, заемщик лишается жилья. Более того, если проблема имеет систематический характер, т. е. идет массовый дефолт по кредитам под залог недвижимости, банки будут увеличивать предложение на рынке недвижимости, что приведет к падению в цене. В результате после продажи залога вырученных средств может не хватить на покрытие задолженности, и заемщик останется по-прежнему должен банку разницу между суммой платежей и уже полученными банком средствами.

Ставка процента

Основной характеристикой стоимости кредита является эффективная процентная ставка. (В теме «Небанковские инструменты инвестирования» инвариантного блока курса, когда обсуждались облигации, и мы рассматривали долговые обязательства со стороны инвесторов, мы называли эту величину также «доходность к погашению».)

Расчет эффективной ставки процента

Эффективная процентная ставка рассчитывается как процентная ставка, при которой приведенная стоимость выплаченных банку платежей равна величине полученного кредита⁶:

$$LV = \sum_{t=1}^n \frac{LP_t}{(1+i)^t},$$

где LV – величина полученного кредита, LP_t – все платежи в период t , n – количество лет на погашение кредита, а i – эффективная ставка процента.

Таким образом, зная сумму кредита и размер будущих платежей, можно рассчитать эффективную ставку.

Простой пример, когда вся сумма кредита выплачивается вместе со всеми накопленными процентами в конце срока кредита (через n лет), а промежуточные платежи отсутствуют:

$$LV = \frac{LP_n}{(1+i)^n}.$$

Тогда эффективную процентную ставку легко получить из соотношения выплачиваемой суммы и величины кредита:

$$i = \sqrt[n]{\frac{LP_n}{LV}} - 1.$$

Как правило, различные долговые обязательства имеют разные сроки и разный порядок погашения. Например, в случае простого кредита платежи производятся только на дату погашения, в то время как при кредите с фиксированным платежом платежи производятся каждый период вплоть до даты погашения. Рассмотрим эти два типа кредитов⁷.

Простой кредит. Заемщику предоставляется сумма денег, которую он должен вернуть по истечении срока погашения задолженности. Помимо самой суммы заемщик также должен дополнительно уплатить процент за предоставление ему данной суммы. В случае простого кредита простая ставка процента по кредиту будет равняться эффективной процентной ставке, так как в данном случае производится только один платеж в конце периода.

⁶ Имеется в виду сумма фактически полученного кредита за вычетом возможных комиссий и сборов «за оформление» кредита.

⁷ Мишкин. Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Вильямс, 2006.

Кредит с фиксированным платежом. Сумма, предоставляемая заемщику, выплачивается, с процентами, равными платежами каждый период. Каждый фиксированный платеж включает в себя уплату и основного долга, и процентов. Приведенная стоимость в данном случае рассчитывается как сумма приведенных стоимостей будущих платежей. В общем виде вычисление эффективной ставки процента i для кредита с фиксированными платежами рассчитывается следующим образом:

$$LV = \frac{FP}{1+i} + \frac{FP}{(1+i)^2} + \frac{FP}{(1+i)^3} + \dots + \frac{FP}{(1+i)^n}$$

где FP – фиксированные платежи.

Таким образом, от структуры погашения напрямую зависит процентная ставка, определяющая доходность вложения.⁸

Риски, дефолтный спред и кривая доходности

Ставка по кредиту, помимо рассмотренной выше общей макроэкономической ситуации, зависит также от срока погашения и качества заемщика. Так, кредиты для заемщиков одного качества, но с разными сроками погашения могут иметь разные эффективные ставки; также ставки могут различаться для двух кредитов одинаковой срочности, но для заемщиков разного качества.

Рассмотрим зависимость ставки от срока погашения. В данном контексте изучается так называемая «кривая доходности» или кривая ставок.

Кривая доходности – график зависимости доходности от срока погашения по долговым обязательствам с одинаковым уровнем риска (чаще всего строится по государственным облигациям). Вид кривой доходности может быть различным. В случае, когда долгосрочные ставки процента выше краткосрочных, кривая имеет положительный наклон. В обратном случае, когда краткосрочные ставки выше долгосрочных, кривая имеет отрицательный наклон. Бывает, что ставки процента примерно совпадают, что делает кривую доходности почти горизонтальной.

При всем разнообразии поведения кривой доходности, выявлены основные ее особенности⁹.

⁸ Стоит отметить, что при таком характере погашений, большая часть взносов на первых порах состоит из процентных платежей, а тело кредита в это время погашается в мизерной степени. Некоторые банки предлагают платить не аннуитетными платежами, а разными, в этой ситуации сразу гасится большая часть тела кредита, поэтому переплата по процентам идет меньше.

⁹ Мишкин. Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Вильямс, 2006.

Движение процентных ставок по облигациям с разными сроками погашения сонаправленно. Если процентные ставки по краткосрочным облигациям увеличиваются (уменьшаются), то увеличиваются (уменьшаются) и процентные ставки по долгосрочным облигациям.

Если краткосрочные процентные ставки низкие, то кривая доходности будет, скорее всего, иметь положительный наклон, если же краткосрочные процентные ставки высоки, то кривая с большой вероятностью будет иметь отрицательный наклон.

Чаще всего кривая доходности имеет положительный наклон.

Существует несколько теорий, которые объясняют такие особенности поведения кривой доходности. По очереди рассмотрим, какие особенности объясняет каждая из них.

Основное предположение *теории ожиданий* состоит в том, что процентные ставки по долгосрочным облигациям будут равны среднему по ожидаемым краткосрочным ставкам за данный период. Другими словами, краткосрочные и долгосрочные облигации являются заменителями. Этим теория объясняет сонаправленность изменений процентных ставок по облигациям с разными сроками погашения. Кроме того, она объясняет и возможные положительные и отрицательные наклоны кривой. Когда краткосрочные процентные ставки довольно низкие, ожидается, что они повысятся в будущем до своего нормального уровня. Когда же они, наоборот, высоки, то участники рынка ожидают снижения ставок. Однако теория не дает объяснения тому факту, что чаще всего кривая доходности имеет положительный наклон.

Теория сегментированных рынков базируется на предположении о том, что рынок краткосрочных облигаций и рынок долгосрочных облигаций – это два разных рынка, каждый со своими участниками, имеющими точные предпочтения относительно сроков к погашению приобретаемых ими облигаций. В отличие от теории ожиданий, где облигации разных сроков погашения являются полными заменителями, в данной теории главное предположение состоит в том, что облигации с разными доходностями не заменяют друг друга: ожидаемая доходность от владения акцией одной доходности никак не влияет на спрос на облигацию с другим сроком погашения. Таким образом, теория объясняет третью особенность поведения кривой доходности. Инвесторы в целом предпочитают облигации с меньшим сроком к погашению, так как в этом случае риск изменения процентной ставки значительно ниже, чем для долгосрочных облигаций. Вследствие этого спрос на долгосрочные облигации в целом меньше спроса на краткосрочные облигации. Поэтому цены на долгосрочные облигации будут ниже, а

процентные ставки – выше, и кривая в большинстве случаев будет иметь положительный наклон.

Теория премии за пониженную ликвидность предполагает, что облигации различной срочности заменяют друг друга, а инвесторы имеют предпочтения относительно срочности приобретаемой облигации. Участники рынка больше предпочитают краткосрочные облигации из-за меньшего риска изменения процентной ставки, поэтому долгосрочные облигации должны иметь дополнительную доходность – премию за риски, связанные с долгим периодом заимствования средств. Близкая к этому *теория «предпочитаемой среды»* предполагает, что инвесторы имеют какую-то определенную предпочитаемую срочность облигации. В связи с тем, что инвесторы больше предпочитают приобретать краткосрочные облигации, они будут приобретать долгосрочные облигации только тогда, когда по ним будут высокие процентные ставки. Таким образом, благодаря тому, что последние две теории сочетают в себе характеристики первых двух, они успешно объясняют все три особенности поведения кривой доходности.

Резюмируя вышесказанное, нужно отметить, что, как правило, при одинаковом уровне риска заемщика эффективные ставки по более долгосрочным кредитам выше, чем по краткосрочным¹⁰. Премию за срок кредита можно примерно определить, вычислив разницу по процентным ставкам государственных облигаций с более долгим и более коротким сроком. Например, если вы сравниваете семи-восьмилетний кредит и двух-трехлетний кредит, то ознакомившись с доходностями на государственные облигации (например, на сайте cbonds.ru), вы выясните, что премия за дополнительные пять лет составляет около 1%, $\approx 7\% - 6\%$ (данные на 5 июня 2013 г.).

Разумеется, частному заемщику не стоит рассчитывать получить кредит по такой же ставке, как и государство – *риск дефолта* у частного заемщика гораздо выше. Дефолт возникает в том случае, когда заемщик не в силах выполнить свои обязательства по выплате процентов или номинальной стоимости. Если заемщик находится в нестабильном положении (его доходы падают, например, в случае потери работы, или подвержены серьезным колебаниям, при предпринимательской деятельности), то вероятность дефолта по его обязательствам высока. Облигации федерального займа, напротив, не имеют дефолтного риска. Считается, что федеральное правительство всегда может найти средства для выполнения своих

¹⁰ Исключения составляют случаи, когда ожидается снижение краткосрочных ставок в будущем (согласно теории ожиданий) – например, когда ожидается падение производства, понижение учетных ставок Центробанком с целью наполнить деньгами экономику и т. п.

обязательств, например, повысив налоги. Спред между процентными ставками по обязательствам с дефолтным риском и не имеющим дефолтного риска государственным облигациям называется *риск-премией*. Риск-премия всегда положительна, и увеличение дефолтного риска заемщика ее увеличивает. Так, при ставке на государственные облигации в примерно 7% (5–7 лет) ставка на корпоративные облигации нефинансового сектора с рейтингом ВВ с примерно таким же сроком погашения составляет около 9%, т. е. премия за риск $\approx 9\% - 7\% = 2\%$. При этом для облигаций с рейтингом В эффективная ставка составляет уже 11% – 14%, т. е. премия уже от 4% до 7%¹¹.

Как и у рейтинговых агентств, у банков есть методики, относящие клиентов к той или иной группе риска невозврата средств. При прочих равных, риск частного заемщика выше, чем у компании-заемщика с рейтингом В, так как с точки зрения банка неопределенность выше.

Также стоит отметить более низкую ликвидность кредита по отношению к облигации – облигацию банк может в любой момент перепродать на бирже, в то время как передать кредит физического лица третьей стороне очень сложно и сопровождается большими потерями.

Ликвидность банка

На кредитную политику банка определяющее влияние оказывает ситуация с ликвидностью, так как обеспечение оптимального уровня ликвидности является одной из важнейших задач управления банком. Ликвидность банка определяется тем, насколько быстро и с какими издержками банк может выполнить свои обязательства. Минимальный уровень ликвидности банка обеспечивается обязательными резервами – частью активов, которые банк хранит в наличности для немедленного выполнения своих обязательств по вкладам. Однако в случае, когда банку пришлось воспользоваться обязательными резервами, ему необходимо пополнить их, что связано с дополнительными издержками. Поэтому, чтобы не сталкиваться с большими издержками по пополнению обязательных резервов, банки имеют избыточные резервы в виде наличности, а также активы, которые могут быть быстро и с низкими издержками превращены в денежную наличность.

Свои активы банк должен сформировать таким образом, чтобы обеспечить достаточный уровень ликвидности и в то же время извлечь из своих активов

¹¹ Данные взяты с сайта www.cbonds.ru по состоянию на 5 июня 2013 г.

максимально возможный доход. Высокий уровень ликвидности означает, что значительная часть активов может быть быстро и с маленькими издержками переведена в наличность и использована для выполнения обязательств по вкладам. По таким активам доходность будет либо очень мала, либо вовсе равна нулю. Таким образом, есть некий оптимальный уровень ликвидности, превышение которого ведет к недополученному процентному доходу, а более низкая ликвидность чревата неспособностью выполнить обязательства.

Из этого следует, что банк может (и должен) менять свою кредитную политику в зависимости от ситуации с ликвидностью. При большом притоке средств (депозитов, займов ЦБ и т. п.) банку имеет смысл понизить ставки по процентам за кредит, чтобы разместить больше средств. Если ликвидность не избыточна, банку целесообразно поднять кредитные ставки.

Однако стоит также принимать во внимание, что помимо кредитования населения банки могут размещать средства для получения дохода в государственных и корпоративных облигациях, валюте и т. п. Таким образом, кредитная политика зависит от параметров доступных альтернатив размещения средств: например, кредитные ставки будут почти наверняка не ниже ставок по государственным облигациям или ожидаемой доходности на валютном рынке (стоит вспомнить, как трудно было получить кредит в рублях осенью 2008 г., в период управляемой девальвации рубля).

Почему ставки различаются в разных банках?

Как правило, при выборе кредита рассматривают различные варианты, предлагаемые рядом банков. А так как первым, на что смотрят потенциальные заемщики, является процентная ставка, то у многих возникает очевидный вопрос: почему же ставки в разных банках отличаются друг от друга? Ответов на этот вопрос много и все факторы можно, условно, разделить на 3 основные группы: характеристики продукта или клиента, внутренние характеристики банка и его политика.

Характеристика продукта

Для начала рассмотрим, как характеристики кредита могут повлиять на предлагаемую ставку. Суть этого аргумента сводится к тому, что кредиты, идентичные на первый взгляд, на самом деле отличаются друг от друга. В первую очередь, нужно проверить срок погашения, валюту и допустимый размер кредита. Если условия значительно различаются, то, строго говоря, мы имеем дело с разными кредитами и разные ставки совершенно естественны.

Плавающая ставка по кредиту сопряжена с большими рисками для заемщика и более выгодна банку. Как правило, плавающие ставки по кредитам рассчитываются как межбанковская ставка плюс процентная премия (например, «Libor+2%»). Межбанковская ставка – это процент, под который банки готовы кредитовать друг друга. Наиболее распространена ставка LIBOR (London Interbank Offered Rate), которая рассчитывается как среднее между ставками, называемыми ключевыми банками, за исключением экстремальных значений. Российские ставки межбанковского рынка – MOSPRIME, MIBOR и т. д. Стоит отметить, что ставки разные для разных периодов, поэтому нужно обращать внимание, к какой конкретно ставке привязан процент по кредиту. Конечно, нефиксированная ставка добавляет неопределенности, делая кредит более рискованным, но, в то же время, бонусом за этот риск может быть относительная дешевизна кредита. Как правило, банки заинтересованы в плавающей ставке, так как привлеченные депозиты, средства от которых используются для размещения займов, имеют значительно более короткий срок. Перед банком появляется риск роста ставок в экономике, который повысит ставки по новым депозитам, в то время как ставки по текущим кредитам по-прежнему будут зафиксированы на низком уровне. За хеджирование этого риска банк готов пожертвовать высокими ставками в начале кредита и предложить заемщикам «teaser period» – установить низкую фиксированную ставку в начале кредита.

Значительную роль играет и структура погашения: чем раньше начинается погашение, тем ниже риски банка, и тем ниже может быть ставка кредитования. При оценке рисков банки в данном контексте также используют *дюрацию* (представленную впервые в лекции «Небанковские инструменты инвестирования»):

$$DUR = \sum_{t=1}^T t \cdot \frac{LP_t / (1+i)^t}{LV}.$$

Отметим, что дюрация – это взвешенное среднее всех сроков платежей, где весами выступают доли приведенной стоимости платежей в сумме кредита. Так, если вся сумма кредита выплачивается вместе с накопленным процентом в конце срока, то дюрация соответствует номинальному сроку кредита, если же кредит, к примеру, возвращается равными платежами, то дюрация гораздо короче¹².

Если же базовые условия одинаковые (валюта, размер, фиксированная/плавающая ставка), необходимо обратить внимание на *структуру выплат* и просчитать

¹² Cvitanic J., Zapatero F. Introduction to the Economics and Mathematics of Financial Markets. – Cambridge, MA: The MIT Press, 2004.

эффективную ставку. Например, ставка процентного платежа может быть указана к телу кредита, т. е. процентный платеж фиксирован и не зависит от уже погашенной доли кредита. Тогда эффективная ставка будет значительно выше, чем в ситуации, когда таким же процентом облагается только непогашенная часть кредита.

Другие характеристики кредитов тоже могут оказывать влияние на эффективную ставку процента, при этом не бросаясь в глаза столь явно. В первую очередь, речь идет о *комиссиях*. Помимо процентных платежей и самого тела кредита банк может взимать средства за обслуживание займа. Например, существуют комиссии за рассмотрение заявки, за выдачу кредита, за пересмотр заявки, если был отказ в выдаче средств на стандартных условиях и т. д. Они могут быть как фиксированными, так и привязанными к размеру задолженности. Помимо этого, почти всегда требуется наличие расчетного счета в банке для проведения регулярных платежей. За открытие счета и его ведение банк так же может списывать средства. Все эти выплаты необходимо учитывать (насколько возможно) в эффективной ставке процента.

Еще одним значительным источником расходов по кредиту могут являться *штрафы* – они, как правило, не принимаются в расчет, так как по умолчанию предполагается добропорядочный заемщик. Заемщик также не планирует задерживать выплаты и поэтому может придавать недостаточно значения размерам штрафов. Однако вероятность задержки выплат по техническим причинам существует всегда, более того, в таких случаях заемщик, как правило, очень чувствителен к дополнительным обязательствам, а кредиторы зачастую устанавливают высокие штрафы, что позволяет снизить номинальную ставку по кредиту, тем самым привлекая больше клиентов. Также могут существовать штрафы за досрочное погашение кредита, если такая опция вообще разрешена. Таким образом, следует учитывать перечисленный ряд параметров, не входящих в эффективную ставку процента в обычной ситуации, но серьезно увеличивающих выплаты (соответственно, финансовые риски) при отклонениях от обычной ситуации.

Важным фактором цены кредита является *наличие поручителей или залога*. Поручитель заметно снижает риск неплатежа для банка (так как вероятность неплатежеспособности двух лиц одновременно гораздо ниже неплатежеспособности одного лица). Наличие залога ограничивает потенциальный невозврат средств, так как заложенное имущество можно будет продать в случае дефолта заемщика. В обоих случаях риск для банка заметно ниже, и это позволяет банку требовать меньшую ставку.

Характеристика заемщика с точки зрения банка

Помимо обязательных условий кредита, могут существовать специфические факторы для индивидуального заемщика, которые способны влиять на ставку по кредиту. Например, некоторые банки могут варьировать ставку в зависимости от *кредитной истории клиента*. Также, банки склонны давать индивидуальные, зачастую льготные, условия клиентам, о которых располагают большей информацией и большим уровнем контроля. Именно поэтому у многих банков существуют специальные условия для тех, кто имеет вклад или зарплатный счет в этом же банке. Благодаря этому, кредитор может оценить платежеспособность клиента. По тем же причинам ставки зависят от требований для выдачи кредита «сторонним» заемщикам (не текущим клиентам банка): количества документов, срока рассмотрения заявки: чем точнее банку удастся квалифицировать риск, связанный с клиентом, тем потенциально ниже может быть ставка. И наоборот: при отсутствии информации о клиентах банк характеризует всех заемщиков как носителей очень высокого риска. Поэтому экспресс-кредиты обычно дороже стандартных кредитов.

Еще одним довольно распространенным рычагом влияния на ставку процента является *страхование*. Для части кредитов страхование является обязательным условием. Это, главным образом, – страхование автомобиля (КАСКО) и страхование недвижимости при автокредите и ипотеке соответственно. Банк требует страховать имущество в залоге, так как при неспособности выплатить кредит оно перейдет к кредитору, соответственно банк хочет минимизировать эффект от возможной потери стоимости залога. Помимо этого, существуют опциональные страховки, покупка которых зачастую ведет к льготной ставке кредитования. К таким продуктам относят, например, страхование жизни и трудоспособности клиента. Это защищает от риска невозможности платить по кредиту в случае смерти заемщика, инвалидности или даже временной невозможности работать из-за проблем со здоровьем. В зависимости от времени нетрудоспособности, выплачивается либо вся сумма, либо ее часть. Также существует страхование ответственности заемщика. Оно защищает клиента в том случае, когда при дефолте средства от реализации залога не покрывают оставшуюся задолженность и заемщик вынужден покрыть разницу. Так как банк гарантированно получает выплаты от страховой компании в этом случае, соответственно, снижая свои риски, он готов на более низкий процентный доход по кредиту.

Характеристика банка

Ко еще одной группе факторов, влияющих на формирование ставки, относятся внутренние характеристики банка, а именно структура и свойства его пассивов и резервов. Объясняется это просто: для того чтобы выдать кредит, банку необходимо фондирование, основным источником которого являются средства на депозитах. Помимо этого, банки прибегают к внешним заимствованиям, например к межбанковским кредитам, но это зачастую связано с балансированием текущей ликвидности и является краткосрочным инструментом. Самыми распространенными являются однодневные кредиты, поэтому ставка по таким кредитам (так называемая overnight) является важным экономическим индикатором. Возвращаясь к депозитам, можно заметить, что факторы, влияющие на пассивы банка, косвенно влияют и на кредиты.

В первую очередь, банк не может поставить ставку по займам ниже, чем он платит по привлеченным средствам, так как в этом случае он будет иметь чистый процентный расход. В свою очередь, ставка по депозитам для каждого конкретного банка зависит от его положения на рынке и репутации: чем надежнее и «удобнее» банк в глазах клиентов, тем меньше требуемая доходность по депозитам. Как правило, самые низкие ставки у крупных банков, аффилированных с государством, потому что в случае кризиса регулятор будет вынужден поддерживать их, ведь дефолт таких банков может привести к полному краху финансовой системы страны (“too big to fail”). Соответственно, вкладчики готовы на меньший процент по депозитам, так как считают их менее рискованными; следовательно, банк может позволить себе выдавать кредиты так же под более низкий процент. Помимо этого, структура баланса банка может влиять на ставки в разрезе времени и валюты. Допустим, если имеется большая доля депозитов в валюте, а ожидаемая динамика курса негативно сказывается на ожидаемом эффекте от конвертации валюты в рубли, банк будет стремиться выдавать как можно больше кредитов в валюте, пусть даже под чуть более низкую ставку, нежели банк с малой долей валютных вкладов. Аналогичная логика подходит и для рассмотрения эффекта временной структуры активов и пассивов.

Одной из главных функций финансовых посредников является трансформация краткосрочных депозитов в долгосрочные кредиты. Срочность этих позиций продиктована, с одной стороны, предпочтениями потребителей, а с другой – инвестиционными проектами заемщиков. Поэтому перед банками всегда остро стоит проблема ликвидности: возможность немедленной выплаты по депозитам, что особенно важно в периоды кризиса и отсутствия доверия к банковской системе. Таким образом, мы приходим к тому, что резервы также оказывают влияние на ставку

процента. Резервы делятся на обязательные, размер которых устанавливает Центральный Банк (определяя норму обязательного резервирования), и на добровольные, которые банк создает по своему усмотрению. Резервы нужны для того, чтобы защититься от проблем с ликвидностью и для сохранения части средств в случае неудачных инвестиций. Однако чем они выше, тем меньше средств доступно для дальнейшего инвестирования, т. е. выдачи кредитов. Как следствие, банку приходится повышать ставку по кредитам, дабы покрыть издержки. В то же время такая политика может привести к проблеме неблагоприятного выбора: если ставка высока, то для «хороших» заемщиков брать кредит дорого, в то же время, «плохие» не обращают внимания на ставку, зная, что, в любом случае, они не смогут справиться с долговым бременем. Соответственно, инвестиции банка становятся более рисковыми, появляется необходимость увеличения резервов, что подталкивает ставку вверх и т. д. Банки вынуждены собирать информацию о потенциальном заемщике, лишь тогда они способны делать послабления для «хороших» клиентов.

Помимо характеристик баланса существует ряд других внутренних критериев, способных повлиять на процентную ставку. Они напрямую связаны с функциями банка и зачастую коррелируют с размером банка. Наблюдения показывают, что в банковской сфере существует положительный эффект от масштаба для небольших и средних игроков, т. е. размер банка влияет на издержки в расчете на одного клиента, транзакцию или продукт. Одной из причин является экспертиза банка. Более крупные и старые банки имеют больше опыта, что может перерасти в более отлаженные процессы, лучшую систему оценки риска, основанную на исторических показателях. Кроме того, на основе такой информации банк может таргетировать наиболее прибыльные сегменты и предлагать им более выгодные условия. Также чем больше банк, тем большим объемом информации он обладает и, следовательно, может лучше оценить риск клиента, в том числе и за счет того, что гораздо вероятнее наличие информации по конкретному клиенту.

Помимо прочего, если у банка большой пул заемщиков, расположенных в разных регионах, занятых в разных отраслях и т. д., кредитный портфель значительно диверсифицирован, следовательно, банк имеет более низкий риск в целом и может устанавливать более низкие ставки по займам в целом. Или же он может стимулировать кредитование клиентов определенного профиля для усиления эффекта от диверсификации.

Другим глобальным фактором различия ставок является политика банка. Как и в стандартной модели спроса и предложения, ставка (цена) влияет на объем выданных

кредитов (величина спроса), поэтому при политике, направленной на быстрый рост банка, понижение ставки по кредиту (временное сокращение разницы между ставками по депозитам и кредитам) может помочь банку завоевать большую долю рынка, выдавая больше кредитов. Стоит отметить, что по этой причине ставки могут различаться и внутри одного банка в региональной разбивке. Зачастую такая тактика используется при выходе на новый рынок, дабы привлечь новых клиентов. Помимо непосредственного эффекта на величину спроса, низкие ставки могут повысить лояльность клиентов и сформировать благоприятный имидж банка.

С другой стороны, существует прямая связь между риском инвестиций и их доходностью. Поэтому предпочтения банка по максимально допустимому уровню риска, а также его политика риск-менеджмента, могут влиять на предлагаемую ставку по кредитам. Более того, так как истинный уровень риска клиента является неявной величиной, то предлагаемая ставка зависит не от него, а от того, как его оценивает банк. Помимо технических различий, банки могут иметь различные краткосрочные задачи в области рисков. Например, как говорилось выше, банк может привлекать клиентов с определенными характеристиками для усиления диверсификации. Рассмотрим, для простоты, банк, фокусирующийся на кредитовании малого бизнеса в одном из южных регионов России. Предположим, что подавляющее число заемщиков – сельскохозяйственные предприятия этого региона. Как следствие, банк сильно подвержен климатическим рискам (кстати, для хеджирования таких рисков существуют «погодные деривативы» – бумаги, доход по которым зависит от погодных условий в определенной местности; однако они не имеют распространения в России) против которого он не может защититься. Поэтому банк может создавать специальные льготные условия для клиентов из других отраслей и устанавливать высокие ставки для агросектора. При этом у соседнего банка с более сбалансированным портфелем проценты для сельхозпредприятий могут быть ниже. Помимо этого, банк может продвигать кредиты для определенного сегмента клиентов, так как имеет сильную экспертизу в определенной области и может лучше оценивать риски. Как следствие, ставки для целевой группы могут быть ниже, чем у конкурентов.

О чем следует помнить, заключая кредитный договор с коммерческим банком?

К концу этой лекции у читателя должно сложиться представление о том, как определяется процентная ставка по кредиту и какие факторы влияют на его стоимость.

В заключение хотелось бы еще раз перечислить ключевые моменты, которые необходимо учитывать при принятии решения о кредите.

Эффективная ставка процента. Еще на этапе выбора банка и кредитной программы необходимо учитывать эффективную ставку процента, а не номинальную. Расчет эффективной ставки должен производиться с учетом всех комиссий и прочих платежей, связанных с кредитом (см. раздел «Ставка процента»). С 2007 г. ЦБ обязывает банки раскрывать не только номинальную, но и эффективную ставку. Однако так как она зависит от размера кредита и прочих условий, которые могут варьироваться от клиента к клиенту, то банк часто предоставляет эту величину только непосредственно перед заключением договора.

Адекватная оценка будущих доходов. При взятии кредита необходимо адекватно оценивать свои будущие доходы. Просрочка или дефолт по займу чреват не только штрафами, но и ухудшением кредитной истории, что впоследствии может стать серьезной проблемой при получении нового займа. Более того, заемщик может потерять свое имущество, если он не способен вернуть кредит. Важно при этом учитывать не только величину ожидаемого дохода, но и его временную структуру. В идеале, доход должен поступать в те же периоды, что и платежи по кредиту и в достаточном для их покрытия объеме. В случае когда заемщик понимает, что он не в состоянии сделать платеж вовремя и полностью, необходимо сразу же связаться с банком и узнать предлагаемые варианты решения проблемы, особенно если это может иметь долгосрочный характер. Возможно, банк предложит реструктурировать кредит, например, снизить ежемесячный платеж за счет увеличения срока погашения.

Учитывать риск изменения внешних условий. Последнее, на что стоит обратить внимание, это риски изменения внешних условий. Необходимо учитывать валютный риск, если валюта кредита и ожидаемых доходов отличаются (см. раздел «Валютный риск»); принимать во внимание процентный риск, если ставка плавающая (см. раздел «Почему ставки различаются в разных банках?» подраздел «Характеристика продукта»).

Тема 4. Инвестиционные риски

Вкладчик должен хорошо представлять себе инвестиционные риски и понимать неопределенность будущих доходов от его вложения, чтобы принимать правильные инвестиционные решения: где следует – уменьшать риск, где предпочтительней – требовать адекватную компенсацию за него.

Риск и неопределенность

Для начала разграничим два ключевых понятия: неопределенность и риск. Так как эти слова многозначны, и на бытовом уровне часто используются как синонимы, может возникать некоторая путаница.

В финансовой литературе – начиная с работы Ф. Найта в 1921 г.¹ – и в рамках данного курса отличие между понятиями заключается в объеме доступной информации о ситуации, т. е. вероятности наступления того или иного исхода события. Термин «риск» используется тогда, когда известно вероятностное распределение случайной величины, с помощью которой моделируют рисковую ситуацию. Иначе говоря, известны и возможные сценарии развития событий, и вероятность наступления каждого из сценариев.

Слово «неопределенность» применяется в тех случаях, когда возможные исходы известны, а вероятность их наступления – нет. Таким образом, «неопределенность» предполагает значительно меньшую информированность инвесторов о возможном развитии событий, чем «риск», и при прочих равных должна вызывать большее отторжение у обычного инвестора.

Склонность к риску

Люди различаются по своей готовности пойти на риск. *Противником риска* (не расположенным к риску, рискофобом) считается человек, который при данном ожидаемом доходе предпочтет определенный, гарантированный результат ряду вероятных, рискованных результатов.

С точки зрения экономической теории, склонность к риску связана с характеристиками функции полезности индивида, зависящей от его богатства. Функция полезности – экономический термин, обозначающий количественную меру «удовольствия», получаемую индивидом от тех или иных благ, среди которых может рассматриваться и уровень его богатства. Выделяют также предельную полезность,

¹ Knight F.H. Risk, Uncertainty and Profit. – Boston, 1921.

означающую изменение общей полезности при увеличении объема блага, т. е. богатства, на 1 ед. У противников риска убывающая предельная полезность дохода. С ростом богатства прирост полезности уменьшается на каждое равновеликое прибавление богатства. Убывающая предельная полезность развивает в людях антипатию к риску, так как потерять 100 руб. более ощутимо, чем приобрести 100 руб. Такое отношение к собственному благосостоянию весьма распространено, поэтому нерасположенность к риску является типичной чертой большинства людей. Риск для них – серьезное испытание, пойти на которое они готовы лишь в том случае, если им предложат определенную компенсацию.

Люди с крайней степенью неприятия риска всегда будут выбирать инвестиции с наиболее высоким доходом в «худшем» сценарии (так называемая стратегия «максимин»). Стратегия «максимин» также применима при неопределенности и несклонности инвестора к неопределенности.

Нейтральным к риску считается человек, который при данном ожидаемом доходе безразличен к выбору между гарантированным и рискованным результатами. У такого инвестора постоянная предельная полезность богатства – «боль» от потери 100 руб. соизмерима с «радостью» от выигрыша 100 руб. Для человека, нейтрального к риску, важна средняя выгода. Поскольку она одинакова в обоих случаях, то нейтральному (или равнодушному) к риску инвестору неважно, какой объект выбрать.

Склонным к риску считается человек, который при данном ожидаемом доходе предпочтет связанный с риском результат гарантированному результату. В данном случае предельная полезность возрастает, т. е. «радость» от выигрыша 100 руб. превышает «боль» от потери 100 руб. Любители риска получают удовольствие от азартной игры. К ним относятся люди, которые готовы отказаться от стабильного дохода ради удовольствия испытать судьбу.

Рассмотрим поведение инвесторов на примере выбора из двух простых альтернативных вложений. Объект А приносит доходность +5% при «хорошем» сценарии и –1% при «плохом». Объект Б приносит доходность +10% при «хорошем» и –4% при «плохом». Оба сценария равновероятны.

Для гибкого определения склонности к риску предположим, что полезность от инвестирования определяется $U = E[r] + \delta \text{var}[r]^2$, где параметр δ – склонность к риску, r – доходность от инвестирования, E и var операторы математического ожидания

² Такую формулу функции полезности можно получить, если предположить квадратичную зависимость полезности от богатства и сделать ряд упрощений.

и дисперсии соответственно.³ Если $\delta > 0$ инвестор любит риск, $\delta = 0$ – инвестор равнодушен к риску, $\delta < 0$ – инвестор не склонен к риску.

Математическое ожидание доходности для объекта А $E[r_A] = \frac{5-1}{2} = 2\%$, а для объекта Б $E[r_B] = \frac{10-4}{2} = 3\%$ (объект Б прибыльней). Дисперсия доходности для объекта А: $\text{var}[r_A] = \frac{(5-2)^2}{2} + \frac{(-1-2)^2}{2} = 9$, а объекта Б $\text{var}[r_B] = \frac{(10-3)^2}{2} + \frac{(-4-3)^2}{2} = 49$ (объект Б рискованней). Таким образом, склонный к риску инвестор выберет объект Б, так как для него он предпочтительней и с точки зрения доходности, и с точки зрения риска. В то же время равнодушный к риску инвестор выберет объект Б, так как он прибыльней. Решение не склонного к риску инвестора зависит от степени его несклонности: если $\delta < -1/(49-9) = -1/40$, то он выберет более «надежный» объект А, если он спокойней относится к риску и $\delta > -1/40$, то он выберет все же объект Б (а если $\delta = -1/40$, то инвестору все равно).⁴

Инвестор с крайней степенью неприятия риска будет действовать по стратегии «максимин»⁵ и выберет объект А. Если снять предположение о том, что «плохой» и «хороший» сценарий равновероятны (то есть если вероятности сценариев неизвестны, получим случай неопределенности по Найту), то инвестор, несклонный к неопределенности, выберет объект А.

Необходимо отметить, что склонность к риску меняется не только от индивида к индивиду, но и в зависимости от относительной важности вкладываемой суммы: чем большую часть всего благосостояния инвестора она составляет, тем больше несклонность к риску. На маленьких суммах частные вкладчики практически равнодушны к риску или даже склонны к нему: так, большинство населения хоть раз в жизни играло в лотерею. Лотерея – это вложение с отрицательной ожидаемой доходностью (вероятность выигрыша, помноженная на сумму выигрыша, всегда

³ Для расшифровки терминов «математическое ожидание» и «дисперсия» см. математическое приложение в методических указаниях к лекции «Небанковские инструменты инвестирования».

⁴ Чтобы проиллюстрировать разницу между безразличным к риску и склонным к риску инвестором можно обсудить пример, когда доходности одинаковые, при этом один актив безрисковый, а другой рискованный. Безразличному инвестору все равно, в какой актив инвестировать. Склонный к риску инвестор выберет рискованный актив.

⁵ $\max_{A,B} \{ \min [r_A], \min [r_B] \} = \max \{-1, -4\}$.

меньше, чем стоимость лотерейного билета, помноженная на вероятность проигрыша) и единственное, что может объяснить участие в лотерее, – это склонность к риску. Однако найдется мало людей, готовых сыграть в лотерею всем своим состоянием.

Итак, когда речь идет о серьезных вложениях, риска стоит избегать или требовать за них адекватную компенсацию.

Характеристика рисков

Инвестиционные риски можно разделить на 3 основных категории: рыночный риск, кредитный риск и операционный риск.

Рыночный риск

Под рыночным риском, или ценовым риском, понимается риск неблагоприятного движения цены актива под действием рыночных факторов, таких как деловая активность, экономическая политика, инфляция и пр.

В теории финансов принято делить ценовой риск на две составляющие:

- *систематический риск (недиверсифицируемый)* – риск рынка в целом – зависит от общих рыночных и экономических условий, та часть риска портфеля, которая не может быть снижена за счет диверсификации, т. е. снижения общего риска путем вложения в разнообразные активы, чьи доходности слабо зависимы между собой (примеры источников систематического риска: кризис, который влияет на все цены акций, цены на нефть – определяют колебания многих российских акций и пр.);

- *несистематический риск (диверсифицируемый)* – риск, присущий конкретной бумаге или портфелю – может быть устранен за счет диверсификации (развитие конкретной отрасли, плохие новости о компании, слияния-поглощения и т. д.)⁶.

Также рыночный риск разделяют на группы в зависимости от фактора, его вызывающего.

Фондовый риск – изменение стоимости акции или фондового индекса. При этом для акции он может быть как систематическим – сонаправленное с рынком (или другим фактором) изменение цены акции, так и диверсифицируемым – не зависящее от рынка или другого систематического фактора риска изменение цены акции. Стоит отметить, что фондовый риск (как минимум на кратко- и среднесрочных горизонтах) может меняться во времени: так, колеблемость фондовых индексов растет во время

⁶ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 2001.

финансовых потрясений, когда каждая новость вызывает бурную реакцию котировок, что ассоциируется с большим риском, и наоборот.

Процентный риск – риск изменения процентных ставок. Это вид систематического риска, который непосредственно влияет на инструменты с фиксированной доходностью, такие как облигации, и на ценообразование производных инструментов⁷. Механизм следующий: рост ставок вызывает рост доходности облигаций (появляются инструменты с более высокими ставками и соответственно более высокой доходностью, инвесторы продают менее доходные облигации и инвестируют в более доходные долговые активы, цены на облигации начинают падать пока доходности не выровняются), следовательно, цены на облигации падают, в краткосрочной перспективе держатели облигаций проигрывают, – если они захотят продать облигацию раньше срока погашения. При падении ставок все, соответственно, наоборот. При этом в долгосрочной перспективе (если держать облигации до погашения) ситуация для держателей облигации остается неизменной.

Опосредованно процентный риск влияет и на рынок акций: политика государства в отношении процентных ставок во многом определяет уровень деловой активности и баланс вложений в рискованные и безрисковые активы. Высокие ставки означают сдерживающую монетарную политику, ограничивают рост экономики и фондового рынка. Более того, высокие ставки делают привлекательными инструменты фиксированной доходности, так как зачем рисковать, если есть хорошая гарантированная доходность. Так, происходит отказ от акций в пользу облигаций или депозитов. И наоборот, в период низких процентных ставок по облигациям становится выгодней вложиться в акции.

Инфляционный риск – риск снижения покупательной способности вложенных средств. Это систематический фактор риска, которому, в первую очередь, подвержены облигации с фиксированным или нулевым купоном. Для этих ценных бумаг сумма будущих платежей инвестору определена заранее, и если инфляция оказывается выше эффективной доходности облигации, то инвестор теряет в покупательной способности своего вложения. Акции, напротив, считаются инструментом защиты от инфляции. Инфляция – рост индекса цен – предполагает также рост цен на товары акционерных компаний, так что ожидаемые прибыли в номинальном выражении тоже растут, а реальные, как минимум, не уменьшаются. Таким образом, акции сохраняют или даже увеличивают покупательную способность вложения при инфляции.

⁷ Ross W. Fundamentals of Corporate Finance. – New York: McGraw Hill/ Irwin, 2010.

Валютный риск – риск изменения курсовой стоимости валюты инвестирования. Важен, если инвестирование происходит в иностранной валюте. Тогда к доходности инструмента вложения прибавляется курсовая разница, которая может приносить выгоду или убыток. Также данный вид риска оказывает значительное влияние на финансовые результаты компаний-экспортеров и импортеров, на международные компании, так как их доходы и расходы совершаются в разных валютах⁸.

Товарный риск – риск изменения цен биржевых товаров, таких как нефть, газ, удобрения, алюминий, пшеница, кофе, кукуруза и др. Данному виду риска наиболее подвержены компании, непосредственно работающие в перечисленных выше отраслях, причем как на стороне предложения (например, добывающие компании, сельскохозяйственные, которые заинтересованы продать дороже), так и на стороне спроса (перерабатывающие отрасли, которые заинтересованы в более дешевом сырье). С точки зрения инвестора данный вид риска напрямую проявляется при игре товарными деривативами, а также опосредованно – цены товаров влияют на стоимость акций компаний, которые являются потребителями или производителями биржевых товаров (например, растут цены на нефть – растут акции Лукойла).

Риск ликвидности – связан со способностью актива превращаться в деньги быстро, с минимальными потерями. Является в том числе систематическим, поскольку ликвидность активов изменяется во времени и связана с общеэкономической ситуацией. Так, в кризис сложнее найти покупателя для любого типа активов, нежели в период экономического роста. Подробно данный вид риска рассматривался в рамках лекции «Небанковские инструменты инвестирования».

Кредитный риск

Кредитный риск (риск контрагента) представляет собой риск неисполнения обязательств заемщиком перед кредитором. В рамках данного определения носителями кредитного риска являются в первую очередь сделки прямого и непрямого кредитования (прямой риск) и сделки купли-продажи активов с отложенной оплатой со стороны покупателя. В качестве распространенных примеров, связанных с инвестициями, можно привести риск дефолта по облигации (т. е. эмитент отказывается от исполнения обязательств по ней) и риск неисполнения обязательств по сделкам с деривативами (неисполнение опциона продавцом, если его исполнение выгодно держателю опциона, неисполнение обязательств по фьючерсной/форвардной сделке и т. д.).

⁸ Levi M. D. International Finance / 4th ed. – New York: Routledge, 2005.

Более широкое представление о кредитном риске определяет его как риск потерь, связанных с ухудшением состояния заемщика, контрагента по сделке, эмитента ценных бумаг. Под ухудшением состояния понимается как ухудшение финансового состояния заемщика, так и ухудшение деловой репутации, положения среди конкурентов в регионе, отрасли, снижение способности успешно завершить некий конкретный проект и т. д., т. е. все факторы, способные повлиять на платежеспособность. Потери в данном случае могут быть как прямые (дефолт, невозврат кредита, непоставка средств), так и косвенные, например снижение стоимости долговых ценных бумаг эмитента.

Кризисы последних лет говорят о важности правильного учета кредитного риска. Источником финансового краха 2008 г. был именно долг, падение других инструментов лишь следствие. В США начиная с 1990-х гг. активно развивалась секьюритизация ипотеки, т. е. вывод ипотечных кредитов с балансов банков в так называемые «специальные механизмы» (Special Purpose Vehicle, SPV; фактически – фонды с портфелем из ипотечных кредитов) и выпуск облигаций под обеспечение этих кредитов (которые, в свою очередь, имели залог в виде недвижимости). Данные облигации имели достаточно высокий кредитный рейтинг, поскольку считалось, что риск был диверсифицирован, так как в пуле кредитов были разные заемщики. Цель была хорошая – сделать ипотеку более доступной за счет перераспределения рисков банков на покупателей облигаций у «специальных механизмов». Данный процесс активно развивался, рос спрос на такие инструменты со стороны инвесторов. Поэтому банки старались все больше и больше привлечь кредитов, заманивали плавающими ставками, продавали их, не уделяя должного внимания качеству заемщиков (зачастую заемщики даже не имели постоянной работы). Ситуация усугублялась бурным ростом цен на недвижимость, поэтому дома перезакладывались в пользу новых и новых займов, люди спекулировали на ценах. Рынок достиг гигантских размеров. В 2007 г. пришло понимание, что недвижимость дальше не может расти в цене, ее падение запустило волну неплатежей по ипотечным кредитам. В свою очередь ряд «специальных механизмов» перестал выполнять обязательства по облигациям, вероятность дефолта остальных резко выросла, цены их облигаций тоже стали падать. В итоге летом 2007 г. обанкротились фонды Société Générale и Bear Sterns, затем в августе 2008 г. рухнул Lehman Brothers, один из крупнейших и старейших банков

США. Так начался мировой финансовый кризис, в котором все были «повязаны» займами, облигациями, обязательствами по производным финансовым инструментам⁹.

Страновой риск

Частным случаем кредитного риска также является страновой риск, т. е. риск невыплаты суверенного долга. Данный вид риска закладывается при анализе большинства финансовых инструментов страны, включая акции и облигации, поскольку его влияние отражается на уровне деловой активности в целом, на привлечении иностранных инвестиций в страну, на требуемой норме доходности инвесторов.

Самый яркий пример проявления странового риска – европейский долговой кризис 2011–2012 гг. После краха 2008 г. большинству европейских банков потребовалась помощь вследствие падения стоимости их активов и набегов вкладчиков. Поэтому правительства, стремясь решить проблемы банков и остановить течение кризиса, выделили миллиарды средств, тем самым значительно увеличив собственные долги. К сожалению, из-за снижения ВВП и налоговых поступлений страны, такие как Греция, Ирландия, Португалия, Испания и Италия (PIIGS), оказались неспособны платить по долгам, которые достигали 100% ВВП и более (анализ показывает, что при таком уровне долга страна становится неспособна его обслуживать, если реальная процентная ставка по нему превышает рост ВВП, что в номинальном выражении на тот момент составляло около 7%). Странам пришлось обратиться к Евросоюзу и пойти на ограничительные бюджетные меры, которые негативно отразятся на их экономическом росте. В случае Греции часть долга пришлось списать (~50%), что больно ударило по держателям облигаций, тем же банкам, балансы которых были не в лучшем положении (банки Кипра держали облигации Греции, и в 2013 были вынуждены отказаться от выполнения обязательств перед определенной категорией собственных вкладчиков).

Операционный риск

Последняя категория риска для инвестора – операционный риск, т. е. риск убытка в результате неадекватных или ошибочных внутренних процессов, действий сотрудников и систем или внешних событий. Он в основном связан с техническими моментами торговли ценными бумагами: исполнением заявок торговыми системами, корректным отображением данных в торговых системах, надлежащим поведением

⁹ Lewis M. The Big Short inside the doomsday mashine. – London: Allen Lane, 2010.

брокеров и т. п. Наиболее актуальными примерами являются сбой в торговле акциями Facebook в их первый день после размещения на американской бирже NASDAQ 18 мая 2012 г. (тогда «застряли» 30 000 заявок на продажу; по итогам разбирательства комиссия по ценным бумагам США SEC наложила на NASDAQ штраф в \$10 миллионов) и повторявшиеся в 2012 г. (23 апреля, 14 ноября) остановки торгов по техническим причинам на Московской Бирже. Также данная категория рисков включает в себя мошенничество (например, манипулирование рынком), юридический риск и пр.

Проявления операционного риска могут состоять как в преднамеренных действиях организаций или физических лиц против интересов инвестора, так и в случайностях, технических сбоях, действии внешних факторов.

Финансовые пирамиды

Особый вид операционного риска, связанный с мошенничеством, – финансовые пирамиды. Идея их функционирования проста – организатор привлекает средства, обещая высокий доход. Данные средства никуда не инвестируются, как правило, изымаются в мошеннических целях. Затем для выплаты первым вкладчикам привлекаются новые средства, но уже в большем объеме, так как нужно выплатить проценты, затем привлекается третья волна, четвертая и т. д. Проблема пирамиды заключается в том, что каждый раз нужно привлечь все больше и больше средств, что не может продолжаться бесконечно (так как падает доверие к организаторам, ухудшается деловая репутация и пр.). Как только поток новых вкладчиков иссякает или становится недостаточен для выплаты существующим, пирамида рушится, инвесторы теряют свои деньги.

Признаки финансовых пирамид:

- Высокая обещанная норма доходности, значительно превышающая доходность существующих на рынке инструментов, при обещанном низком риске или его отсутствии.
- Всегда постоянная положительная доходность, несмотря на происходящие экономические события (доходность нормального инвестиционного фонда колеблется под действием рыночных факторов).
- Небольшая минимальная сумма вложения, чтобы привлечь широкие массы населения (русская специфика).
- Ценные бумаги не регистрируются в Федеральной службе по финансовым рынкам РФ (сокращенно, ФСФР), не предоставляется информации о составе инвестиционного портфеля, не публикуются отчеты. Инвестиционная же компания или

фонд обязаны предоставлять информацию о своей деятельности – годовые балансы, финансовые отчеты, отчеты о сделках и т. п.

- Пирамида регистрируется в виде некоего коммерческого предприятия, не классифицируется как управляющая компания или паевой фонд, не получает соответствующих разрешений на доверительное управление, лицензий, сертификатов и пр. Зачастую не имеет нормального офиса, устава и т. д.

- Сложная или засекреченная стратегия инвестирования. Конкретная информация, в особенности по поводу объектов инвестирования фонда, которую можно перепроверить на основании данных из независимых источников, не предоставляется.

- Осложнения при получении обещанных выплат, часто сопровождаемые предложениями продлить срок вложения с еще большей доходностью¹⁰.

Можно привести несколько примеров финансовых пирамид. Самой крупной пирамидой в новейшей истории России является МММ, основанная Сергеем Мавроди и функционировавшая с 1993 по 1994 гг. По разным оценкам, в ее деятельности участвовало 10–15 млн вкладчиков, ущерб после схлопывания пирамиды в конце лета 1994 г. составил не менее миллиарда долларов. Всего на российском рынке было замечено около 1700 финансовых пирамид, включая такие как «Хопер-Инвест», «Русский дом Селенга», «Властелина», «Телемаркет», «Гермес-финанс» и т. п. Среди последних примеров западного мира – пирамида Б. Мейдоффа, рухнувшая в декабре 2008 г. (фонд был основан в 1960 г.). Она была названа самой крупной финансовой пирамидой за всю историю (ущерб оценивается в сумме около \$64,8 млрд; количество потерпевших составляет от 1 до 3 млн человек и несколько сотен финансовых организаций), ее основатель участвовал в создании биржи NASDAQ, а компания входила в 25 крупнейших инвесторов биржи. В результате крушения финансовой пирамиды пострадали крупные и средние банки, финансово-инвестиционные компании, страховые и благотворительные фонды США, Франции, Испании, Италии, Нидерландов, Швейцарии.

В большинстве развитых и некоторых развивающихся странах действует прямой запрет на создание финансовых пирамид. К сожалению, в России такого запрета нет, и подобная деятельность попадает под статьи мошенничества или незаконного предпринимательства, а значит, хуже регулируется.

¹⁰ Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам США: <http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm>.

Как уже говорилось, деятельность пирамид ориентирована на людей, мало разбирающихся в финансах, поэтому стоит уделить время поиску информации и анализу фондов для вложения, чтобы избежать мошенничества.

Методы оценки рыночного риска

Для того чтобы применять знания о риске на практике, необходимо уметь его оценивать. В случае с рыночным риском мы хотим понять, как сильно может меняться цена и доходность актива или портфеля. Существует несколько подходов к оценке такого риска ценных бумаг.

Информацию о компаниях и, соответственно, о бумагах можно разделить на 3 вида: исторические данные (предыдущие цены ценной бумаги), общедоступная информация качественного характера и инсайдерская информация. Так как доступ к последней отсутствует у большинства участников рынка, а анализ качественной информации подразумевает наличие серьезного опыта и является субъективным, то большинство оценок риска активов представляют собой несложные математические инструменты, основанные на исторических данных.

Основной мерой риска считается «разброс» доходности вокруг ожидаемой средней величины. Статистически этот «разброс» описывается дисперсией – среднее квадрата отклонения: $\text{var}[x] = E[(x - E[x])^2]$, где $E(x)$ – математическое ожидание величины x (отклонения возводятся в квадрат, чтобы отклонения ниже математического ожидания и выше математического ожидания не компенсировали друг друга). Часто используется стандартное или среднеквадратическое отклонение, равное квадратному корню из дисперсии $\text{std}[x] = \sqrt{\text{var}[x]}$. Самый простой способ оценки риска – посчитать обычную выборочную статистическую дисперсию. Для этого в формуле дисперсии заменяем оператор математического ожидания выборочным

средним: $\text{var}[x] = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left(x_t - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T x_t \right)^2$ и получаем выборочную оценку дисперсии.

Используя данную величину для оценки риска в будущем, мы предполагаем, что распределение доходности было одинаковым на протяжении всего исторического периода, использованного для оценки, и не изменится в будущем. Чем больше дисперсия, тем сильнее разброс доходности, тем менее прогнозируем будущий доход и тем выше риск актива.

Однако такой подход позволяет оценить только риск актива в целом, в то время как часть этого риска может иметь систематический характер, а другая часть –

индивидуальный. Это особенно важно, так как обычно инвесторы держат сразу портфель активов, а не один инструмент. При достаточно большом количестве активов в портфеле можно совсем избавиться от индивидуального (идиосинкратического) риска компаний, оставив только систематический риск. Актив имеет систематический риск за счет того, что он зависит от ситуации на рынке в целом, идиосинкратический же риск является специфическим только для данной компании. Представим компанию по производству стали: цены на ее акции могут упасть из-за падения продаж продукции вследствие снижения производства из-за экономического кризиса – это систематический риск; а если котировки упали из-за конфликта в руководстве компании – это специфический риск. Так как последняя ситуация не влияет на другие компании, то при достаточном уровне диверсификации значительного влияния на доходность портфеля ситуация не окажет.

Для оценки структуры риска используется *регрессионный анализ*. Доходность актива представляется в форме $r = \alpha + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \beta_3 F_3 + \dots + e$, где F_i – доходность фактора, влияющего на актив, e – случайный член, а α и β_i – коэффициенты регрессии. Как правило, самым простым и распространенным способом является использование только одного фактора – рыночной доходности. В этом случае систематический риск будет равен $\text{var}[\beta r_m] = \beta^2 \text{var}[r_m]$, а индивидуальный – $\text{Var}(e)$. Индивидуальный риск можно свести почти до нуля при достаточном уровне диверсификации портфеля, следовательно, для диверсифицированного инвестора оценка уровня систематического риска предпочтительней, чем оценка всей дисперсии.

Итак, мы получили ту или иную оценку разброса доходности актива, но что она может нам сказать? Как использовать ее для принятия решений? Безусловно, можно сравнивать дисперсии разных активов между собой, однако при этом необходимо помнить и о разнице в доходностях, т. е. не всегда целесообразно просто выбирать актив с меньшим риском. Для сравнения следует применять специальные показатели, например, упомянутый в лекции «Небанковские инструменты инвестирования», коэффициент Шарпа. Однако даже в данном случае любая оценка будет относительной, она не скажет ничего о возможных потерях от инвестиции в актив.

Одним из методов оценки риска, дающих представление о возможных потерях от инвестиции, является *value at risk*, VaR. Эта мера показывает, ниже какого значения не опустятся потери от актива с заданной вероятностью за определенный срок. Другими словами, 5%-й десятидневный VaR, равный 20 млн руб., означает, что с вероятностью 95% наши убытки за 10 дней обладания активом не превысят 20 млн руб. (и лишь в 5% случаев общий убыток составит 20 млн руб. или более). Также VaR может измеряться в

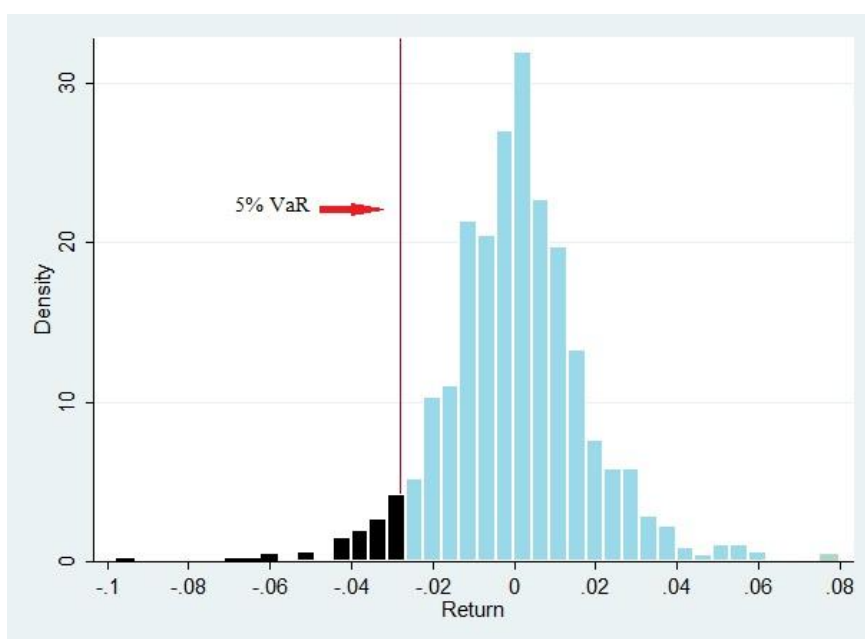
процентах от стоимости портфеля. У VaR есть два серьезных преимущества перед простой оценкой дисперсии. Во-первых, разные инвесторы могут иметь разное отношение к риску, которое не отражается дисперсией. В то же время, VaR дает универсальную меру риска, так как он показывает возможные потери в денежном эквиваленте. Во-вторых, дисперсия «наказывает» любые отклонения доходности, в том числе и положительные. Однако для инвестора риск – это потери, следовательно, его интересуют только негативные отклонения, которые и учитывает VaR.

VaR имеет два параметра: временной горизонт, на котором рассматривается доходность актива, и вероятность, показывающая допустимый уровень риска (5%, 1% и т. д.). Существует две группы методов для подсчета VaR: параметрические, когда подразумевается, что доходности следуют какому-то известному распределению, и непараметрические. Наиболее простым и распространенным методом непараметрического подсчета является историческая симуляция. Процедура состоит в следующем: на основе исторических сведений о доходностях (дневные доходности для дневного VaR и т. д.) строится распределение.^{11,12} При заданном параметре α α -процентный VaR – это значение, ниже которого находится $\alpha\%$ значений доходности, т. е. если 5% VaR – минус семь процентов, то лишь в 5% случаев потери от инструмента были равны или выше семи процентов; это значение и берется за 5% VaR. Такой метод прост и интуитивен, однако обладает рядом недостатков. Во-первых, основная предпосылка исторической симуляции заключается в предположении о том, что наблюдаемое распределение доходностей дает адекватное представление о фактическом распределении, которое будет действовать и в дальнейшем. Строго говоря, такая предпосылка может быть не обоснована, так как распределение может быть неравномерным во времени, чему существуют эмпирические доказательства. Данное замечание особенно актуально для периодов, когда экономика нестабильна, когда распределение вероятностей меняется в пользу более нежелательных событий. Как следствие, ожидаемая величина потерь в период кризиса, вероятно, больше, чем рассчитанная на данных, предшествующих кризису.

¹¹ Стоит отметить, что при исторической симуляции строится распределение доходности, а не цены актива – для цены актива предположение о стационарности, т. е. о стабильности распределения актива, заведомо неверно.

¹² Простейший способ построения кумулятивной функции распределения по историческим данным – выстроить все наблюдаемые доходности в порядке возрастания. Тогда значение кумулятивной функции распределения для наблюдаемой доходности – порядковый номер наблюдения, деленный на общее количество наблюдений.

Во-вторых, не существует критериев выбора периода для построения распределения. Что лучше: взять все доходности за последние 10 лет или за последний месяц? Конечно, существует естественное ограничение на минимальное количество наблюдений: для подсчета 0,5% VaR нужно как минимум $\frac{100\%}{0,5\%} = 200$ наблюдений, но дальнейшее решение целиком зависит от аналитика. При слишком малом числе исходных наблюдений велика вероятность того, что наиболее редкие и экстремальные наблюдения, важные для подсчета VaR, не попадут в выборку, а при слишком большом – новые наблюдения имеют тот же вес, что и очень старые, следовательно, новая информация учитывается медленнее. Для борьбы с последней проблемой существует модификация метода исторической симуляции, в которой каждому наблюдению присваивается вес: чем свежее наблюдение, тем большее значение оно оказывает на VaR. Обычно для дневного VaR используется 250–1000 наблюдений. На графике изображено распределение доходностей акций Лукойла в период с 6 апреля 2009 г. по 1 апреля 2013 г. и отмечен однодневный 5%-й VaR.



Большинство параметрических техник расчета VaR основываются на предположении о нормальном распределении доходностей. Конечно, такое допущение весьма ограничивающее, однако нормальное распределение наиболее распространенное и имеет под собой эмпирические основания. Общая формула в таком случае: $VaR = \mu + \sigma\Phi^{-1}(\alpha)$, где μ – среднее значение, σ – стандартное отклонение, а $\Phi^{-1}(\alpha)$ – обратное значение кумулятивной функции стандартного нормального распределения. Различия могут быть в том, какие выбрать среднее и стандартное отклонение. Самый простой способ – взять статистику по существующей выборке, т. е.

посчитать исторические средние и дисперсию, как объяснялось выше. Это автоматически вводит предположение о неизменности распределения во времени.

Чтобы допустить изменение риска во времени следует использовать *модели для подсчета условной дисперсии*, например, модель RiskMetrics, разработанную банком JP Morgan. Согласно этой модели дисперсия завтра – это средневзвешенное из сегодняшней дисперсии и сегодняшней доходности, возведенной в квадрат:

$$\text{var}_t [r_{t+1}] = \sigma_{t+1}^2 = \lambda \sigma_t^2 + (1 - \lambda) r_t^2 \sigma_{t+1}^2 = \lambda \sigma_t^2 + (1 - \lambda) \sigma_t^2 v_t^2,$$
 где λ – коэффициент взвешивания, равный 0,94 для дневных данных и 0,97 для месячных (при этом предполагается, что условное ожидание завтрашней доходности – ноль). Если преобразовать формулу, то будет видно, что дисперсия на завтра – это взвешенная сумма всех наблюдавшихся доходностей, возведенных в квадрат, с экспоненциально убывающими весами:

$$\sigma_{t+1}^2 = (1 - \lambda) \sum_{i=0}^{\infty} \lambda^i r_{t-i}^2.$$
 Таким образом, основное отличие RiskMetrics от простого расчета дисперсии в том, что более близкие наблюдения в большей степени характеризуют разброс доходности, чем более далекие (при простом расчете дисперсии все наблюдения на выбранном для оценки историческом интервале имеют одинаковый вес).

VaR дает понимание о максимальном риске в большинстве случаев, однако мы ожидаем, что даже 1%-й дневной VaR будет «пробит» примерно 3 раза за год, поэтому инвесторам важно понимать, сколько они потеряют в этом случае. Для этого существует *показатель ожидаемых потерь* (expected shortfall, ES). Он показывает ожидаемый убыток в том случае, когда доходность ниже VaR. Считается ES как математическое ожидание от всех доходностей ниже или равных VaR'y: $ES = E(r|r < VaR)$.

Value at risk – очень распространенная мера в риск-менеджменте. Более того, она рекомендована для оценки рыночного риска международными банковскими стандартами (Базель 2, Базель 3). VaR является универсальной мерой, легко применимой для компании в целом и подходящей почти для любого актива и для любой компании. В то же время, он не лишен недостатков. Главной причиной для критики служит то, что VaR не всегда способна учесть наиболее редкие и экстремально плохие события, следовательно, дает искаженную оценку, занижая уровень предполагаемых потерь. Вследствие этого создается излишнее чувство уверенности, и инвесторы берут на себя слишком много риска, зачастую используя заемные средства. Как результат, возможны крупные систематические потери для большинства игроков.

Некоторую опасность влечет за собой и бездумное применение простых методик расчета VaR. Например, при использовании нормального распределения, одной из

проблем VaR может быть то, что истинное распределение имеет другую форму. В частности, не учитывается асимметрия и эксцесс распределения.¹³ В финансах каждый из этих случаев связан с определенным риском и несет определенные последствия для точности модели. *Коэффициент асимметрии* показывает, насколько несимметрично распределена величина относительно среднего, и в какую сторону «сдвинуто» распределение. Риск ошибки возникает тогда, когда распределение на самом деле несимметрично, хотя предполагается обратное. В этом случае оценка VaR будет завышена или занижена в зависимости от того, в какую сторону смещено распределение. Вторым важным показателем является *коэффициент эксцесса* (куртозиса). Он показывает, насколько «тяжелые» хвосты у распределения и насколько сильно оно сконцентрировано в вершине. Риск куртозиса связан с тем, что в реальности большинство финансовых величин имеет больше наблюдений в экстремальных значениях и меньше в середине, нежели нормальное распределение, т. е. более толстые хвосты. Таким образом, параметрическая оценка VaR с использованием нормального распределения будет недооценивать уровень риска. Существует мнение, что именно риск куртозиса оказал решающее влияние на широко известный крах хедж-фонда Long-Term Capital Management (LTCM) в 1998 г. Фонд был основан в 1994 г. выходцем из одного из крупнейших инвестиционных банков, а в совет директоров входили Нобелевские лауреаты по экономике, разработавшие систему оценки опционов. После нескольких лет крайне успешной работы фонд разорился на волне азиатского кризиса и российского дефолта. Среди версий случившегося называют то, что инвесторы не учли наиболее редкие и отрицательные события, тем самым занижив уровень риска и заняв чересчур опасные позиции. В результате фонд оказался неспособен противостоять сразу двум кризисам подряд, которые напрямую влияли на бумаги, находившиеся в портфеле LTCM. Существуют модификации VaR, учитывающие асимметрию и эксцесс распределения. В некоторых случаях обычный VaR недооценивает риск на 35% по сравнению с модифицированной версией. Адекватной альтернативой может быть также использование непараметрического метода расчета VaR.¹⁴

Таким образом, прежде чем инвестировать в ценные бумаги, полезно иметь представление о том, сколько мы можем проиграть и с какой вероятностью, используя для этого такие концепции, как VaR. И затем, исходя из объема имеющегося в

¹³ См. математическое приложение в методических указаниях к лекции «Небанковские инструменты инвестирования».

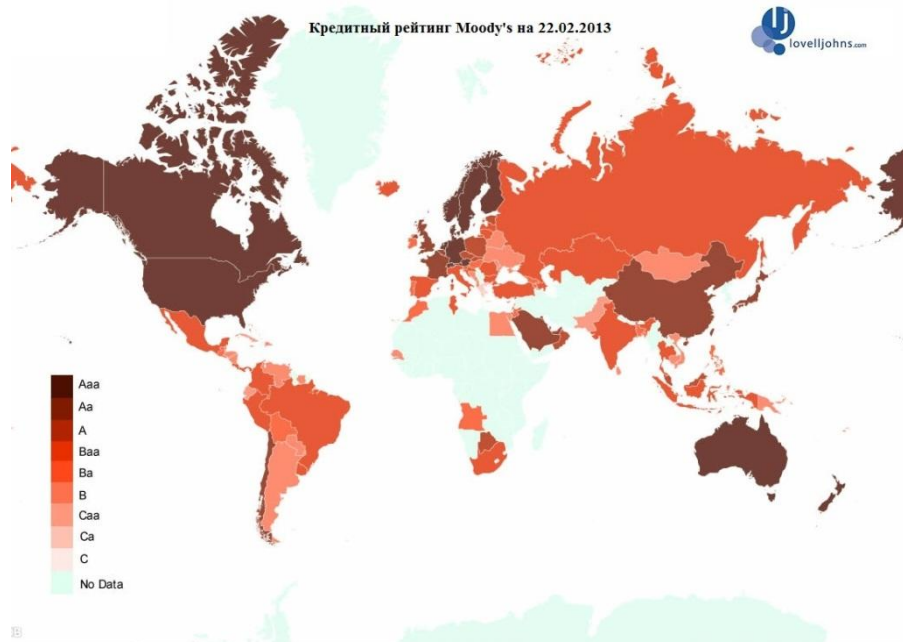
¹⁴ Здесь необходимо помнить о репрезентативности исторических данных. Этот момент будет обсуждаться ниже.

распоряжении свободного капитала, принимать решения об инвестициях. При этом важно понимать, что, даже зная оценку распределения возможных исходов, мы не можем застраховать себя от экстремальных и непредвиденных событий, вероятность которых, тем не менее, стремится к нулю. Поэтому нужно быть готовым к тому, что инвестирование в рискованные активы связано не только с получением прибыли, но и с возможными потерями.

Методы оценки кредитного риска

Как уже говорилось, кредитный риск относится к возможности того, что заемщик не сможет погасить долг на оговоренных условиях. Основной составляющей этого риска и предметом интереса инвесторов является вероятность дефолта. В контексте частных инвестиций основные заемные инструменты и, соответственно, источники кредитного риска – облигации стран и компаний. Существует несколько способов оценить их риск.

Строго говоря, в первом случае не требуется ничего оценивать. Наиболее простой и удобный способ понять вероятность дефолта эмитента или бумаги – посмотреть на кредитный рейтинг. Рейтинг – это категория, в которую попадает инструмент или компания/страна в зависимости от его вероятности дефолта. Рейтинг присваивается рейтинговым агентством на основе тщательного всестороннего анализа эмитента, основанного, в том числе, и на непубличной информации. Оценка не носит количественный характер, а базируется на опыте и экспертном мнении агентств. В мире самыми известными и авторитетными агентствами считаются Standard & Poor's, Fitch и Moody's; в России – «РА «Эксперт». Пример кредитных рейтингов стран от рейтингового агентства Moody's – на рис. 26.



Источник: mapsinternational.co.uk

Рисунок 26. Пример кредитных рейтингов стран от рейтингового агентства Moody's

Недостаток рейтингов состоит в том, что они доступны только для наиболее крупных и известных компаний, в то время как данных по более мелким компаниям не существует. Кроме того, требуется какое-то время на пересмотр оценки, следовательно, реальная ситуация отражается в ней с лагом. Иногда это запаздывание оказывается очень существенным: так, рейтинг облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами в США, был пересмотрен, когда по многим уже перестали выполняться обязательства.

Наконец, одной из главных проблем может быть интерпретация риска. Существует деление на инвестиционный и спекулятивный рейтинг, однако каждый инвестор сам решает, какой риск считать приемлемым. Кредитный рейтинг показывает лишь общее качество бумаги, не давая каких-либо количественных характеристик.

Помимо рейтингов, существуют и методы самостоятельной количественной оценки кредитного риска.

Одним из таких методов является дискриминантный анализ. Суть его состоит в следующем. Заемщик обладает рядом характеристик, которые зависят от его дефолтного риска и известны кредитору. Заемщик может быть «хорошим» или «плохим». Для оценки кредитор анализирует идентичные характеристики существующих заемщиков, чтобы понять, какие значения они принимают для «хороших», а какие – для «плохих». Затем он смотрит, где в этой матрице находится оцениваемый заемщик и выносит вердикт. Или же все характеристики могут быть

взвешены в одной формуле, которая бы показывала общую оценку качества клиента. Так могут быть построены системы оценивания заемщиков в банках.

Более детальным методом оценки является использование бинарной регрессии (логит- и пробит-модели). В отличие от других подходов, она выдает оцененную вероятность дефолта, а не просто качественную характеристику инструмента или заемщика. Для оценки используются исторические данные о дефолтах и показателях, связанных с ним. Влияние каждой характеристики оценивается нелинейной регрессией, затем полученные значения коэффициентов и характеристики заемщика используются для оценки вероятности дефолта данного заемщика.

Как правило, объем данных, доступных для частного инвестора, не позволяет построить надежные бинарные регрессии или проводить дискриминантный анализ – для этого требуются характеристики сотен компаний за несколько лет. Поэтому при оценке кредитного риска облигаций частному вкладчику приходится полагаться на рейтинг бумаги и компании (или государства) эмитента.

Методы оценки инвестиционного риска

Как правило, оценки инвестиционного риска делаются на основе исторических данных, а точнее – на определенной выборке. При этом такая выборка должна быть не слишком короткой, чтобы снизить возможное влияние индивидуальных событий, но и не слишком длинной, в силу того, что некоторые параметры могут меняться во времени. Тогда, используя соответствующие эконометрические методы, мы можем получить надежные оценки исследуемых параметров.

Важно понимать, что, основываясь на исторических данных, мы предполагаем, что они адекватно отражают статистическое распределение оцениваемых переменных. Если же распределение изменилось, то использование исторических данных может быть некорректно, а полученные оценки могут быть смещены. В таких ситуациях, а также когда редкие события не нашли своего отражения в исторических данных по причине своей исключительной редкости, может возникнуть проблема *peso*¹⁵ (*peso problem*).

Этот термин относится к ситуациям, когда присутствует незначительная возможность значительных изменений статистического распределения экономических шоков,¹⁶ т. е., например, вероятность войны или других серьезных политических

¹⁵ Более подробно о происхождении термина см., например, Evans, M.D.D. *Peso Problems: Their Theoretical and Empirical Implications*, *Statistical Methods of Finance*. – Elsevier, 1996.

¹⁶ Reinert K. A., Rajan R. S., Class A. J., Davis L. S. (eds.). *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. – Princeton University Press, 2008.

потрясений очень мала, но, тем не менее, они происходят. Если же на исследуемом историческом промежутке войны не было, то распределение доходностей от актива получается не полным и, соответственно, некорректным. Более близкий пример – поведение обменного курса рубля к доллару. Колебания курса с 2005 г. до середины 2008 г. были не велики, рубль немного укреплялся. Однако осенью 2008 г. случился обвал, рубль был девальвирован более чем на 30%. В последние пару лет колебания курса опять относительно не велики. Таким образом, для американского инвестора вложение в рубль будет казаться не таким рискованным, если он будет оценивать свой риск по данным за 2011–2012 гг. или за 2005–2007 гг., но картина коренным образом поменяется, если включить наблюдения за осень 2008 г.

Backtesting или stress-testing?

Проверить стабильность полученной меры риска можно двумя способами: их можно проверить на еще более ранних исторических данных (такой метод называется *backtesting*) или добавить в распределение больше экстремальных событий (стресс-тестирование или *stress-testing*). Рассмотрим эти два метода проверки на примере меры риска VaR.

Backtesting осуществляется следующим образом. Дни, когда величина потерь превышает спрогнозированную VaR, называются исключениями. Необходимо сравнить количество действительных и предсказанных исключений. Если количество наблюдаемых в более ранних исторических данных исключений значимо превышает количество предсказанных, рассчитанный параметр VaR недооценивает риск, если значимо ниже – переоценивает, в остальных случаях – оценка VaR риска адекватна. Так, если для 1% VaR доля действительных исключений составляет около 1%, то такая модель считается достаточно хорошей. Если же доля равна 7%, то вполне вероятно, что VaR недооценена, если 0,3%, то, наоборот, переоценена.¹⁷ Стоит отметить, что при *backtesting* проблема песо может остаться нерешенной, если редкие события не представлены и в более ранней выборке.

Стресс-тестирование предполагает симулирование данных с увеличенной долей экстремальных сценариев. Рекомендуется: а) увеличить долю экстремальных событий, наблюдаемых в вашей исторической выборке, б) добавить экстремальные события, не случившиеся в выборке, но которые могли бы случиться (например, крах фондового рынка по амплитуде, аналогичный случившимся в отдаленном прошлом – и потому

¹⁷ Hull J. Risk Management and Financial Institutions. – Prentice Hall, 2006.

непопавшим в вашу историческую выборку)¹⁸. Затем рассчитывается VaR на симулированных данных. В данном случае он должен быть строго больше по абсолютной величине простого исторического, так как мы добавили «плохих» событий, поэтому интерес представляет новое значение VaR как скорректированная мера риска.

Экстремальные события можно формулировать не только по поводу доходностей рассматриваемого актива, но и связанных с ним факторов, например изменения рыночного индекса, валютного курса, ставки процента, если мы установили взаимосвязь между ними и доходностью актива вроде $r = \alpha + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \beta_3 F_3 + \dots + e$.

Как видно, стресс-тестирование позволяет с большей вероятностью избежать «проблемы песо», однако предполагает достаточно произвольную процедуру выбора «экстремально плохих» сценариев.

Использование опционов для оценки риска

Другой принцип работает при использовании опционов для оценки риска базисного актива: вместо исторических данных используются прогнозные оценки будущего, заложенные в ценах опционов. С помощью различных методик можно получить как прогнозную оценку дисперсии доходности базисного актива, так и величину VaR. Предполагается, что инвесторы, торгующие опционами, правильно учитывают очень редкие сценарии для базисного актива, и поэтому данный подход дает более точную оценку риска. Однако у подхода есть и недостатки: формулы расчета достаточно сложны для среднего частного инвестора; цены на опционы доступны не по всем базисным активам; даже если цены доступны, они могут сильно колебаться из-за низкой ликвидности рынка производных инструментов, что вносит серьезные ошибки измерения в оценку риска.

Минимизация риска

Опционы как инструмент хеджирования

Сами опционы обычно используются как инструменты для хеджирования рисков (risk hedging). Возможность страхования следует из самого определения такого инструмента. Приобретая опцион, мы получаем право купить или продать желаемый актив по заранее оговоренной цене, независимо от его реальной стоимости в будущем. То есть мы страхуемся от непредвиденных или нежелательных движений рынка. Например, имея на руках базисный актив, инвестор может купить соответствующий

¹⁸ Christoffersen P. Elements of Financial Risk Management. – Academic Press, 2012.

опцион пут, дающий ему право продать актив по фиксированной цене. Тогда, если рыночная цена базисного актива упадет, то он сможет гарантированно продать актив по цене исполнения. Таким образом, инвестор страхуется от падения цены (downside risk). Естественно, что за такую возможность нужно платить, при этом стоимость опциона складывается из ожиданий экономических агентов в отношении будущего поведения базисного актива. Если на рынке отсутствует арбитраж (см. лекцию «Небанковские инструменты инвестирования»), то при идеальной страховке риска, если инвестор покупает актив и опцион пут с ценой исполнения равной текущей рыночной цене актива, ожидаемая доходность портфеля «актив плюс опцион» равна безрисковой, т. е. с таким же эффектом можно было бы положить инвестированные средства на застрахованный депозит или вложить в государственные облигации высшего качества.

Диверсификация как метод снижения риска инвестиций

Диверсификация, как правило, позволяет снизить риск портфеля. Например, дисперсия портфеля, состоящего из двух активов, равна:

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \sigma_{12},$$

где w_1, w_2 – веса соответствующих активов в портфеле, а $\sigma_i^2 = \text{var}(r_i)$, $\sigma_{12} = \text{cov}(r_1, r_2) = \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2$, где ρ_{12} – коэффициент корреляции¹⁹ доходностей обоих активов. Очевидно, что если активы не идеально коррелированы $\rho_{12} < 1$, то риск портфеля ниже, чем средневзвешенный риск отдельных активов:

$$\sigma_p^2 < (w_1 \sigma_1 + w_2 \sigma_2)^2.$$

Минимум дисперсии портфеля можно достичь, если найти два актива, которые колеблются идеально разнонаправленно, т. е. $\rho_{12} = -1$. В реальной жизни такие пары редки: так, цены акции и пут опциона на нее сильно отрицательно коррелированы, однако обычно не идеально. Если же исключить производные инструменты, то отрицательная корреляция активов между собой достаточна редка.

В общем виде формула дисперсии портфеля с N активами записывается так:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i,j=1}^N w_i w_j \sigma_{ij}.$$

¹⁹ См. математическое приложение в методических указаниях к лекции «Небанковские инструменты инвестирования».

Предположим, что есть систематический фактор, с которым в той или иной степени связана доходность каждого актива. Допустим, это фактор рынка, как в CAPM, и для доходности каждого актива верно:

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_M + \varepsilon_i,$$

дисперсия доходности актива i будет равна:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\varepsilon_i}^2.$$

Общий риск актива i можно разложить на 2 составляющие: систематический (т. е. рыночный) и несистематический риск. Последний вид риска также называют специфическим, присущим только компании i , или идиосинкратическим риском. В таком случае формула дисперсии портфеля выглядит следующим образом²⁰:

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= \frac{1}{N^2} \sum_{i,j=1}^N \beta_i \beta_j \sigma_M^2 + \frac{1}{N^2} N \sigma_\varepsilon^2 \\ &= \beta_p^2 \sigma_M^2 + \frac{\sigma_\varepsilon^2}{N}, \end{aligned}$$

где мы предполагаем, что веса всех активов равны $1/N$, а специфические риски одинаковы (т. е. $\sigma_{\varepsilon_i}^2 = \sigma_\varepsilon^2$) и независимы между собой. Тогда их влияние будет тем меньше, чем больше ценных бумаг будет включено в портфель ($\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{\sigma_\varepsilon^2}{N} \rightarrow 0$). Таким образом, с помощью диверсификации можно снизить влияние специфических рисков, присущих конкретной компании. В связи с этим инвестору не рекомендуется вкладывать все свои сбережения в акции одной компании – предпочтительней распределить капитал по нескольким компаниям, при этом соображения диверсификации приходится соотносить с транзакционными издержками.

В этом контексте эффективным решением является вложение в биржевые индексные фонды (ETF). Поскольку ETF привязаны к какому-либо индексу²¹, они обладают всеми его преимуществами, связанными с диверсификацией. При этом не требуется покупать весь набор ценных бумаг, чтобы получить тот же уровень риска. Достаточно купить 1 пай ETF, который, как правило, недорого стоит, т. е. не требуется больших начальных вложений для осуществления инвестиций в диверсифицированный актив. Однако следует понимать, что зачастую ETF не повторяют структуру индекса на

²⁰ Cvitanic J., Zapatero F. Introduction to the Economics and Mathematics of Financial Markets, 2004.

²¹ Термин «exchange traded funds», по сути, переводится как «торгуемый на бирже фонд», поэтому может быть привязан не только к индексу, но также к определенным акциям, облигациям, драгоценным металлам и т. д.

100%, а осуществляют лишь репрезентативную выборку, состоящую из 80–90% акций индекса, а оставшиеся 10–20% инвестируют в другие активы по усмотрению управляющего.

Диверсификация с учетом исходных активов в портфеле частного инвестора

При оптимизации своего инвестиционного портфеля частный вкладчик должен понимать, что некоторыми активами, подверженными риску, он обладает изначально: человеческим капиталом и, возможно (в России – около 80% населения), недвижимостью.

По сути, для инвестора человеческий капитал представляет собой дисконтированный поток всех его будущих заработных плат. Тогда обучение в университете, изучение иностранного языка, получение водительского удостоверения являются инвестициями в человеческий капитал. Плохое состояние здоровья, проф. непригодность или экономический кризис будут являться рисками, которым подвержен человеческий капитал. Хеджирование таких рисков может осуществляться не только за счет страховки, которая аналогично опционам предполагает выплату денежных средств в случае наступления определенного события (болезнь, безработица и т. д.), но и за счет диверсификации портфеля.

Так, инвесторы могут снизить свой совокупный риск, покупая ценные бумаги тех компаний, которые слабо коррелируют с их человеческим капиталом. Например, летчику компании «Аэрофлот» нецелесообразно инвестировать в акции «Аэрофлот» и даже в акции Boeing, поскольку это увеличит риски его полного портфеля. Напротив, инвестиции в фармакологическую отрасль могут стать разумным вложением средств²².

Аналогично важно учитывать недвижимость при принятии инвестиционных решений. Инвесторы должны покупать дома, которые слабо коррелируют с их человеческим капиталом и портфелем ценных бумаг, и наоборот. Например, дом, который расположен вблизи аэропорта, коррелирует с человеческим капиталом летчика. А вкладываясь в акции завода, расположенного вблизи от собственной жилой недвижимости, инвестор увеличивает совокупный риск портфеля (яркие примеры – моногорода; Испания). Quan and Titman обнаружили, что в среднем цены на недвижимость слабо коррелируют с рыночными индексами в краткосрочном периоде,

²² См. Mayers D. Nonmarketable Assets and the Determination of Capital Asset Prices in the Absence of a Riskless Asset // The Journal of Business. – Vol. 46. № 2. 1973.

но показывают значительную статистическую связь в долгосрочном²³, т. е. в краткосрочном плане покупка недвижимости диверсифицирует портфель инвестора, если он прежде состоял только из ценных бумаг, но в долгосрочном плане снижение риска нивелируется.

Зависимость риска от горизонта инвестирования

Помимо структуры портфеля, риски и ожидаемая доходность зависят от горизонта инвестирования. Poterba and Summers обнаружили, что для инвестора с долгосрочным горизонтом планирования рынок акций может быть связан с относительно меньшим риском, чем в краткосрочном. Это связано с эффектом возврата цены акции к ее среднему долгосрочному значению (mean reversion)²⁴. По сути, этот эффект говорит о том, что хорошие прибыли в прошлом предполагают хорошие убытки в будущем. Это отчасти объясняет, почему инвесторы покупают акции после того как они упали в цене. Такой эффект находит подтверждение на реальных данных. Fama and French (1988) исследовали взаимосвязь долгосрочных доходностей рынка акций и предыдущих долгосрочных доходностей с помощью регрессионного анализа и обнаружили значимую отрицательную взаимосвязь. Poterba and Summers (1988) рассматривали отношение дисперсий (variance ratio) долгосрочных доходностей и также подтвердили наличие отрицательной автокорреляции между переменными. Тем не менее, в целом, как утверждает J. Cochrane, прямые доказательства существования mean reversion довольно слабые, однако он находит косвенное подтверждение, используя векторные авторегрессии и показатель отношения дивидендов к цене акции (d/p ratio)²⁵.

Еще более очевидно влияние горизонта планирования на риск капиталовложения в облигации: если инвестор предполагает держать бумагу до погашения, то его не интересуют текущие колебания цены облигации, он полностью исключает для себя процентный риск. Например, инвестор приобрел облигацию со среднегодовой доходностью до погашения 10% и погашением через два года. Предположим, процентные ставки на рынке через год удваиваются, рыночная цена облигации падает на 10%. Если инвестор в этот момент решит продать облигацию, это ощутимо скажется на его благосостоянии (доходность вложения станет нулевой). Если

²³ Quan D., Titman S. Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together? An International Analysis // Real Estate Economics.– Vol. 27. Issue 2. – 1999.

²⁴ Poterba J., Summers L. Mean Reversion in Stock Prices // Journal of Financial Economics.– № 22. – 1988.

²⁵ Cochrane J., Asset Pricing. – Princeton University Press, 2005.

же инвестор будет держать бумагу до погашения, он получит номинал и свою среднегодовую доходность в 10%.

Инвестиции с привлечением заемного капитала

Рассмотрим инвестиции с привлечением заемного капитала. Такие капиталовложения могут иметь смысл, если ожидаемая доходность от инвестиции выше процентной ставки по займу. В таком случае доходность от вложения собственных средств возрастает, но и риск возрастает. Предположим, заимствование возможно под ставку процента безрискового актива, и ориентиром служит коэффициент Шарпа. Тогда инвестор безразличен к наличию плеча: инвестиции с плечом и без равнопривлекательны:

$$\text{Без плеча: } SR_i = \frac{E[r_i] - r_f}{\sigma[r_i]}$$

$$\text{С плечом: } SR_i = \frac{(E[r_i] - r_f) \cdot (1 + L)}{\sigma[r_i] \cdot (1 + L)} = \frac{E[r_i] - r_f}{\sigma[r_i]}$$

где r_i – доходность актива, r_f – безрисковая ставка (рана также ставке по займу) и L – плечо, т. е. соотношение заемных средств к собственным.

Таким образом, если ставка заимствования выше безрисковой (что чаще встречается в реальности, так как кредитование физических лиц сопряжено с рисками, подробнее в лекции «Финансовые риски»), вложения с плечом становятся непривлекательными.

Также стоит избегать вложений с плечом тем вкладчикам, которые непропорционально несклонны к риску: коэффициент Шарпа не меняется, если при удвоении риска вдвое растет ожидаемая доходность (сверх безрисковой); если вкладчику нужна более высокая компенсация за удвоение риска, коэффициент Шарпа не отражает его предпочтений, и такому вкладчику стоит строго избегать вложений с использованием заемных средств.

Инвестиции с плечом могут иметь смысл, когда есть минимальный пороговый размер капиталовложения и если само владение активом приносит пользу инвестору – как в случае проживания в купленном объекте недвижимости. Для принятия решения необходимо рассматривать доходность объекта недвижимости $E[r_i]$. В данном контексте – это ожидаемый рост цены плюс арендная плата от эквивалентного объекта недвижимости, деленные на цену объекта. Сопоставимая альтернатива: доходность вложения свободных сбережений в ценные бумаги. Тогда, руководствуясь критерием Шарпа: если значение критерия выше при покупке

недвижимости с ипотекой, то следует покупать недвижимость, ниже – вкладываться в рынок ценных бумаг и ждать, пока ситуация изменится²⁶.

Последние исследования предполагают, что если осуществлять вложения в акции каждый год в течение всего периода занятости, то использование плеча (не более 2 : 1) в молодые годы предпочтительней использования только свободных накопленных средств (Ayres and Nalebuff, 2013). Эффект получается за счет того, что снижается риск покупки акций на пике стоимости к концу срока занятости (когда накопления большие). Данный результат предполагает наличие относительно дешевых долгосрочных займов, а также то, что накопления начинают тратиться только после выхода на пенсию, так что применимость данного результата в российских условиях под вопросом.

Инвестиции для снижения налоговой нагрузки

Как правило, инвесторы заинтересованы в том, чтобы их инвестиционный доход не облагался налогами. Однако инвестиции сами по себе могут служить как способ снижения налоговой нагрузки. Наиболее распространенным способом снижения налоговой нагрузки является использование налоговых вычетов – правил, согласно которым определенные инвестиционные расходы исключаются из налогооблагаемой базы и причитающиеся на них налоговые выплаты возвращают налогоплательщику. В России существует несколько типов налоговых вычетов, представляющих интерес для инвестора. Во-первых, при приобретении недвижимости можно получить имущественный налоговый вычет в размере уплаченного НДФЛ, но при этом максимальная общая стоимость объекта недвижимости, расходов на строительство и на уплату процентов по целевым займам или кредитам, на которую распространяется вычет, составляет 2 млн руб. (т. е. даже если инвестор приобретает квартиру за 10 млн руб., его налоговый вычет $2 \text{ млн} \times 0,13 = 260 \text{ тыс. руб.}$). Во-вторых, налоговый вычет предоставляется при определенных родах инвестиций в человеческий капитал. Для индивидов, самостоятельно оплачивающих свое обучение, возможен возврат денежных средств в размере подоходного налога от уплаченной суммы, но не более 120 тыс. руб. в год. Наконец, аналогично IRA, можно оформить возврат части расходов на уплату страховых взносов на накопительную часть трудовой пенсии.

²⁶ Критерий Шарпа не обязательно отражает индивидуальную склонность к риску любого инвестора. См. дискуссию в разделе о критерии Шарпа.

Инвестиции как хедж от инфляции

Зачастую инвестиции рассматриваются как хедж от инфляции. Обычно ценные бумаги оцениваются так, что ожидаемый уровень доходности включает в себя ожидаемый уровень инфляции²⁷. Однако может получиться так, что инфляция окажется выше ожидаемого уровня. Ценные бумаги с фиксированной доходностью (например, облигации) не смогут защитить инвестора от такого шока²⁸. Акции же, напротив, также вырастут в цене, поскольку общий рост цен в экономике означает и рост цен на продукцию акционерных компаний. Более того, если заработная плата адаптируется медленней, чем цены товаров, прибыль даже временно вырастет в реальном выражении, и держатели акций не только проиндексируют инфляцию, но и получат небольшую прибыль.

Недвижимость, как правило, хорошо защищает от инфляции в долгосрочном периоде, но плохо – на коротком временном промежутке (см. Quan and Titman, 1999).

Считается, что человеческий капитал также служит в качестве страховки риска от повышения цен – в долгосрочном периоде, при его некоторой универсальности. Независимо от того, насколько сильно обесценилась местная валюта, в равновесии индивид получит справедливую заработную плату в соответствии с навыками и объемом проделанной работы. При этом надо заложить некоторое время на достижение равновесного состояния и обладать навыками, полезными достаточно большому потенциальному кругу работодателей.

²⁷ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 2001.

²⁸ В США и некоторых других странах существуют специальные виды облигаций с индексацией инфляции. В России такие облигации пока не торгуются.

Тема 5. Инвестиции в ликвидные активы

Что такое ликвидность актива?

Под ликвидностью понимается свойство финансового актива быть обращенным в наличные деньги достаточно быстро и ценой малых издержек. Термин ликвидация актива, который нередко используется в этом контексте, означает продажу актива, т. е. обмен его на наличные деньги. Деньги являются абсолютно ликвидным активом по определению, так как одна тысячерублевая банкнота может быть обменена на десять сторублевых мгновенно и без каких бы то ни было потерь, например в кассе банка.

В ситуации, когда требуется продать такой финансовый актив, как, например, акции Лукойл, приходится мириться с тем, что либо потребуется какое-то время для того, чтобы найти другого инвестора, который был бы заинтересован в приобретении данного пакета акций, либо обратиться к профессиональному инвестиционному посреднику, такому как, например, инвестиционный банк ВТБ Капитал. Роль посредника здесь состоит в том, что он предоставляет ликвидность (т. е. наличные деньги) всякому, кому она может потребоваться в данный момент, в обмен на активы: он предлагает цену, по которой готов купить достаточный объем акций Лукойл. Эта цена называется котировкой на покупку. Аналогично посредник облегчает задачу всякому, кто желает приобрести акции Лукойл в некотором количестве, объявляя цену, по которой он готов продать необходимое количество акций. Эта цена называется котировкой на продажу.

Как правило, котировки на продажу устанавливаются выше, чем котировки на покупку. Пусть, например, инвестиционный банк X котировывает акции компании Y по 102 руб. на продажу и по 98 руб. на покупку. Разница между котировками на продажу и на покупку называется спрэдом. Спрэд представляет собой доход посредника. Так, если в течение определенного периода времени инвестбанк X покупает у клиента B 1000 акций Y по 98 руб. и продает клиенту A 1000 акций Y по 102 руб., то его суммарный доход по этим двум сделкам составит $2000 + 2000 = 4000$ руб. Если бы клиенты A и B заключили друг с другом сделку напрямую, то они, вероятно, договорились бы о цене где-то между 98 и 102 руб. за акцию, например 100 руб. за акцию. Назовем эту цену справедливой, или фундаментальной, ценой.

Что мешает конечным инвесторам, продавцам и покупателям, в нашем примере это A и B, заключать друг с другом сделки напрямую, минуя финансового посредника, каким является инвестбанк? В принципе, это возможно, однако на практике требуется время для того, чтобы на рынке появился потенциальный покупатель тех ценных бумаг,

которые намерен реализовать продавец. Продажа пакета бумаг посреднику избавляет продавца от необходимости ждать. Говорят, что посредник предоставляет инвестору услуги ликвидности – возможность немедленно ликвидировать свой актив, т. е. обменять его на наличные деньги. Разница между справедливой ценой 100 руб. за акцию и ценой, которую посредник предлагает за актив, 98 руб. за акцию, равная 2 руб., представляет собой вознаграждение, которое посредник получает за эту услугу. Предоставление инвесторам услуг ликвидности сопряжено с определенными издержками: посредник должен всегда иметь наготове некоторую сумму наличных денежных средств, для того чтобы при необходимости быть в состоянии немедленно выкупить у инвесторов требуемое количество ценных бумаг. Издержки хранения в кассе или на счету посредника определенного запаса наличности, в свою очередь, определяются той упущенной выгодой, которую тот мог бы получить, если бы вложил их в доходный актив, например разместил на банковский депозит, приносящий процент.

В случае, когда инвестор решает купить ценные бумаги у посредника, премия равна разности между ценой, которую инвестор уплачивает продавцу, и справедливой ценой, $102 - 100 = 2$ руб. за акцию. Готовность посредника немедленно удовлетворить спрос инвестора на ценные бумаги требует того, чтобы посредник держал в своем портфеле некоторый запас этих ценных бумаг. Если посредник специализируется на относительно небольшом числе ценных бумаг, то необходимо поддерживать определенный запас каждой из них на уровне не меньше некоторого. Это делает портфель посредника несбалансированным (недостаточно диверсифицированным) и следовательно существенно подверженным риску неблагоприятного изменения рыночной цены данного актива. Премия, которую получает посредник, можно рассматривать в качестве компенсации за эти издержки.

Посредника, который постоянно присутствует на рынке данного актива, поддерживая двусторонние котировки (на покупку и на продажу), называют маркет-мейкером (market maker). Дословный перевод этого термина с английского означает некто, кто создает или «делает» рынок: позволяет ему функционировать, так что всякий конечный инвестор, кому требуется немедленно купить или продать данный актив, всегда будет иметь возможность это сделать.

Понятие фундаментальной стоимости актива

Фундаментальная цена отражает ценность актива для инвестора с точки зрения его способности «производить» поток денежной наличности в будущем. Так, например, акция – это актив, который «производит» поток дивидендов. Их размер не является

абсолютно предсказуемым и определяется тем, какую прибыль заработала компания в соответствующем периоде (год, квартал), что, в свою очередь, зависит от фазы делового цикла, конъюнктуры на тех рынках, где работает компания, качества управления компанией и др.

Купонная облигация – это актив, который «производит» поток купонных выплат с некоторой периодичностью, например раз в полгода, и выплату номинальной, или нарицательной, стоимости в конце срока обращения (при погашении облигации). Купонные выплаты могут быть фиксированными, например 6 процентов годовых, или плавающими, изменяющимися со временем. В последнем случае размер купонного платежа привязывается к какой-то базовой процентной ставке, как правило, это процентная ставка денежного рынка – ставка, по которой крупнейшие и наиболее надежные банки кредитуют друг друга на короткий срок. Примером такой ставки является ставка LIBOR, которая отражает ситуацию на денежном рынке в Лондоне. Она рассчитывается для каждой из основных валют и для различных сроков кредитования в отдельности. В России аналогом такой ставки является RUONIA. Для облигаций с плавающим купоном процентная ставка по купону рассчитывается обычно как базовая ставка плюс премия, например, RUONIA в соответствующем периоде плюс два процентных пункта. Все детали, касающиеся размера и периодичности купонных выплат, срока обращения облигаций и др., указываются в проспекте эмиссии облигаций. Это документ, который публикуется перед первичным размещением (т. е. первоначальной продажей ценных бумаг инвесторам) облигаций и регламентирует условия их выпуска и обращения: суммарный объем, нарицательная стоимость, размер и периодичность купонных выплат и т. д.

Например, пусть мы имеем дело с купонной облигацией с фиксированным купоном по ставке 9% с выплатой купонов каждые полгода. Пусть номинал облигации составляет 1000 руб. Тогда

$$\begin{aligned} \text{размер купонной выплаты} &= (\text{номинальная стоимость}) \times (\text{процентная ставка в виде} \\ &\text{десятичной дроби}) \times (\text{интервал времени между двумя соседними купонными} \\ &\text{выплатами, или длина купонного периода в годах)} = \\ &= 1000 \times 0,09 \times 0,5 = 45 \text{ руб.} \end{aligned}$$

Теперь рассмотрим облигацию с плавающим купоном, ставка по которому определяется как RUONIA (ставка на рынке межбанковских кредитов в рублях в Москве) плюс два процентных пункта. Предположим, что среднее значение этой ставки за рассматриваемый полугодичный период составило 6,2% годовых. Тогда

$$\begin{aligned} \text{размер купонной выплаты за данный период} &= (\text{номинальная стоимость}) \times (\text{базовая} \\ &\text{ставка} + \text{премия в виде десятичной дроби}) \times (\text{длина купонного периода в годах)} = \\ &= 1000 \times (0,062 + 0,02) \times 0,5 = 41 \text{ руб.} \end{aligned}$$

Помимо купонных облигаций существуют еще и бескупонные, или дисконтные, облигации. Обычно такие ценные бумаги обращаются в течение сравнительно небольшого периода времени, например трех месяцев. Такие ценные бумаги, как это следует из их названия, подразумевают единственную выплату инвестору – в размере, равном номинальной стоимости в конце срока обращения.

Чем определяется фундаментальная цена финансового актива? Начнем с простого примера – бескупонной облигации со сроком обращения один год. Будем считать, что выплата номинальной стоимости 1000 руб. по этой бумаге в конце срока обращения гарантирована, т. е. речь идет о безрисковой облигации. Предположим, что у инвестора есть возможность положить свои сбережения на срочный банковский вклад сроком на один год под 5% годовых. Пусть возвратность этого вклада гарантируется системой страхования вкладов, поэтому его можно рассматривать как безрисковое вложение. Вопрос: чему должна быть равна рыночная стоимость бескупонной облигации в такой ситуации? Обозначим ее через P .

Ответ: цена облигации P должна быть такой, что, с точки зрения инвестора, эти две инвестиционные опции – покупка бескупонной облигации со сроком обращения один год по цене P и размещение суммы P на банковский вклад сроком на один год под 5 процентов годовых – будут равно привлекательными. Последнее означает, что инвестор заработает одну и ту же сумму денег в каждом из двух случаев. При инвестировании в облигацию по истечении года он получит номинальную стоимость облигации в размере 1000 руб. При размещении P руб. на банковский вклад он получит через год сумму вклада плюс проценты по ставке 5% годовых: $P \times (1 + 0,05)$. Две эти суммы равны, если $1000 = P \times (1 + 0,05)$. Отсюда следует, что цена P , которая делает эти две инвестиционные опции равно привлекательными с точки зрения инвестора, определяется как $P = 1000 / (1 + 0,05) \approx 952,4$. Если фактическая цена облигации P будет выше этого значения, то будет выгоднее положить деньги на банковский вклад, если ниже, то, наоборот, купить облигацию. В первом случае нежелание инвесторов покупать облигации приведет к сокращению спроса на них с результирующим снижением цены. Во втором случае спрос, напротив, будет расти, что будет толкать цену вверх. В каждом из двух случаев баланс между спросом на облигации и их предложением наступит в ситуации, когда инвесторам будет безразлично, вкладываться ли им в облигации или размещать деньги на вклад, поэтому движение цены P остановится на уровне $1000 \div (1 + 0,05) \approx 952,4$.

Рассмотрим теперь, чем определяется фундаментальная цена акции. С содержательной точки зрения, ценность акции для инвестора определяется тем, что она

приносит ему поток дивидендов в будущем. Сначала предположим для простоты, что размер всех будущих дивидендов известен: D_1 в году $t = 1$, D_2 в году $t = 2$, ..., D_T в году $t = T$ и т. д. Тогда такая акция, с точки зрения инвестора, будет равноценна портфелю бескупонных облигаций, который содержит D_1 облигаций со сроком погашения через один год, D_2 облигаций со сроком погашения через два года, ..., D_T облигаций со сроком погашения через T лет и т. д. Следовательно, стоимость акции должна быть равна стоимости этого портфеля облигаций, а именно:

$$P = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{1+r^2} + \dots + \frac{D_T}{(1+r)^T} + \dots$$

Сумма в правой части этого выражения содержит бесконечное число слагаемых, так как предполагается, что компания, выпустившая акцию, будет существовать, зарабатывать прибыль и выплачивать ее в виде дивидендов неограниченно долго. Ставка r , по которой дисконтируются будущие дивиденды, определяется временной стоимостью денег, а именно тем, в каком соотношении среднестатистический инвестор соглашается обменивать один рубль сегодня на один рубль в будущем. В случае безрисковых облигаций (т. е. облигаций с нулевым кредитным риском, таких, например, как казначейские векселя в США), ставка дисконтирования равна безрисковой процентной ставке по определению. В случае рискованных активов, какими являются обыкновенные акции, ставка дисконтирования превышает безрисковую ставку на величину премии за риск. Рискованность акций обусловлена тем, что размер будущих дивидендов не известен заранее и подвержен влиянию массы случайных факторов. Поэтому имеет смысл говорить не о гарантированной, а об ожидаемой величине дивиденда D_t в году t . Таким образом, как это следует из формулы, цена акции равна ожидаемой дисконтированной стоимости всех будущих дивидендов.

Приведем два простых примера. Предположим, что ожидаемая величина всех будущих дивидендов неизменна и равна $D_t = D$. Тогда формула для цены акции принимает вид:

$$P = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_T}{(1+r)^T} + \dots = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^T} + \dots = D \left(\frac{1}{(1+r)} + \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{1}{(1+r)^T} + \dots \right).$$

Бесконечная сумма в квадратных скобках представляет собой сумму членов бесконечной геометрической прогрессии со знаменателем:

$$q = \frac{1}{(1+r)} \times (0 < q < 1).$$

Из школьного курса математики известно, что эта сумма равна:

$$1 + q + q^2 + \dots + q^T + \dots = \frac{1}{1 - q}.$$

Воспользуемся этим фактом и получим выражение для цены акции:

$$P = D \times 1 / (1 + r) / (1 - 1 / (1 + r)) = D/r.$$

Отсюда видно, что при прочих равных условиях цена, которую инвесторы готовы платить за акцию, тем выше, чем выше (ожидаемая) величина дивиденда и чем ниже ставка, по которой инвесторы дисконтируют будущие платежи. Последняя, в свою очередь, зависит от того, какую премию за риск инвесторы рассматривают как приемлемую для данного актива. Чем рискованнее акция, т. е. чем менее предсказуем поток дивидендов по ней, тем выше требуемая премия за риск и тем ниже ее рыночная цена.

В качестве второго примера рассмотрим акцию, чьи дивиденды растут со средним темпом g . Например, $g = 0,02 = 2\%$ означает, что в каждом последующем году, размер дивидендов, в среднем, будет выше на 2%, чем в предыдущем. Тогда:

$$D_2(1 + g), D_3 = D_2(1 + g) = D_1(1 + g)^2, \dots, D_T = D_1(1 + g)^T, \dots$$

Подставим эти выражения в формулу для цены акции и получим:

$$P = \frac{D_1}{(1 + r)} + \frac{D_1(1 + g)}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{D_T(1 + g)}{(1 + r)^T} + \dots$$

Опять воспользуемся школьной формулой для суммы бесконечной геометрической прогрессии со знаменателем $q = \frac{1+g}{1+r}$, предполагая, что $0 < g < r$, так что $0 < q < 1$. Это даст $P = \frac{D_1}{(r-g)}$. Как и в первом примере, чем выше ожидаемая величина будущих дивидендов, тем выше, при прочих равных условиях, цена акции. Чем выше ставка дисконтирования, включающая в себя премию за риск, тем ниже цена акции. Дополнительным фактором, влияющим на стоимость акции, является оценка ожидаемого темпа роста дивидендов в сознании инвесторов. Чем выше эта оценка, тем более высокую цену они согласны платить за акцию, согласно приведенной формуле, и наоборот.

Следует заметить, что чувствительность цены акции к оценке ожидаемого темпа роста дивидендов существенно выше, чем ее чувствительность к размеру текущих дивидендов D_1 . Например, предположим, что первоначально рост дивидендов оценивался в 2% в год в среднем, а потом эта оценка выросла до 3%. Пусть требуемая ставка дисконтирования (включая премию за риск) оставалась неизменной и равной 7%, а размер текущих дивидендов равен 100 руб. на акцию. Тогда, в результате более оптимистичных ожиданий инвесторов, цена акции увеличится с $100 / (0,07 - 0,02) = 2000$ руб. до $100 / (0,07 - 0,03) = 2500$ руб., или на четверть. Тот факт, что ожидания инвесторов играют центральную роль в формировании рыночной цены акции, делает ее

подверженной сильным колебаниям в настроении инвесторов. Ожидания, как правило, меняются, когда к участникам рынка поступает какая-то новая информация, которая заставляет их пересмотреть свои представления о величине и темпах роста будущих дивидендов. Через соответствующие изменения в D_1 и g , эта информация довольно скоро отразится в цене P . Помимо этого, отношение инвесторов к риску, их представление о том, насколько рискованным является данное вложение, также может изменяться со временем. Иногда это называют термином «аппетит инвесторов к риску». В результате будет изменяться требуемая премия за риск, а вместе с ней и ставка дисконтирования r , рассматриваемая инвесторами как приемлемая. Снижение аппетита к риску будет, при прочих равных, приводить к увеличению премии за риск и r , вследствие чего рыночная цена акции снизится.

Не все долговые ценные бумаги свободны от кредитного риска, подобно гособлигациям ведущих индустриальных стран, таких как США и Германия. Их облигации рассматриваются инвесторами как безрисковые, потому что, с одной стороны, экономический потенциал (способность производить товары и услуги) этих стран довольно высок, а с другой стороны, размер госдолга относительно невелик. Это делает задачу обслуживания долга вполне посильной для правительств этих стран. Поэтому у инвесторов не слишком много поводов для беспокойства о том, что их требования по этим долгам не будут удовлетворены в срок и в полном объеме. Совсем другое дело, когда речь заходит о странах с непомерно высоким объемом задолженности и слабой экономикой. Так, например, начиная с 2010 г., международные инвесторы стали проявлять озабоченность относительно платежеспособности Греции. Дело в том, что после вступления в еврозону в начале 2000-х гг. Греция получила возможность занимать по ставке более низкой, чем прежде. В результате правительство оказалось лишенным должного стимула поддерживать государственные финансы в здоровом состоянии, т. е. стремиться к сбалансированному бюджету, когда доходы правительства от налогов равны или примерно равны его расходам. Вместо этого дефицит бюджета – положительная разница между расходами и доходами – долгое время финансировался за счет облигационных займов на финансовом рынке. К началу 2010 г. сложилась следующая ситуация. Как и экономики других стран, экономика Греции сократилась вследствие глобального финансового кризиса, накопленный долг превышал 150% ВВП, т. е. находился далеко за опасной чертой (60% согласно консенсусу), и у правительства был хронический бюджетный дефицит в размере 8–10%. При этом бюджет был в состоянии дефицита даже без учета расходов на процентные платежи по долгу и погашение существующего, т. е. имел место так

называемый первичный дефицит бюджета. Последнее означает, что правительство, вместо того чтобы постепенно выплачивать старые долги, продолжает набирать новые, в результате чего объем долга продолжает расти. Масла в огонь добавили новости о том, что накануне правительство Греции сознательно манипулировало официальными статистическими данными с целью приуменьшить размер госдолга, что позволило бы ему размещать новые займы на более выгодных условиях. Очевидно, что сколь угодно долго такая ситуация продолжаться не могла. Неограниченный рост долга в какой-то момент привел бы к тому, что все налоговые поступления должны были бы направляться на выплату процентов по долгу. Очевидно, что такое невозможно в силу политических соображений: расходы правительства адресованы избирателям, а держателями греческого госдолга являлись не только греческие, но и иностранные инвесторы. Правительство в такой ситуации предпочтет объявить дефолт по своим долгам. Поэтому инвесторы в какой-то момент осознали, что есть немалый риск объявления дефолта (отказа платить по долгам) в недалеком будущем, и стали избавляться от греческих долгов. Частичный дефолт – списание части долга по взаимному согласию сторон – действительно произошел в марте 2012 г.

Облигации выпускают не только правительства, но и компании (корпорации). Корпоративные облигации не могут рассматриваться инвесторами как безрисковые, так как всегда есть вероятность, что дела у компании-эмитента пойдут не так, как планировалось, так что она не сможет рассчитаться со своими кредиторами, в том числе с держателями облигаций, в полном объеме. Например, новый продукт, выпущенный компанией на рынок, не найдет достаточного спроса, так что затраты на разработку и запуск этого продукта не принесут отдачи. В результате выручки от продаж не хватит для того, чтобы расплатиться с поставщиками и кредиторами, и компания должна будет ликвидировать часть своих производственных активов.

Производственные активы относятся к наименее ликвидным активам, т. е. цена, которую компания выручит от их продажи другой компании в этой же или смежной отрасли, будет существенно ниже первоначальных затрат. Одной из причин является то, что производственное оборудование комплектуется и устанавливается под потребности каждого конкретного предприятия, т. е. это ни в коем случае не стандартный товар, как, например, сырая нефть или стальной лист, а товар с высокой степенью кастомизации (от английского *customized* – приспособленный под конкретные потребности покупателя). Это означает, что предприятие А, купив подержанное оборудование у предприятия Б, должно будет потратить определенные ресурсы (например, заплатить инжиниринговой фирме) на то, чтобы

«перекроить»/перенастроить это оборудование под свои нужды, или на то, чтобы встроить его необходимым образом в свою технологическую цепочку. Таким образом, возможна ситуация, когда выручки и суммы, которую можно выручить от продажи производственных активов, будет не хватать на то, чтобы расплатиться с кредиторами.

Реальность такой ситуации заставляет кредиторов – держателей облигаций компании – требовать премии за *риск дефолта*, или *кредитный риск*. Это означает, что инвесторы не захотят покупать облигации компании под ту же доходность к погашению, что и безрисковые правительственные облигации на тот же срок, но только под более высокую доходность. Например, если безрисковая доходность на три года – доходность к погашению по трехлетним купонным облигациям правительства – составляет 5% годовых, а доходность к погашению по трехлетним облигациям компании ABC составляет 7,5% годовых, то разница $7,5 - 5 = 2,5\%$ представляет собой премию (надбавку) за риск, которая, по мнению участников рынка, является приемлемой компенсацией за то, что держатели облигаций ABC принимают на себя риск дефолта предприятия – эмитента этих облигаций. Из-за того, что возможен дефолт, инвесторы не готовы платить за долговые бумаги ABC такую же высокую цену, что и за облигации правительства на тот же срок, т. е. 5%. Другое название премии за риск – разницы между доходностью рискованных и безрисковых облигаций – *кредитный спред* (credit spread).

Риск дефолта может быть разным для двух различных компаний. Общепринятой практикой является то, что при эмиссии облигаций компания-эмитент нанимает специализированное рейтинговое агентство, которое анализирует финансовую отчетность компании и на его основе присваивает ей определенный *кредитный рейтинг*. Этот рейтинг служит сигналом для инвесторов, позволяющим судить, насколько вероятен дефолт по облигациям данной компании. Значения присвоенных рейтингов обычно имеют вид комбинаций букв и/или цифр. Так, например, согласно одной из существующих классификаций, наивысшим рейтингом является AAA. Такой рейтинг получают долговые бумаги первоклассных заемщиков, таких как правительство Германии, до недавнего времени – правительства США и Франции. Противоположным полюсом является рейтинг D (от слова дефолт). Он присваивается ценным бумагам тех эмитентов, которые объявили дефолт по своим долговым обязательствам. Кредитный рейтинг не является зафиксированной характеристикой данной конкретной облигации. Может оказаться, что с момента выпуска облигаций данной серии, финансовое состояние и кредитоспособность компании-эмитента ухудшились, и в этом случае рейтинг всех ее долгов, обращающихся на рынке, будет

пересмотрен. Например, инвесторы покупали при размещении облигации компании X с рейтингом A на тот момент, а спустя год кредитный рейтинг X был понижен до BB – на два деления (с A до BBB и с BBB до BB).

Чем ниже рейтинг компании или страны-эмитента, тем выше, по мнению рейтингового агентства, присвоившего этот рейтинг, является риск дефолта по долгам этой компании или страны. Наиболее известные международные рейтинговые агентства – это Standard and Poor's, Moody's и Fitch.

Понятие премии за риск. Какими факторами определяется премия за риск для финансового актива?

Главным принципом, который лежит в основе рационального инвестирования, является принцип диверсификации. Образно, его можно сформулировать как «не кладите все яйца в одну корзину». Применительно к финансовым активам, это означает, что рациональный инвестор должен стремиться покупать не отдельные активы, а формировать портфель, состоящий из достаточно большого числа активов. В чем состоит выгода?

Рассмотрим пример с N-кратным подбрасыванием обыкновенной монеты. Когда N достаточно велико, например $N = 100$, то с высокой степенью уверенности можно ожидать, что в половине случаев выпадет орел, а в половине случаев – решка, т. е. суммарный результат эксперимента является почти достоверным. Совсем другое дело, если N мало, например $N = 2$. В этом случае вероятности получить экстремальные значения – либо два орла, либо две решки – не являются пренебрежимо малыми. При двукратном подбрасывании монеты орел и решка выпадут по одному разу (в той или иной последовательности) с вероятностью одна вторая, два раза подряд выпадет орел с вероятностью одна четвертая, и два раза решка с вероятностью одна четвертая. Очевидно, одна четвертая и одна вторая – вполне соразмерные величины. В случае со стократным подбрасыванием монеты вероятность такого экстремального результата, как выпадение ста орлов подряд, равна $(1/2)^{100}$, что меньше, чем 10^{-31} , т. е. пренебрежимо малая величина по сравнению с вероятностью «среднего» результата, выпадение решки в половине случаев и орлов в другой половине случаев, что есть одна вторая.

Если проводить аналогию с инвестициями, то однократное подбрасывание соответствует ситуации, когда весь капитал направляется только в один актив. Поэтому доход инвестора зависит от рисков специфических для данного актива, если это акция предприятия, то эти риски определяются возможностью того, что будущие прибыли, а следовательно, и дивиденды могут оказаться разочаровывающими вследствие,

например, просчетов, допущенных руководством компании при выборе стратегии развития предприятия, разработке новых продуктов и т. д. Стократное подбрасывание соответствует ситуации, когда в портфель включаются акции ста различных компаний. В этом случае специфические риски отдельных активов (эмитентов) взаимно погашают друг друга. Например, год t может оказаться нетипично удачным для компании X , но при этом с высокой вероятностью в хорошо диверсифицированном инвестиционном портфеле найдутся акции компании Y , для которой тот же самый год t оказался нетипично удачным. Таким образом, нетипично низкие дивиденды, а значит и реализованная доходность, по акциям X будут скомпенсированы нетипично высокими дивидендами и реализованной доходностью по акциям Y , так что усредненная величина дивидендов и реализованная доходность по акциям X и Y суммарно будут соответствовать типичному (среднестатистическому) годовому результату.

Во-вторых, инвесторы готовы покупать рискованные финансовые активы только в том случае, если они получают компенсацию за то, что принимают на себя риски. Эта компенсация (вознаграждение) представляет собой премию за риск. Дело в том, что люди устроены так, что из двух возможных альтернатив (лотерей) – получить 1000 руб. гарантированно или получить 2000 руб. с вероятностью половина и ничего в противном случае – большинство из нас предпочтет первую несмотря на то, что, в среднем, каждая из этих лотерей приносит один и тот же (ожидаемый) выигрыш 1000 руб. Относительная непривлекательность второй лотереи обусловлена тем, что при ее выборе возможна ситуация, когда игрок не получает ничего, и это служит потенциальным источником дискомфорта.

Сделать две эти лотереи равно привлекательными можно за счет повышения ожидаемого выигрыша второй: например, пообещав игроку 2200 руб. вместо прежних 2000 руб. в случае успеха. Теперь разница между более высоким ожидаемым выигрышем во второй лотерее в размере 1100 руб. и гарантированным выигрышем в первой лотерее в размере 1000 руб. равна 100 руб., и это премия за риск, которую получают те, кто решает участвовать во второй лотерее. Если проводить аналогию с финансовыми активами, то первая лотерея с гарантированным выигрышем 1000 руб. соответствует инвестициям в безрисковый актив, такой как облигации правительства, а вторая – инвестициям в акции или корпоративные облигации, где в первом случае источником неопределенности является случайный характер прибыли компании-эмитента и дивидендов на ее акции, а во втором – ненулевая вероятность дефолта по ее долговым обязательствам.

В-третьих, согласно современным теоретическим представлениям в области теории финансов, инвесторы ожидают получить компенсацию (премию за риск) не за всякий источник риска, а только лишь за систематический, или *недиверсифицируемый фактор риска*. Логика здесь довольно простая. Есть риски, специфические для каждого конкретного актива (например акции предприятия X) или группы активов (отрасль, где работает предприятие X), а есть источники рисков, которые являются в той или иной степени общими для всех активов (экономика в целом). Примерами первых могут быть просчеты менеджмента на отдельно взятом предприятии (риск на уровне предприятия) или снижение мировых экспортных цен на продукцию, производимую данной конкретной отраслью (например, снижение мировых цен на газ вследствие сланцевой революции в США, снижение мировых цен на сталь вследствие замедления экономического роста в Китае). Примером систематического фактора риска может быть деловой цикл: снижение темпов роста экономики по сравнению с долгосрочным трендом (или нормальными) в той или иной степени будет приводить к снижению прибыли и дивидендов всех компаний и отраслей, а значит, даже хорошо диверсифицированный актив будет приносить более низкий доход в периоды рецессии и более высокий – в периоды подъема (оживления) деловой активности. По этой причине инвесторы будут требовать премии за риск применительно к систематическим факторам риска, таким как деловой цикл. Специфические для отдельных предприятий (активов) риски не требуют дополнительной компенсации, так как инвесторы самостоятельно избавятся от этих рисков посредством диверсификации портфеля активов.

Премия за (систематический) риск тем выше, чем больше вклад данного актива в рискованность хорошо диверсифицированного портфеля. Этот вклад определяется тем, изменяются ли доходности данного актива и всего портфеля одинаково или разнонаправленно, и тем, какова сила этой статистической взаимосвязи. Так, например, если доходность актива X высокая всякий раз, когда доходность портфеля также высокая, то вклад актива X в риск портфеля положителен. Действительно, добавление актива X в портфель делает его доходность в те периоды, когда она и так высока, еще более высокой, а в те периоды, когда она низка, еще более низкой. С другой стороны, если у нас есть актив Y, который имеет тенденцию приносить высокий доход в те периоды, когда доходность портфеля низкая, и наоборот, то вклад такого актива в риск портфеля отрицателен. Добавление его в портфель снижает риск портфеля. В периоды высокой доходности портфеля актив Y будет приносить относительно низкий доход, а в периоды низкой доходности портфеля – относительно высокий. Таким образом, он будет частично погашать колебания доходности портфеля активов, уменьшая разброс

реализованных доходностей по нему в различные периоды времени. Говорят, что актив Y позволяет инвесторам хеджировать (систематический) риск портфеля.

Как спрос со стороны инвесторов на те или иные финансовые активы будет зависеть от их статистических свойств? Ответ довольно простой. При прочих равных условиях, те активы будут относительно более привлекательными для инвестора, которые позволяют ему хеджировать (устранять/страховать) систематические риски. Актив Y из примера выше предоставляет инвестору такую страховку: в периоды низкой доходности портфеля, актив Y приносит высокую доходность, что можно рассматривать как своего рода страховую выплату «в плохие времена». Актив X, который приносит низкую доходность в те периоды, когда доходность всего портфеля низкая, такой страховки, очевидно, не предоставляет, а, наоборот, лишь усугубляет ситуацию. Следовательно, при прочих равных условиях, спрос инвесторов будет выше на те активы, которые могут использоваться как инструмент хеджирования. В нашем примере спрос на актив Y будет выше, чем спрос на актив X. Если ожидаемое значение дивиденда по обоим активам одинаковое, то более высокий спрос на актив Y приведет к тому, что его цена, которая сформируется на рынке, будет выше, чем цена актива X. Как мы знаем из основной части курса, цена и ожидаемая доходность связаны обратным соотношением. Поэтому ожидаемая доходность актива Y в итоге окажется меньше, чем ожидаемая доходность X.

Обычно в качестве «хорошо диверсифицированного портфеля» в контексте объяснения размера премии за риск рассматривают так называемый *рыночный портфель активов*. Это портфель, который включает в себя все активы, обращающиеся на рынке, при этом каждый актив входит в рыночный портфель с весом, пропорциональным суммарной рыночной стоимости этого актива. Суммарная рыночная стоимость актива равна произведению его рыночной цены на количество в обращении. Таким образом мы пришли к выводу, что актив Y, чья доходность изменяется разнонаправлено с доходностью рыночного портфеля, является привлекательным для инвесторов с точки зрения хеджирования риска рыночного портфеля (рыночный портфель – это портфель, которым владеют все инвесторы, т. е. можно утверждать, что это тот портфель, который держит среднестатистический инвестор; поскольку этот портфель хорошо диверсифицирован по определению, то весь его риск является систематическим, или недиверсифицируемым). Спрос со стороны инвесторов при заданном фиксированном объеме предложения приводит к относительно более высокой цене и, следовательно, более низкой ожидаемой доходности по сравнению с активом X, чья доходность изменяется однонаправлено с

доходностью рыночного портфеля и добавление которого, следовательно, усиливает риск всего портфеля. Чем выше степень этой однонаправленности, или чем сильнее она выражена, тем выше премия за риск, которая сложится на рынке, и наоборот.

Инвестиции в акции, облигации, производные инструменты

Как уже было сказано в предыдущем разделе, основным принципом инвестирования является *принцип диверсификации*. Портфель инвестора должен быть хорошо диверсифицированным и содержать достаточно большое число ценных бумаг, чьи доходности изменяются не слишком согласованно / не слишком тесно связаны друг с другом (соответствующий термин из статистики – не слишком сильно коррелируют друг с другом), в идеале, если они изменяются разнонаправленно.

Вместе с тем большой класс профессиональных инвесторов выстраивает свои стратегии на том, чтобы *«опередить рынок»* (англоязычный эквивалент – *beat the market*). Говоря упрощенно, эти стратегии основаны на том, чтобы найти финансовые активы на рынке, которые на данный момент являются «недооцененными» или «переоцененными», т. е. чья текущая рыночная цена, по каким-то причинам, остается ниже или выше фундаментальной стоимости соответственно. Тогда можно предположить, что со временем рыночные цены изменятся так, что сравнятся с фундаментальными стоимостями соответствующих активов. Почему это должно произойти? Массовый инвестор, осознав со временем, что какие-то бумаги переоценены, а какие-то недооценены, начнет продавать первые и скупать вторые. Его действия приведут к снижению цен переоцененных бумаг и росту цен недооцененных бумаг. Таким образом, прозорливый инвестор, кто способен раньше остальных разобраться в том, какие активы неправильно оцениваются рынком, в принципе, может заработать на разнице между фундаментальной стоимостью и текущей рыночной ценой. Он будет покупать те активы, которые он считает недооцененными, и продавать те, которые считает переоцененными.

При этом на достаточно развитых финансовых рынках у инвесторов есть возможность осуществлять продажи тех активов, которых у них нет в наличии. Такая практика называется продажей с коротких позиций, или *короткой продажей* (буквальный перевод с английского *short sale*). В этом случае инвестор одалживает необходимое количество ценных бумаг у своего инвестиционного брокера, который, как правило, выступает как хранитель (депозитарий) ценных бумаг для своих клиентов, на определенный срок. Рассчитывая на грядущее понижение цены, инвестор продает эти ценные бумаги и ждет, пока это снижение цены не материализуется. В конце

оговоренного срока, когда наступает время возвращать одолженные ранее ценные бумаги, инвестор покупает их по рыночной цене и возвращает их своему инвестиционному брокеру. И в случае покупки недооцененных активов, и в случае продажи переоцененных активов, если времени ожидания оказывается достаточно для того, чтобы представления среднестатистического инвестора о фундаментальной цене актива, а вместе с ними и рыночные цены, пришли в соответствие с представлениями прозорливого инвестора, то последний оказывается в выигрыше. Его прибылью становятся реализованные разницы между фундаментальной стоимостью и первоначальной (заниженной) рыночной ценой недооцененного актива и между первоначальной (завышенной) рыночной ценой и фундаментальной стоимостью переоцененного актива. Специальный термин для обозначения таких операций – *арбитраж*. Аналитические отчеты инвестиционных банков обычно содержат рекомендации для инвесторов типа «покупать», «держат» или «продавать». Эти рекомендации основаны на мнениях/оценках аналитиков о том, является ли соответствующая акция переоцененной или недооцененной.

Как с научной, так и с практической точек зрения, представляются важными ответы на следующие два вопроса. Во-первых, в какой степени отдельно взятый профессиональный инвестор способен точнее других оценить текущее значение фундаментальной цены актива. Во-вторых, сколько потребуется времени для того, чтобы критическая масса участников рынка пересмотрела свои оценки фундаментальной стоимости так, чтобы в результате рыночная цена скорректировалась и стала равной фундаментальной стоимости. Гипотеза эффективного рынка дает скептический ответ на первый вопрос. На информационно эффективном рынке цены финансовых активов уже отражают всю релевантную для ценообразования информацию, которая есть у участников рынка. Эта информация достаточно быстро оказывается в ценах. Когда на рынок поступает новость, например, о более высоких, чем ожидалось, дивидендах компании X, то те, кто эту новость узнал первыми, начинают скупать акции X, в результате чего цена этих акций растет. Остальные (неинформированные) участники рынка, наблюдая за динамикой курса акций X, делают заключение о том, что на рынке появилась хорошая новость, касающаяся финансовых показателей компании X, а следовательно фундаментальной стоимости ее акций. Из сказанного следует, что если реакция цен на новости достаточно интенсивна, то заработать на изменении курса довольно сложно, так как почти в каждый момент времени цена уже будет отражать всю имеющуюся у участников рынка информацию, релевантную с точки зрения определения фундаментальной стоимости актива.

Ответ на второй вопрос зависит от того, какими финансовыми ресурсами располагают профессиональные инвесторы – спекулянты. Предположим, что у инвестора А более совершенное знание о фундаментальной стоимости актива X, и он полагает, что текущая рыночная цена актива X ниже по сравнению с его фундаментальной стоимостью. Тогда рациональным решением будет купить актив X на все имеющиеся в распоряжении А средства. По-видимому, А так и поступит. Однако ничто не гарантирует того, что рыночная цена X вскоре сравняется с фундаментальной стоимостью. Вполне вероятна такая ситуация, при которой разрыв между рыночной и фундаментальной ценой даже увеличится на какое-то время. В реальности профессиональные спекулянты (например хедж-фонды) активно используют либо заемные средства, либо средства своих клиентов. Это накладывает определенные ограничения. Так, увеличение разрыва между рыночной и фундаментальной ценой будет означать, что инвестор несет убытки по своим вложениям. Это может побудить часть его клиентов отозвать свои капиталы. Инвестор будет вынужден распродавать актив, в который он вложил в надежде на рост курсовой стоимости в будущем, что приведет к еще большему снижению цены и еще большим убыткам. Если инвестиции делаются с использованием заемных средств, то кредиторы обычно требуют, чтобы стоимость портфеля превышала на некоторую величину сумму долга, например на 10%. Это служит своего рода гарантией возвратности долга. Пусть в начальный момент времени стоимость портфеля составляла 1 млн руб., сумма долга 900 тыс. руб., а 100 тыс. руб. составили вложения за счет собственных средств инвестора. Если, по каким-то причинам, рыночная цена актива падает на 5%, то стоимость портфеля снижается до 950 тыс. руб. Теперь она превышает сумму долга на 5% вместо требуемых 10%. Происходит так называемый *margin call*: в стремлении обеспечить возвратность предоставленной ссуды, кредиторы требуют, чтобы инвестор либо изыскал где-то дополнительные 50 тыс. руб. собственных средств, либо уменьшил портфель до 500 тыс. руб. и вернул 450 тыс. руб. кредитору, чтобы восстановить требуемое соотношение между собственными и заемными средствами 10 к 1¹. Вынужденная

¹ Наиболее известные случаи *margin call* в России связаны с развитием экономического кризиса конца 2008–2009 гг. Многие российские компании привлекали займы у зарубежных и российских банков под залог ценных бумаг. В период экономического кризиса цены на акции упали, в результате стоимость предоставленного залога также сократилась. Кредиторы потребовали от компаний внести дополнительный залог или погасить кредит, в противном случае залог переходил в собственность кредитора. С проблемой *margin call* столкнулись Альфа-Групп, Роснефть, Базэл. АФК «Система» и др. российские компании.

ликвидация половины портфеля данным инвестором, а также, возможно, другими спекулянтами, с высокой вероятностью вызовет еще большее снижение цены, что лишь усугубит ситуацию. Такого рода ограничения делают реакцию спекулянтов менее агрессивной по сравнению с тем, какой она могла быть, если бы они располагали неограниченными финансовыми ресурсами. Описанная ситуация имеет специальное название «*пределы арбитража*» (limits of arbitrage).

Даже лучшие финансовые аналитики и экономисты не застрахованы от поражений на рынке ценных бумаг. В качестве классического примера можно рассмотреть крах в 1998 г. одного из крупнейших американских хедж-фондов – Long-Term Capital Management (LTCM). В LTCM работали профессионалы: трейдеры с большим опытом работы, нобелевские лауреаты по экономике, бывшие сотрудники Федеральной резервной системы. LTCM зарабатывал деньги, пытаясь минимизировать риски. Для этого он совершал одновременно «короткие продажи» переоцененных активов и «длинные покупки» недооцененных схожих активов. Например, LTCM заключал противоположные сделки с похожими казначейскими облигациями правительства США.

В 1994 г. сотрудники фонда увидели, что доходность 30-летних казначейских облигаций, выпущенных в феврале 1993 г. составляла 7,36%, а доходность 30-летних облигаций, выпущенных шестью месяцами позже, в августе 1993 г., составляла лишь 7,24%. Это позволило фонду предположить, что первый вид облигаций слегка недооценен, а второй – переоценен. В результате, LTCM покупал более дешевые облигации с доходностью 7,36% и в короткую продавал более дорогие облигации с доходностью 7,24%. Фонд ожидал, что доходности этих облигаций должны в итоге сблизиться. Так как в обоих случаях речь шла о тридцатилетних казначейских облигациях, фактически операции LTCM были застрахованы от действия неблагоприятных рыночных факторов. Даже при небольшом встречном движении цен на облигации фонд получал высокую прибыль, так как совершал операции на сотни миллионов долларов. До 1998 г. в условиях благоприятной экономической конъюнктуры и относительно стабильных рынков, компании удавалось удачно находить пары похожих активов и дожидаться необходимого изменения цены.

Компания финансировала сделки с ценными бумагами преимущественно за счет заемного капитала, который привлекала под залог ценных бумаг. В начале 1998 г. собственный капитал LTCM составлял около 5 млрд долл., в то время как заемный капитал – 125 млрд долл. Высокое соотношение заемного капитала и собственного делало компанию крайне уязвимой к неблагоприятному изменению цен активов.

Рассмотрим, что произойдет, если упадут цены на активы, которыми владеет фонд (125 млрд долл.). При падении цены активов на 1%, стоимость активов составила бы $125 - 0,01 \times 125 = 123,75$ млрд долл. Данные потери фонд может компенсировать за счет собственного капитала. Однако при падении цены на 5%, стоимость активов фонда составила бы $125 - 0,05 \times 125 = 118,75$ млн долл., и собственного капитала компании уже не хватило бы на то, чтобы покрыть убытки.

В конце 1997 г. финансовый кризис разразился в странах Юго-Восточной Азии, в 1998 г. – в России. В результате кризисных явлений резко изменились предпочтения финансовых инвесторов, и стоимость финансовых активов упала. LTCM столкнулся с тем, что стоимость его залога стала слишком низкой. Собственных средств, достаточных для возврата кредитов или предоставления нового залога, у компании не оказалось². Фонд понес огромные убытки не только на российских инструментах, но и на других инструментах, так как в результате возросшей нестабильности спреда между доходностями ценных бумаг не сокращались, а только увеличивались. Только в августе 1998 г. стоимость активов фонда снизилась на 44%. В результате фонд был спасен при участии Федеральной резервной системы и крупнейших американских банков в опасении, что крах фонда приведет к серьезному усугублению финансового состояния других участников финансового рынка, что могло вылиться в финансовый кризис.

Рядовому инвестору следует иметь скептический настрой по отношению к собственным способностям опережать рынок, а также к аналогичным способностям профессиональных финансовых посредников, которым он вверяет свои сбережения. Есть ли основания полагать, что он или его инвестиционный консультант более прозорливы, чем большинство участников рынка, т. е. способны выявлять ситуации, когда рыночная цена и фундаментальная стоимость актива существенно отличаются друг от друга, что сулит определенные перспективы для заработка. Даже если предположить, что это так, есть ли основания полагать, что выявленная диспропорция сойдет на нет достаточно быстро и не возникнет ситуации «пределов арбитража»? Если управляющий инвестиционным фондом утверждает, что систематически зарабатывает для своих клиентов более высокий доход в среднем, чем пассивная стратегия «купить и держать» рыночный портфель, то что именно за этим стоит? То, что этот управляющий более прозорлив (талантлив) по сравнению с остальными участниками рынка или то, что он покупает для своих инвесторов портфель с более высоким уровнем риска по

² Более подробно об операциях с деривативами смотрите в книге Лоран Жак «Опасные игры с деривативами. Полувековая история провалов от Citibank до Barings, Societe Generale и AIG». – Альпина Паблицер, 2012.

сравнению с рыночным? Первое, как правило, маловероятно. Известны случаи, например, когда инвесторы, верно предугадав одно изменение тенденции рынка, обретали звездный статус, однако впоследствии теряли из-за неверных прогнозов относительно последующих изменений рыночной конъюнктуры. Так, Генри Полсон стал звездой после того, как выиграл, поставив на то, что пузырь на рынке недвижимости схлопнется (например, такую ставку можно было сделать, покупая так называемые кредитные дефолтные свопы, которые представляют собой страховку от дефолта по облигациям, в данном случае, обеспеченным закладными на недвижимость), однако после 2010 г. фонды под его управлением теряли деньги и испытывали отток вкладчиков. Есть еще одно важное соображение. Став звездой, инвестору становится труднее поддерживать свой звездный статус, зарабатывая для своих клиентов те же высокие доходности. Дело в том, что управляющие фондами, которые показывают хорошие результаты, притягивают к себе новых вкладчиков, а значит, и новый капитал. Когда капитал под управлением становится достаточно большим, то любая ребалансировка портфеля (продажа одних активов с последующей покупкой других) предполагает проведение операций значительных по своим объемам, и следовательно, потенциально способно оказывать существенное влияние на рыночную цену. Так, например, продажа большого объема, вероятно, будет создавать давление на цены в сторону их понижения, покупка большого объема – давление на цены в сторону их повышения. Вызванное ребалансировками портфеля движение рыночных цен будет приводить к снижению доходности, которую заработает управляющий крупным фондом.

В случае, когда систематически более высокая доходность на капитал в среднем является следствием того, что управляющий фондом следует более высокорискованной стратегии, рядовой инвестор – вкладчик такого фонда – должен задать себе вопрос о том, является ли такой уровень риска приемлемым для него.

Рассмотрим особенности инвестирования средств в отдельные финансовые инструменты.

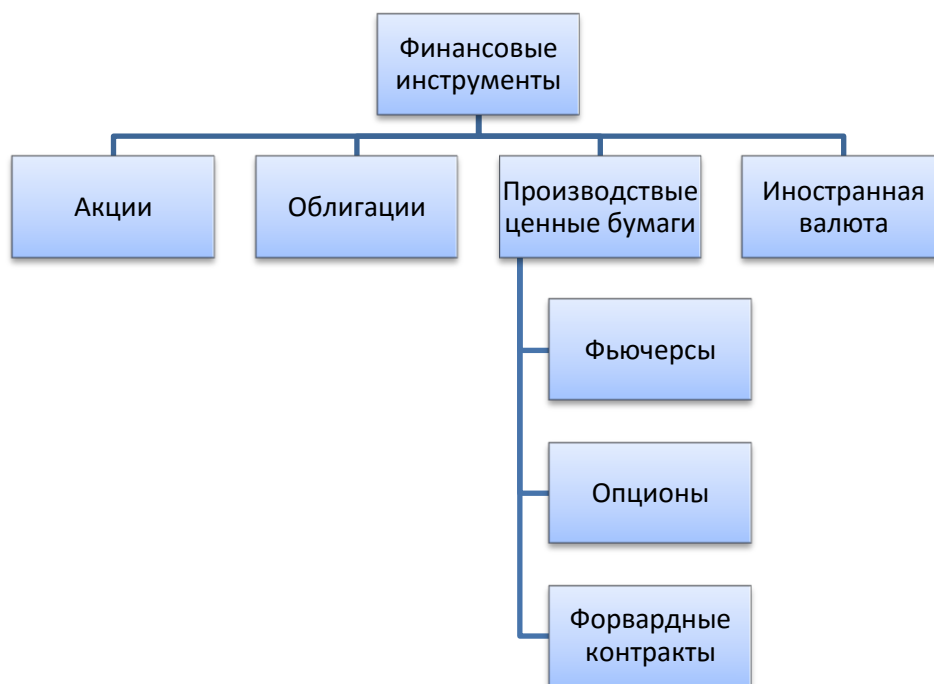


Рис. 24. Виды финансовых инструментов

Если говорить об особенностях *инвестирования в облигации*, то здесь следует, прежде всего, упомянуть о так называемом *процентном риске*. Суть его поясним при помощи простого примера. Предположим, что *горизонт инвестирования* инвестора – срок, на который он может вкладывать свой капитал – составляет один год. Предположим, для простоты, что у него есть только две *инвестиционные возможности*, вложиться в бескупонные облигации с погашением либо через один год, либо через два года. Допустим, что доходность к погашению по обеим облигациям составляет 8% годовых. Это означает, что, согласно ожиданиям участников рынка, одногодичная доходность погашения будет оставаться неизменной на протяжении всего двухлетнего периода. Иначе говоря, инвесторы ожидают, что доходность к погашению по одногодичным облигациям будет такой же, как и сегодня. В противном случае никто не захотел бы вкладываться либо в одни ценные бумаги, либо в другие.

Действительно, предположим, что инвесторы ожидают, что одногодичная доходность через год станет равной 9% годовых. Тогда в интересах каждого будет сегодня вкладываться в однолетние облигации, дожидаться их погашения через год и на вырученные от погашения деньги покупать однолетние облигации под 9% годовых. Такая стратегия принесет ожидаемую доходность $(1 + 0,08) \times (1 + 0,09)$. Очевидно, что это выше по сравнению с доходностью $(1 + 0,08)^2$, которую инвестор получил бы, если бы вложился сразу же в двухлетние облигации. В такой ситуации сегодня никто не пожелает инвестировать в двухлетние облигации, а предпочтет размещать свой капитал

в однолетние облигации. Следовательно, спрос на двухлетние облигации сегодня сократится, их цена упадет, а доходность к погашению вырастет. Спрос на однолетние облигации, напротив, вырастет, так что их цена повысится, а доходность к погашению упадет. Кроме того, инвесторы будут ожидать более высокого спроса на однолетние облигации через год, так что ожидаемая доходность к погашению однолетних облигаций через год также понизится. В результате, цены на облигации, а вместе с ними их доходности, должны скорректироваться таким образом, что, с точки зрения инвесторов, вложения сроком на два года в однолетние и двухлетние облигации будут равнопривлекательными.

В описанном выше примере, если доходности к погашению однолетних и двухлетних облигаций составляют на текущий момент 8% годовых, то ожидаемая участниками рынка доходность к погашению по однолетней облигации, которая будет предлагаться через один год, составляет те же 8% годовых. Та же самая логика позволяет исключить ситуацию, когда ожидаемая доходность к погашению по одногодичной облигации через год будет меньше, чем 8% годовых (снижение спроса на одногодичные облигации, рост спроса на двухлетние облигации и т. д.).

В более общих обозначениях, если доходности к погашению двухлетних и однолетних облигаций на момент времени t равны i_{1t} и i_{2t} соответственно, а доходность к погашению однолетней облигации по состоянию на момент времени $t + 1$, ожидаемая в момент времени t , равна $i_{1t+1|t}$, то равновесие (т. е. когда две описанные выше инвестиционные опции равно привлекательны для инвесторов) между этими тремя переменными будет таким $(1 + i_{2t})^2 = (1 + i_{1t})(1 + i_{1t+1|t})$. Если раскрыть скобки, то получим $2 \times i_{2t} + i_{2t}^2 = i_{1t} + i_{1t+1|t} + i_{1t} \times i_{1t+1|t}$. Заметим, что значения доходностей к погашению i_{1t} , i_{2t} , $i_{1t+1|t}$ – это величины порядка 0,1. Следовательно, их произведения и квадраты – величины порядка 0,01. Значит, в последней формуле мы можем пренебречь последним слагаемым в левой части и последним слагаемым в правой части. Это даст нам достаточно простое и интуитивно понятное приближенное выражение, которое устанавливает связь между доходностями к погашению по двухлетней облигации и текущим и ожидаемым через год значением доходности к погашению по однолетней облигации: $i_{2t} = (i_{1t} + i_{1t+1|t}) / 2$. Доходность к погашению по двухлетней облигации оказывается равной среднему значению доходности к погашению по однолетней облигации, ожидаемой на протяжении двух лет. Аналогично доходность к погашению по облигации со сроком погашения через n лет будет приближенно равна среднему значению доходности к погашению по однолетней облигации, ожидаемой на протяжении n лет: $i_{nt} = (i_{1t} + i_{1t+1|t} + i_{1t+2|t} + \dots + i_{1t+n-1|t}) / n$.

Откуда возникает процентный риск? Дело в том, что даже если речь идет об облигациях с нулевым кредитным риском (нулевым риском дефолта), в отличие от гарантированных доходностей к погашению i_{1t} и i_{2t} , ожидаемая доходность к погашению $i_{1t+1|t}$ не является таковой. По прошествии одного года может оказаться, что фактическая доходность к погашению по однолетней облигации будет выше (например, если центральный банк повысит краткосрочные процентные ставки) или ниже (соответственно, если понизит) по сравнению с теми значениями, которые ожидалось годом ранее. Это будет означать, что цена однолетних облигаций будет соответственно ниже или выше по сравнению с теми значениями, которые ожидалось годом ранее. Однолетние облигации через год – это двухлетние облигации сегодня. Следовательно, с точки зрения инвестора, чей горизонт инвестирования составляет один год, вложения в двухлетние облигации могут принести ему как больше, чем 8% годовых (в том случае, если однолетняя процентная ставка, а значит и доходность к погашению по однолетним облигациям через год будет меньше, чем 8% годовых), так и меньше, чем 8% процентов годовых (в противоположной ситуации). Таким образом, процентный риск – это риск того, что цена, по которой инвестор будет продавать облигации, ликвидируя свой портфель, до наступления их срока погашения, будет ниже той, которая ожидалась. Более высокая цена продажи означает неожиданную прибыль для инвестора, более низкая цена – незапланированные убытки. Чем больше срок до погашения, тем выше процентный риск. Поэтому если речь идет об инвестициях на достаточно короткий срок, инвестору следует рассматривать облигации со сроками до погашения, превышающими его инвестиционный горизонт как рискованные активы.

Большим классом активов являются так называемые *производные финансовые инструменты*, или *деривативы*. Их название обусловлено тем, что их ценность зависит от рыночной цены некоторого другого актива, который называется базовым по отношению к данному производному инструменту. К деривативам относятся фьючерсы и опционы.

Фьючерс – это срочный контракт, который заключается между продавцом и покупателем и подразумевает поставку базового актива в определенный момент в будущем по цене, которая оговаривается сегодня. В результате такой сделки возникают обязательства обеих сторон заключить сделку в будущем на заранее оговоренных условиях.

В отличие от фьючерса, *опцион* представляет собой контракт, который дает одной из сторон – покупателю опциона – право заключить сделку на оговоренных

ранее условиях. Опционы, дающие право на покупку базового актива, называются опционами колл, опционы, дающие право на продажу базового актива, опционами пут.

Первоначальное назначение фьючерсов и опционов – страхование рисков, связанных с колебаниями рыночной цены базового актива. Например, производитель стали может быть заинтересован в том, чтобы «зафиксировать» цену стали, которую он выплавит и поставит на рынок через год, так как это снимет неопределенность относительно будущего потока выручки и прибыли, а значит, сделает проще процесс бизнес-планирования. Производитель автомобилей, с другой стороны, заинтересован в том, чтобы «зафиксировать» цену, по которой он будет покупать сталь в будущем, так как это устранил неопределенность относительно его издержек. Следовательно, производитель стали – это потенциальный продавец фьючерсов на сталь, а производитель автомобилей – потенциальный покупатель фьючерсов на сталь. Другая возможность застраховать свои риски для производителя стали – купить опцион пут на интересующий срок, а для производителя автомобилей – купить опцион колл.

Разумеется, в операциях с фьючерсами участвуют не только «конечные» покупатели и продавцы, такие как производитель стали и автомобилей, чей бизнес связан с базовым активом (сталь), но также и профессиональные инвесторы. Действительно, если инвестор покупает фьючерс на сталь по цене 100 с поставкой через полгода, а текущая рыночная цена через полгода оказывается равной 120, то разница между двумя этими ценами, равная 20, становится прибылью инвестора. С другой стороны, возможна ситуация, когда рыночная цена на момент исполнения фьючерса составит 80, а не 100 или 120, что будет означать потери для инвестора. В случае «конечных» продавцов и покупателей, таких как производитель стали и автомобилей, это не так важно, так как для них более существенным соображением является перспектива получать стабильный, прогнозируемый поток прибыли.

Описанный выше пример с фьючерсами на сталь – это пример так называемых *товарных фьючерсов*, когда базовым активом выступает биржевой товар, рыночная цена которого непрерывно формируется на бирже. Существуют также и *финансовые фьючерсы*, где базовым активом выступают фондовые индексы (например, американский индекс Standard and Poor's 500), процентные ставки и курсы валют. Срочные контракты могут торговаться не только на централизованных биржевых площадках, таких как американская биржа Chicago Board Options Exchange, но и на внебиржевом рынке. Фьючерсами срочные контракты называются только в первом случае, а во втором – *форвардными контрактами*. Опционы могут торговаться как на биржевом, так и на внебиржевом рынке.

Фьючерсы и опционы – это достаточно сложные финансовые инструменты. Цена каждого из них зависит от статистических свойств цены базового актива. Так, например, чем более изменчива цена базового актива (стали), тем выше цена опционов пут и колл на сталь. Это объясняется тем, что опционы представляют собой своего рода страховку для покупателя, так как они будут исполняться только при неблагоприятном развитии событий для покупателя. Так, например, если рыночная цена стали на дату исполнения составит 120, то покупатель опциона пут с ценой исполнения 100 не станет исполнять его, а вместо этого продаст сталь по текущей рыночной цене 120. Если же рыночная цена составит 80 на дату исполнения, то покупатель опциона пут захочет исполнить его по цене исполнения 100, которая выше. Опцион дает страховку покупателю, поэтому, чем выше неопределенность, обусловленная изменчивостью цены базового актива, тем выше стоимость страховки, т. е. цена, предлагаемая покупателю (по существу, это страховая премия). Продавцами, или надписателями опционов, как правило, выступают профессиональные финансовые посредники, такие как инвестиционные банки.

Инвестиции в производные финансовые инструменты как самостоятельный класс активов являются достаточно высокорискованной деятельностью, требующей специальных знаний. По этой причине непрофессиональному инвестору не следует рассматривать деривативы в качестве основы для своего инвестиционного портфеля.

К тому же рынок производных финансовых инструментов в России является достаточно молодым, в связи с чем уровень его развития относительно низок. Набор доступных инструментов весьма ограничен. Самым распространенным инструментом рынка деривативов в России в 2012 г. был фьючерс на индекс РТС (59% объемов торгов на всех биржах в России)³. При этом на сделки с фондовыми фьючерсами (на индексы или отдельные акции) в целом приходилось 65% объема торгов на российских биржах, на валютные фьючерсы – 26%. На остальные производные финансовые инструменты: товарные и процентные фьючерсы, опционы на фьючерсы – приходилось менее 10% объема торгов деривативами на российских биржах. Практически все сделки с деривативами заключались в 2012 г. на Московской бирже. Торгуемые на рынке деривативы являются в целом неликвидными. Самый ликвидный инструмент – фьючерс на индекс РТС. Существуют и определенные проблемы в нормативно-правовой базе, регулирующей налогообложение сделок с деривативами. Таким

³ Использованы данные из отчета Банка России «Обзор финансового рынка. Годовой обзор за 2012 г.». http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2012.pdf?pid=finmarket&sid=ITM_49584.

образом, российский рынок деривативов в настоящее время вдвойне не является благоприятным местом для непрофессионального инвестора.

Спекулятивные «пузыри» на финансовых рынках

Финансовым пузырем принято называть ситуацию, когда рыночная цена финансового актива отрывается от ее фундаментального значения. Вспомним рассмотренный ранее пример с акцией, чьи дивиденды растут со средним темпом g . Если ожидаемая величина ближайшего дивиденда составляет D , а требуемая ставка доходности с учетом рискованности этой акции равна r , то фундаментальная стоимость акции будет равна $P = \frac{D}{1-g}$. Одним из важных показателей инвестиционной привлекательности акции является отношение ее цены к величине текущей прибыли в расчете на одну акцию (earnings per share). Это почти то же самое, что дивиденд на акцию за одним лишь исключением. На практике по ряду объективных причин наиболее дешевым источником финансирования для компании являются ее собственные средства, или нераспределенная прибыль. При попытке привлечь капитал из внешних источников для расширения своих операций, например, за счет банковского кредита или размещения облигационного займа или дополнительной эмиссии акций, фирма будет сталкиваться с тем, что внешние инвесторы – аутсайдеры – будут закладывать определенную премию за риск в цену капитала из-за того, что они хуже осведомлены о состоянии дел в компании и качестве ее производственных инвестиций, чем ее текущие владельцы (инсайдеры). По этой причине владельцы компании могут принять решение направить не всю, а только часть прибыли на выплату дивидендов, а оставшуюся часть – нераспределенную прибыль – направить на финансирование инвестиционных проектов. В такой ситуации акционеры компании получают меньше дивидендов в текущем периоде, но больше дивидендов в будущем. Из сказанного следует, что более показательным, более фундаментальным является **показатель прибыли на акцию** (earnings per share, или EPS), так как именно он отражает способность данного предприятия генерировать поток прибыли, тогда как то, как эта прибыль распределяется со временем в виде дивидендов, зависит от наличия в тот или иной момент времени выгодных инвестиционных проектов у компании. Дивиденды имеют тенденцию понижаться, когда у компании имеются выгодные проекты, и возрастать в противном случае.

С учетом вышесказанного, выведенная ранее формула может быть записана как $P = \frac{EPS}{1-g}$, где EPS – прибыль в расчете на акцию (earnings per share). Разделив обе части этого выражения на EPS , получим $\frac{P}{EPS} = \frac{1}{r-g}$.

Если говорить не об отдельной компании, а о рынке в целом или акциях предприятий какой-то отдельно взятой отрасли, то требуемая доходность r определяется, в первом случае, отношением («аппетитом») инвесторов к риску, т. е. тем, какую компенсацию они требуют за то, что соглашаются принимать на себя инвестиционные риски. Во втором случае, когда речь идет о портфеле, состоящем из компаний отдельно взятой отрасли, требуемая (т. е. приемлемая с точки зрения инвесторов) ожидаемая доходность определяется тем, насколько тесной является статистическая взаимосвязь (корреляция) между доходностью отраслевого портфеля и рыночного портфеля, который включает в себя акции всех предприятий, обращающихся на рынке, с весами, пропорциональными их рыночным капитализациям. Более тесная связь подразумевает, что данный актив (в нашем случае отраслевой портфель) не может использоваться как эффективный инструмент хеджирования, т. е. как страховка от рисков, связанных с рыночным портфелем, поэтому его ценность для инвесторов относительно мала, что отражается в относительно высоком значении требуемой доходности.

Вполне разумным является допущение о том, что требуемая ожидаемая доходность r как для рыночного, так и для отдельно взятого отраслевого портфеля относительно стабильна. Можно ли то же самое сказать о g , ожидаемом темпе роста дивидендов (или, точнее, прибыли в расчете на акцию)? Как правило, особенно в долгосрочной перспективе, темп роста прибыли в экономике совпадает с темпом роста экономики в целом. Для зрелых капиталистических экономик типа экономики США, это приблизительно 1–2% в год. Если говорить об отдельно взятых отраслях, то здесь ситуация может быть иной. Структура экономики, т. е. отраслевая декомпозиция ВВП, непрерывно меняется, и это естественный эволюционный процесс. Так, например, в 1950–1960-е гг. в экономике США преобладали обрабатывающие секторы промышленности, которые производили до 40–50% ВВП. В настоящее время порядка 70% ВВП производится сектором услуг. Это означает, что за последние 50–60 лет темп роста сектора услуг, а следовательно, и темп роста прибыли в нем, превышал средний темп роста экономики в целом и темп роста обрабатывающего сектора. Поэтому, в принципе, можно представить себе такую ситуацию, когда отношение цены акции к прибыли в расчете на акцию, или P/E ratio (price-to-earnings ratio) для акций какой-то

отрасли, например информационных технологий, будет несоразмерно высоким по сравнению с аналогичным показателем для других отраслей. Кажущуюся диспропорцию можно объяснить тем, что для «переоцененной» отрасли ожидаемый темп роста прибыли выше, чем в среднем по экономике. Если так, то правая часть в выведенном выше соотношении для P/E становится выше, а вместе с ней и левая: $\frac{P}{EPS} = \frac{1}{r-g}$. На практике часто бывает непросто определить, с каким темпом будет расти прибыль предприятия или отрасли в целом, особенно если речь идет о молодой отрасли. Может оказаться, что оценки участников рынка относительно g слишком радужные, нереалистично завышенные по сравнению с действительностью. Это будет приводить к росту цены акций предприятия или отрасли. В такой ситуации цены акций могут вырастать до значений, существенно превышающих свои фундаментальные значения, основанные на более реалистичных, более консервативных оценках g , т. е. образуется пузырь.

Относительно недавним примером возникновения финансовых пузырей является бум на рынке технологических компаний в конце 1990-х гг. (dot com bubble). Распространение информационных технологий на различные сферы жизни людей заставило многих сделать слишком оптимистичное заключение о том, что этот процесс будет сопровождаться ростом производительности, а значит, и ростом прибыли в масштабе всей экономики. Однако эффект распространения информационных технологий на экономику впоследствии оказался менее существенным. Надежды на то, что экономика вступает в «новую эру», когда темпы экономического роста будут более высокими, не оправдались. В результате этот пузырь лопнул, что проявилось в том, что большинство технологических компаний, равно как и отрасль в целом, сильно потеряли в цене. Участники рынка пересмотрели свои оценки g (в сторону понижения), так что цены акций вернулись к более обоснованным и реалистичным (более низким) значениям.

Пузырь на рынке закладных (или субстандартных ипотечных кредитов) в США служит другим примером спекулятивного пузыря. В его возникновении сыграли роль сверхоптимистичные оценки участников рынка, включая профессиональные рейтинговые агентства, относительно вероятности дефолта со стороны (т. е. кредитного риска) так называемых субпремиальных заемщиков, т. е. лиц, которые не могли предложить стандартный первоначальный взнос на приобретение жилья, не могли продемонстрировать наличие устойчивого источника дохода и т. д.

В заключение, хотелось бы отметить, что профессиональные инвесторы, которые, в принципе, раньше остальных способны отследить возникновение пузыря на рынке, могут быть заинтересованы в том, чтобы этот пузырь продолжал надуваться

какое-то время. Напротив, они попытаются заработать на нем. Логика здесь простая: сегодня я покупаю актив по нереалистично высокой цене в надежде на то, что завтра на рынок выйдут новые покупатели, которых привлечет продолжающийся рост курсовой стоимости актива, и я продам им этот актив по еще более высокой цене. Имеются эмпирические свидетельства в пользу того, что профессиональные инвесторы часто действуют именно так. Они будут стремиться продать свой актив незадолго до того момента, когда его цена предположительно достигла своего пика. Последнее, обычно, наступает тогда, когда весь массовый инвестор, которого можно было привлечь ростом цены, уже присутствует на рынке, поэтому дополнительные возможности роста цены за счет увеличения числа потенциальных покупателей уже исчерпаны.

Торговля на рынке forex. Как формируются и от чего зависят обменные курсы валют?

Иностранные валюты представляют собой еще один важный класс финансовых активов. Более того, на сегодняшний день это самый большой сегмент глобального финансового рынка по объему операций. Каждый день в мире заключаются сделки по обмену одних валют на другие на общую сумму порядка 2 трлн долл. США

Курсовая стоимость валюты отдельно взятой страны, как и цена любого актива, определяется спросом и предложением. Спрос на данную валюту исходит от двух групп экономических агентов. Во-первых, это предприятия – экспортеры данной страны, которые стремятся конвертировать экспортную выручку в иностранной валюте на отечественную валюту. Например, нефтяная компания Лукойл намерена конвертировать 100 млн долл. в рубли для расчетов со своими поставщиками и работниками. Во-вторых, это инвесторы, которые заинтересованы в приобретении финансовых активов данной страны и поэтому предъявляют спрос на валюту данной страны для последующего обмена ее на активы, деноминированные в этой валюте. Например, американский инвестиционный фонд продает доллары за рубли для того, чтобы на эти рубли затем купить облигации федерального займа (ОФЗ) РФ. Аналогично предложение валюты исходит от импортеров, которым необходима иностранная валюта для приобретения иностранных товаров, и инвесторов, которые заинтересованы в приобретении иностранных активов.

В краткосрочной перспективе более важными для объяснения динамики обменных курсов являются факторы, обуславливающие изменения спроса на отечественные и иностранные финансовые активы. Доля операций с иностранной

валютой, связанная с обслуживанием внешнеторговых сделок, относительно невелика – менее 10%.

Одним из первостепенных факторов, влияющих на привлекательность активов данной страны, а следовательно, и на относительный спрос на ее валюту, является фаза денежной политики в данный момент времени, т. е. тенденция к понижению или повышению процентных ставок. Денежную политику осуществляет центральный банк страны. Он обычно повышает краткосрочные процентные ставки, когда темп экономического роста выше среднего и/или темп инфляции выше целевого значения. Понижение краткосрочных процентных ставок проводится с целью стимулировать экономику, когда темп экономического роста ниже нормального. Если центральный банк страны повышает краткосрочные процентные ставки, то, как правило, это означает, что, по его мнению, темпы роста экономики в ближайшей перспективе будут оставаться достаточно высокими, поэтому участники рынка ожидают, что краткосрочная ставка будет сохраняться на этом уровне в течение достаточно продолжительного времени. Как мы уже видели, когда обсуждали инвестиции в облигации и, в частности, взаимосвязь между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками, долгосрочные ставки (доходности к погашению) представляют собой средние ожидаемые значения краткосрочной процентной ставки за соответствующий период. Следовательно, повышение краткосрочной процентной ставки центральным банком до уровней, которые с высокой вероятностью будут сохраняться на протяжении какого-то времени, приведет к росту и долгосрочных ставок. В результате привлекательность отечественных активов для инвесторов возрастет, так как они смогут больше заработать, инвестируя в отечественные облигации. Следовательно, возрастет спрос на отечественную валюту, и ее обменный курс по отношению к другим валютам вырастет. Здесь достаточно ярким примером служит укрепление американского доллара, которое происходило в первой половине 1980-х гг. вплоть до 1985 г. Оно было вызвано повышением процентных ставок Федеральной резервной системой США (центральным банком) на рубеже 1970-х и 1980-х гг. с целью существенно понизить инфляцию в стране, темпы которой достигали двузначных значений в 1970-е гг. (нетипично высокая цифра для развитой экономики). В результате капитал устремился в американские долговые ценные бумаги, что и привело к укреплению доллара.

На практике прогнозирование курсов валют на короткие временные горизонты является весьма трудной задачей. Существует много эмпирических свидетельств, указывающих на то, что достаточно хорошим прогнозом является прогноз, который в

качестве прогнозного значения берет текущее значение курса (например, прогнозное значение курса валюты через месяц – это значение курса сегодня), и что практически невозможно предложить другую прогнозную модель, которая систематически давала бы более точный прогноз. Этот же результат распространяется и на курсы акций. В этой связи говорят, что цены акций и курсы валют неотличимы от случайного блуждания. Случайное блуждание – это такой процесс изменения цены со временем, при котором цена в следующем периоде с одинаковой вероятностью может оказаться как выше, так и ниже ее текущего значения, так что в среднем следует ожидать, что она останется на прежнем уровне.

Инвестиции в сырьевые товары. Можно ли предсказывать будущую цену нефти?

Нефть, как и другие сырьевые товары, торгующиеся на рынке, может выступать в качестве объекта для инвестиций. Можно приобрести некоторое количество нефти на спотовом рынке, арендовать хранилище, залить туда купленную нефть и дожидаться, пока она вырастет в цене. Через определенный интервал времени инвестор продаст нефть на спотовом рынке. Если нефть действительно вырастет в цене, и разница между выручкой от продажи и затратами на покупку будет покрывать издержки на хранение и банковский процент, то инвестор заработает прибыль на этой сделке. Величина прибыли должна быть соразмерна риску, который принимает на себя инвестор, так как цена нефти весьма изменчива, и, в частности, ее падение приведет к убыткам для инвестора. Инвестиции в сырую нефть делали Морган Стэнли и другие инвестиционные банки в начале 2009 г., когда на фоне глобального финансового кризиса и последовавшей за ним рецессии цена нефти упала до 40 долларов за баррель после исторического максимума 140 долларов за баррель в июне 2008 г. Помимо наземных хранилищ, арендовались целые флотилии нефтетанкеров, которые заливались нефтью и ставились на якорь. Как мы теперь понимаем, такая стратегия оказалась вполне прибыльной.

На практике чаще всего вместо инвестиций в физическую нефть большинство инвесторов предпочитает операции на рынке срочных нефтяных контрактов. Колебания фьючерсных и спотовых (текущих) цен довольно тесно связаны друг с другом. Со временем они изменяются практически нога в ногу. Поэтому если инвестор ожидает роста цены нефти через три месяца по сравнению с текущим значением, ему достаточно купить трехмесячный фьючерс на нефть. Если нефть действительно

вырастет в цене, то разница между спотовой ценой через три месяца и фьючерсной ценой составит его прибыль.

Подобно ценам акций и курсам валют, цены на нефть и другие сырьевые товары трудно различимы со случайным блужданием, поэтому их довольно сложно предсказывать на практике.

Тема 6. Инвестиции в реальные активы

Инвестиции в недвижимость и другие реальные активы

Существует большая группа активов – реальные активы, которые являются потенциально привлекательными для инвесторов как в качестве источника текущего дохода, так и с точки зрения перспектив роста их стоимости, но при этом обладают более низкой ликвидностью по сравнению, например, с банковскими депозитами (вкладами), облигациями или акциями компаний «голубых фишек» (наиболее торгуемые и, как следствие, наиболее высоколиквидные акции). Сюда входит недвижимость, предметы искусства, драгоценные металлы (золото, серебро, платина) и т. п. Владение недвижимостью (жилой или коммерческой, например, складские или офисные помещения) позволяет собственнику сдавать ее в аренду заинтересованным лицам или организациям и получать за это доход, аналогичный дивидендам по акциям, в виде арендных платежей. Однако недвижимость, в отличие от банковских вкладов или акций «голубых фишек» – это гораздо менее ликвидный актив, поэтому она менее пригодна для краткосрочных инвестиций.

Примеры других менее традиционных активов: предметы искусства, золото и сырьевые товары (в конце 2008 – начале 2009 гг., когда мировые цены на нефть были очень низкими, около 30–40 долл. за баррель вскоре после исторического максимума 140 долл. за баррель в июне 2008 г., многие крупные инвесторы, например, Merrill Lynch, покупали нефть, арендовали нефтетанкеры, заливали их купленной нефтью, ставили на якорь и ждали, когда цены вырастут).

Однако маловероятно, что все эти нетипичные активы – хороший выбор для рядового инвестора. Предметы искусства, по самой своей природе, исключительно нестандартный товар. Их рыночная ценность может быть подвержена влиянию моды, поэтому вопрос о том, какова и чем определяется фундаментальная стоимость, скажем, полотна Рембрандта «Ночной дозор», а также как и под воздействием каких факторов она изменяется со временем, является непростым. Покупать нефть и золото в физическом виде представляется довольно хлопотным предприятием, так как требует наличия специально оборудованных и/или охраняемых хранилищ, однако, в принципе, можно пытаться заработать на изменении рыночной цены золота, играя на рынке фьючерсов.

Фьючерс – это срочный контракт на поставку определенного количества товара, например, 1000 баррелей нефти с поставкой через три месяца. Цены фьючерсов довольно тесно связаны с текущими (спотовыми) ценами, так как большая разница в

ценах позволит кому угодно заработать, ничем не рискуя (т. е. провести так называемые арбитражные сделки).

Например, если текущая цена на нефть с немедленной поставкой составляет 100 долл. за баррель, а фьючерсная цена нефти с поставкой через 3 месяца составляет 110 долл. за баррель, то разница цен составляет 10% за три месяца, или 40% годовых. Тогда прибыльная арбитражная стратегия выглядит следующим образом: одолжить в банке 100 долларов, купить 1 баррель нефти, арендовать хранилище для 1 барреля нефти и сегодня же продать фьючерсный контракт на нефть за 110 долл. за баррель. Разницы цен в 40% годовых будет достаточно для того, чтобы покрыть процентные расходы (на практике это не более 10% годовых) и издержки на аренду хранилища (также не более 10% годовых) и при этом заработать прибыль. Разумеется, в реальной жизни наличие такой ценовой диспропорции приведет к заключению арбитражных сделок существенно большего объема, чем 100 долларов. Каждая такая сделка будет толкать сегодняшнюю цену нефти вверх вследствие возросшего спроса на нефть с немедленной поставкой, а фьючерсную цену нефти с поставкой через три месяца – вниз из-за возросшего предложения нефти через 3 месяца. В результате такой активности на рынке текущая (спотовые) и фьючерсная цены сблизятся настолько, что возможности заработать прибыль от арбитражных сделок будут исчерпаны.

Торговля фьючерсами, в принципе, не обязательно требует создания запасов физического товара. Например, если инвестор продает нефть с поставкой через 3 месяца, то по истечении этого срока он может попросту купить то же самое количество нефти на текущем рынке по той цене, которая сложится на рынке в тот момент. Поскольку, как проиллюстрировано выше, текущая и фьючерсные цены сырьевого товара тесно связаны друг с другом действием арбитражных сил, покупка фьючерса на короткий срок, например, с ближайшей датой исполнения, практически эквивалентна покупке физического товара. Однако практический опыт также говорит о том, что цены многих сырьевых товаров, включая золото и нефть, очень изменчивы со временем (волатильны), что делает их, а также срочные контракты на их поставку весьма рискованными активами.

Исторически, фьючерсы возникли как инструмент страхования рисков (хеджирования) для производителей или покупателей физического товара. Первые фьючерсы появились в средневековой Японии. Урожайность рисового поля зависит от климатических условий. Если погода оказывается очень хорошей, то урожай велик, и цены падают. Для того чтобы застраховать себя от колебаний цен в будущем, крестьяне заключали с торговцами срочные контракты, где фиксировалась цена за каждый

килограмм риса, который крестьянин поставит торговцу после сбора урожая. Торговец выступал в таком случае как страховщик, принимая на себя убытки при неблагоприятном развитии событий и получая прибыль в виде разницы цен при благоприятном развитии событий. Высокая волатильность спотовых и фьючерсных цен на сырье делает их высокорискованным активом, а следовательно не слишком привлекательной инвестиционной опцией для рядового непрофессионального инвестора.

Факторы, определяющие цену объекта недвижимости

Начнем с факторов, определяющих формирование цены жилья. Люди обычно покупают жилую недвижимость для того, чтобы жить там самим, либо для того, чтобы получать доход от сдачи ее в аренду. Есть еще один мотив – это стремление получить спекулятивную прибыль от роста рыночной цены со временем, однако это очень высокорискованная деятельность, и мы не будем этого касаться подробно в этом разделе, а отложим до того момента, когда будем обсуждать формирование спекулятивных пузырей на рынке недвижимости.

Рыночная стоимость жилья, например, двухкомнатной квартиры в Академгородке в г. Новосибирск, как и цена всякого актива, определяется спросом и предложением. Предложение определяется тем, сколько двухкомнатных квартир имеется в данном районе. Спрос зависит от нескольких факторов, первичным из которых является цена квартиры. При прочих равных условиях, чем выше цена на данную квартиру, тем меньше людей, которые готовы платить эту цену, т. е. тем меньше объем предъявленного спроса. Другим важным фактором является стоимость аренды двухкомнатных квартир в этом же районе: при неизменной цене квартиры и остальных факторах, чем выше ставка аренды, тем больше людей готовы купить квартиру вместо того, чтобы арендовать. Отсюда следует, что цена квартиры и стоимость арендной платы должны изменяться нога в ногу. Когда арендная плата растет слишком быстро по сравнению с ценой на квартиру, то выгоднее покупать квартиру (при условии, что есть сбережения или возможность взять кредит на покупку квартиры), так что возросший спрос на квартиры будет толкать вверх цены, а рост арендной платы замедлится. Если, наоборот, рост цены на квартиру опережает рост арендной платы, то возросший спрос на аренду квартир приведет к ускорению роста арендной платы, а сократившийся спрос на покупку квартир начнет притормаживать рост цен. Обычно отношение ставки аренды жилья к его стоимости в среднем по населенному пункту, району, региону или по стране в целом колеблется вокруг некоторого постоянного уровня.

Еще одним важным фактором спроса является средний доход потенциальных покупателей: чем выше доход, тем больше объем спроса на квартиры при каждом уровне цены. Доход, в свою очередь, определяется экономической ситуацией в данном регионе. Если экономика г. Новосибирска переживает подъем, если создаются рабочие места, растут занятость и реальные зарплаты, а значит и платежеспособный спрос, то выше становится объем спроса на квартиры при каждом уровне цены.

Возможность купить квартиру, а значит, и спрос на квартиры, зависит также от того, в какой степени доступен ипотечный кредит в данном регионе, т. е. насколько жесткие требования банки предъявляют к заемщикам (размер первоначального взноса, наличие стабильного источника дохода, размер официальной зарплаты, трудовой стаж на последнем месте работы, тип жилья и т. п.) и насколько высока процентная ставка по кредитам. Уровень процентных ставок по кредитам зависит, во-первых, от уровня доходностей гособлигаций с сопоставимыми сроками до погашения и, во-вторых, от рисков невозврата кредита. Доходность гособлигаций используется в качестве «нулевого уровня» или так называемой базовой ставки. По такой ставке получают кредиты только высоконадежные заемщики, включая федеральное правительство. Многие из тех людей, которые обращаются за кредитом в банк, не обладают абсолютной кредитоспособностью, т. е. не характеризуются (с точки зрения банка-кредитора) нулевым кредитным риском. Действительно, человек может потерять работу, и тогда в течение какого-то периода времени он окажется не в состоянии платить по кредиту. В этом случае банку придется самостоятельно реализовывать на рынке (например, продавать на аукционе) квартиру должника, чтобы вернуть деньги. Вполне вероятно, что из-за более низкой (по сравнению с акциями «голубых фишек», например) ликвидности квартиры банк сможет выручить лишь часть первоначально уплаченной суммы. Это будет означать, что банк понесет некоторые потери. Поэтому банк вынужден добавить к базовой ставке еще несколько процентных пунктов, которые представляют собой премию за риск. Например, предположим, что базовая безрисковая ставка равна 7%, премия за риск 5%, тогда ставка по кредиту составит 12% годовых. Премия за риск (дефолта, в данном случае) – это компенсация, которую получает/требует кредитор за то, что он принимает на себя риск того, что в будущем может наступить событие, в результате которого должник приостановит выплаты по ссуде. На премию за кредитный риск влияет также то, насколько эффективно работает судебная система и насколько быстро разрешаются хозяйственные споры. Например, чем больше требуется времени для вынесения и исполнения судебного решения о переходе прав собственности на имущество должника в пользу банка-кредитора, тем

больше компенсация за возможные потери, которую будет требовать банк, т. е. тем выше премия за кредитный риск. На разницу между ставкой, по которой банк выдает кредит заемщику, и базовой безрисковой ставкой оказывает влияние также то, насколько хорошо банк может оценивать кредитоспособность заемщика (т. е. качество экспертных знаний, навыков и квалификации его сотрудников), то, насколько эффективно банк управляет своими непроцентными (т. е. операционными) расходами (что, свою очередь, зависит от того, насколько хорошо/разумно организована работа банка как организации в целом), а также уровень конкуренции между банками на рынке ипотечного кредитования в данном регионе (чем больше банков конкурирует за заемщиков, тем, при прочих равных условиях, ниже ставки по кредитам).

Наконец, в отличие от стандартизованных активов, таких, например, как депозит в банке определенной категории надежности, обыкновенных акций одной и той же компании, две двухкомнатные квартиры одинаковой площади, расположенные в одном и том же районе, будут различаться с точки зрения ряда потребительских характеристик. Это имеет значение для человека, собственника или арендатора, который будет там жить, и поэтому влияет на цену. Эти характеристики включают в себя то, находятся ли подъезд и дом в хорошем состоянии или нет, есть ли консьерж в подъезде, есть ли парковка, высота потолков и площадь, расположение комнат, наличие возможности перепланировки, является ли двор зеленым и тихим или нет, наличие линий общественного транспорта поблизости (станция метро), обращены ли окна во двор или на шумную автомагистраль, хорошие ли соседи, криминогенная обстановка в районе, наличие жилой инфраструктуры (школы, детские сады, детские площадки, магазины и т. д.), экологическая ситуация (хороший воздух или нет), наличие парка или леса поблизости. Для состоятельного покупателя может иметь значение также соображение о том, насколько престижно жить в том или ином районе.

С точки зрения функциональности (возможность иметь крышу над головой, жить в тепле, пользоваться водопроводом и канализацией т. д.) разницы между владением жильем и арендой практически нет. Однако если человек живет в собственном жилье, то он с большей легкостью решится на то, чтобы потратить деньги и время на обустройство своей квартиры (отделка, мебель, перепланировка и т. д.). Однако если есть возможность заключить долгосрочный контракт на аренду жилья, скажем, на пять лет, то при таком варианте арендатор также может счесть для себя приемлемыми инвестиции в обустройство арендуемой квартиры, так как пять лет – достаточный срок для того, чтобы они «окупились», т. е. арендатор получил бы максимум выгоды от своих трат. Если же контракт оставляет собственнику право

расторгнуть договор с уведомлением за два месяца или внезапно повысить арендную плату без объяснения причин, то траты на обустройство арендуемой квартиры покажутся арендатору необоснованно рискованными («зачем мне тратить на отделку сегодня, если через два месяца мне могут поднять ставку аренды, так что я захочу подыскать себе квартиру подешевле?»).

Основное преимущество от аренды жилья по сравнению с приобретением в собственность состоит в том, что арендатор избегает инвестиций в относительно неликвидный актив. Если ему предстоит сменить место жительства, то ему не потребуется нести издержки вследствие низкой (по сравнению с финансовыми активами) ликвидности его квартиры (необходимость уступить в цене для того, чтобы продать квартиру достаточно быстро, комиссионные агенту).

Спекулятивные «пузыри» на рынке недвижимости и причины их возникновения

Случается, что рыночная стоимость недвижимости (и других активов, таких как акции) начинает расти исключительно на ожиданиях еще более высокого спроса на нее в будущем. Часто такой спрос и, как следствие, рост стоимости подогревается доступным банковским кредитом. Это может приводить к возникновению так называемых пузырей на рынке недвижимости, когда среди покупателей доминируют не потенциальные конечные владельцы, или долгосрочные инвесторы, которые намерены использовать эту недвижимость и получать доход от сдачи ее в аренду, а те инвесторы, которые рассчитывают быстро получить прибыль за счет роста рыночной стоимости недвижимости.

Такой пузырь сформировался, например, на рынке субстандартных закладных в США в 2000-е гг. Закладной называется документ, согласно которому право собственности на недвижимость (например, жилой дом) переходит к кредитору в том случае, если должник перестает платить по ссуде, которую он взял для покупки этого дома.

«Субстандартными» называются кредиты, обеспеченные закладными, которые были выданы с менее жесткими, по сравнению со стандартными, требованиями кредитора к кредитоспособности заемщика (например, наличие постоянного источника дохода, размер дохода, сумма первоначального платежа и т. д.). Одной из причин массовой выдачи ссуд на покупку жилища на излишне мягких, «субстандартных» условиях в 2000-е гг. был высокий темп роста цен на жилую недвижимость. Типичным было такое рассуждение: если заемщику выдать сегодня кредит на покупку дома на сумму, равную стоимости дома, скажем, 100 тыс. долл., то через год рыночная стоимость

этого дома будет выше, так как рост цен предположительно продолжится, поэтому необязательно требовать от заемщика первоначального платежа, наличия стабильного источника дохода и т. д. Риск того, что рост цен может прекратиться и обернуться падением, рассматривался многими как пренебрежимо малый. Однако падение цен все-таки началось в 2007 г. Оно усугубилось еще и тем, что, как только заемщики обнаруживали, что текущая рыночная стоимость снизилась настолько, что стала меньше, чем та сумма непогашенного кредита, которую они оставались должны банку, то многие из них приостанавливали намеренно платежи по кредитам (так называемый стратегический дефолт). В результате их недвижимость переходила в собственность банка, который тут же выставлял ее на продажу с тем, чтобы вернуть свои деньги. Это лишь увеличивало предложение недвижимости на продажу при низком спросе и создавало дополнительное давление на рыночные цены в сторону понижения. При более низких ценах еще большее число должников по закладным отказывались платить по кредитам и т. д. Таким образом, процесс многократно усиливался.

Подобно тому, как при анализе рынка акций используется показатель отношения цены к прибыли на акцию, при анализе рынка жилой недвижимости используют два показателя:

- 1) отношение цены недвижимости к размеру арендной платы;
- 2) отношение цены недвижимости к доходу на душу населения.

В качестве цены недвижимости можно взять, например, стоимость одного квадратного метра жилья. Эти два показателя рассчитывают для достаточно продолжительных исторических отрезков времени. Индикатором того, что на рынке, по всей видимости, образуется спекулятивный пузырь, является превышение текущих значений индикаторов по сравнению с их историческими средними значениями. Например, если историческое среднее значение показателя отношения цены к ренте равно 10, а текущее значение 15, то это явный сигнал, что с высокой вероятностью на рынке формируется пузырь.

Показатель отношения цены к ренте следует интерпретировать следующим образом. Объект недвижимости, будь то жилая недвижимость (квартира, жилой дом) или коммерческая (офисное помещение, складское помещение), с точки зрения инвестора представляет собой актив, ценность которого определяется его способностью генерировать поток дохода в виде арендной платы (ренты).

Выведем теперь аналитическое выражение для фундаментальной стоимости объекта недвижимости. С содержательной точки зрения, ценность объекта недвижимости для инвестора, как и всякого другого актива, определяется тем, что он

приносит ему поток «дивидендов» в будущем в виде арендных платежей. Сначала предположим для простоты, что размер всех будущих арендных платежей известен: R_1 в году $t = 1$, R_2 в году $t = 2$, ..., R_T в году $t = T$ и т. д. Тогда такой объект недвижимости, с точки зрения инвестора, будет равноценен портфелю бескупонных облигаций, который содержит R_1 облигаций со сроком погашения через один год, R_2 облигаций со сроком погашения через два года, ..., R_T облигаций со сроком погашения через T лет и т. д. Следовательно, стоимость данного объекта недвижимости должна быть равна стоимости этого портфеля облигаций, а именно:

$$P = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_T}{(1+r)^T} + \dots$$

Сумма в правой части этого выражения содержит бесконечное число слагаемых, так как для простоты предполагается, что объект недвижимости будет приносить доход в виде арендных платежей неограниченно долго. Ставка r , по которой дисконтируются будущие дивиденды, определяется временной стоимостью денег, а именно тем, в каком соотношении среднестатистический инвестор соглашается обменивать один рубль сегодня на один рубль в будущем. В случае безрисковых облигаций (т. е. облигаций с нулевым кредитным риском, таких например, как казначейские векселя в США), ставка дисконтирования равна безрисковой процентной ставке по определению. В случае рискованных активов, к которым относится и недвижимость, ставка дисконтирования превышает безрисковую ставку на величину премии за риск. Рискованность недвижимости как актива обусловлена тем, что размер всех будущих арендных платежей не известен заранее и подвержен влиянию массы случайных факторов. Например, в экономике может начаться рецессия, что приведет к сокращению спроса на аренду как коммерческой, так и жилой недвижимости. В результате рыночная ставка аренды понизится. Поэтому имеет смысл говорить не о гарантированной, а об ожидаемой величине арендных платежей R_t в году t . Таким образом, как это следует из формулы, цена объекта недвижимости равна ожидаемой дисконтированной стоимости всех будущих арендных платежей.

Для того чтобы вывести аналитически удобное соотношение между рентой и ценой недвижимости, приведем два простых примера. Предположим сначала, что ожидаемая величина всех будущих арендных платежей неизменна и равна $R_t = R$. Тогда формула для объекта недвижимости становится:

$$P = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_T}{(1+r)^T} + \dots = \frac{R}{1+r} + \frac{R}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R}{(1+r)^T} = R \left(\frac{1}{1+r} + \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{1}{(1+r)^T} \right)$$

Бесконечная сумма в скобках представляет собой сумму членов бесконечной геометрической прогрессии со знаменателем $q = \frac{1}{1+r}$ ($0 < q < 1$). Из школьного курса

математики известно, что эта сумма равна $1 + q + q^2 + \dots + q^T = \frac{1}{1-q}$. Воспользуемся этим фактом и получим выражение для цены объекта недвижимости:

$$P = R \cdot \frac{1}{1+r} \div \left(1 - \frac{1}{1+r}\right) = \frac{R}{r}.$$

Отсюда видно, что, при прочих равных условиях, цена, которую инвесторы готовы платить за объект недвижимости, тем выше, чем выше (ожидаемая) величина ренты и чем ниже ставка, по которой инвесторы дисконтируют будущие платежи. Последняя, в свою очередь, зависит от того, какую премию за риск инвесторы рассматривают как приемлемую для данного актива. Чем рискованнее актив, по мнению инвесторов, т. е. чем менее предсказуем поток арендных платежей по нему, тем выше требуемая премия за риск, и, следовательно, тем ниже его рыночная цена.

В качестве второго примера рассмотрим объект недвижимости, арендные платежи по которому растут со средним темпом g . Например, $g = 0,02 = 2\%$ означает, что в каждом последующем году размер арендных платежей, в среднем, будет выше на 2%, чем в предыдущем. Тогда:

$$R_2 = R_1(1 + g), R_3 = R_2(1 + g) = R_1(1 + g)^2, \dots, R_T = R_1(1 + g)^{T-1}, \dots$$

Подставим эти выражения в формулу для цены актива и получим:

$$P = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_T}{(1+r)^T} + \dots$$

Опять воспользуемся школьной формулой для суммы бесконечной геометрической прогрессии со знаменателем $q = \frac{1+g}{1+r}$, предполагая, что $0 < g < r$, так что $0 < q < 1$. Это даст $P = \frac{R_1(1+r)}{r-g}$. Как и в первом примере, чем выше ожидаемая величина будущих арендных платежей, тем выше, при прочих равных условиях, цена объекта недвижимости. Чем выше ставка дисконтирования, включающая в себя премию за риск, тем ниже цена объекта недвижимости. Дополнительным фактором, влияющим на стоимость объекта недвижимости, является оценка ожидаемого темпа роста арендных платежей в сознании инвесторов. Чем выше эта оценка, тем более высокую цену они согласны платить за объект недвижимости согласно приведенной формуле, и наоборот.

Следует заметить, что чувствительность стоимости объекта недвижимости к оценке ожидаемого темпа роста дивидендов существенно выше, чем ее чувствительность к размеру текущей ставки аренды R_1 . Например, предположим, что первоначально рост ставки аренды оценивался в 2% в год в среднем, а потом эта оценка выросла до 3%. Пусть требуемая ставка дисконтирования (включая премию за риск) оставалась неизменной и равной 7%, а размер текущей ставки аренды равен 10 000 руб. за квадратный метр площади в год. Тогда, в результате более оптимистичных

ожиданий инвесторов, цена данного объекта недвижимости увеличится с $10\,000 (1 + 0,07) \div (0,07 - 0,02) = 201\,400$ руб. до $10\,000 (1 + 0,07) \div (0,07 - 0,03) = 267\,500$ руб., или почти на четверть.

Тот факт, что ожидания инвесторов играют центральную роль в формировании рыночной стоимости всякого актива, в том числе и объектов недвижимости, делает ее подверженной сильным колебаниям в зависимости от настроения и ожиданий инвесторов. Ожидания, как правило, меняются, когда к участникам рынка поступает какая-то новая информация, которая заставляет их пересмотреть свои представления о величине и темпах роста будущих «дивидендов» по данному активу. Через соответствующие изменения в R_1 и g , эта информация довольно скоро отразится в цене P . Помимо этого, отношение инвесторов к риску, их представление о том, насколько рискованным является данное вложение, также могут изменяться со временем. Иногда это называют термином «аппетит инвесторов к риску». В результате будет изменяться требуемая премия за риск, а вместе с ней и ставка дисконтирования r , рассматриваемая инвесторами как приемлемая. Снижение аппетита к риску будет, при прочих равных, приводить к увеличению премии за риск и r , вследствие чего рыночная стоимость данного актива снизится.

В случае недвижимости существуют естественные ограничения на величину ожидаемого темпа роста арендных платежей g . Этот показатель не может быть сколь угодно большим из-за того, что рост предложения недвижимости за счет строительства новых жилых домов, складских помещений, офисных зданий и построек производственного назначения будет реакцией на чрезмерный оптимизм инвесторов. Правда, следует сказать, что данное утверждение в меньшей степени распространяется на те объекты недвижимости, предложение которых является ограниченным по естественным причинам.

Например, количество домов в пределах Садового кольца в Москве ограничено и не может быть увеличено за счет постройки новых домов с большим числом этажей на месте малоэтажных исторических зданий (хотя существующие запреты на снос исторических зданий всячески обходятся девелоперами). Такая же логика распространяется и на другие престижные районы в различных частях мира, такие как, например, Манхэттен в Нью-Йорке или Челси в Лондоне. Дело в том, что ценность жилой недвижимости в этих местах обусловлена не только функциональными качествами жилья, но, в немалой степени, престижностью. Даже если построить точную копию Манхэттена в другой части США, например, где-нибудь на Среднем Западе, а копию Садового кольца воспроизвести в Подмоскowie, то нет никакой

надежды на то, что стоимость этих реплик будет хоть сколько-нибудь сопоставима со стоимостью оригиналов. Покупатели жилья в этих районах платят не только за удобства, но и за престиж и возможность обладать чем-то уникальным. Инвесторы находят вложения в такую недвижимость привлекательными в надежде на то, что состоятельные покупатели в будущем будут готовы платить еще более высокую цену.

Два индикатора, характеризующих «перегретость» рынка недвижимости, о которых шла речь выше, можно интерпретировать следующим образом. Отношение цены к ренте, представляет собой, согласно выведенной выше формуле, следующую величину: $\frac{P}{R_1} = \frac{1}{r-g}$. Если речь идет об обычной, а не уникальной недвижимости, правая часть, по ряду соображений, должна быть относительно стабильной. Здесь мы абстрагируемся от инфляции и проводим все расчеты в постоянных ценах. Действительно, если риск инвестиций в недвижимость и отношение людей к риску не меняются, то премия за риск остается неизменной. Аналогичное утверждение справедливо и применительно к безрисковой процентной ставке. Следовательно, ставка дисконтирования r , равная требуемой ожидаемой доходности, должна остаться неизменной. Как уже было сказано, ожидаемый темп роста ставки рентных платежей ограничен предложением новой недвижимости: как только эта ставка, а вместе с ней и цена недвижимости, станут очень высокими, то, в ответ на это, будет строиться больше жилья, что окажет сдерживающий эффект и на ставку аренды, и на цену недвижимости. Поэтому отношение цены к ренте в долгосрочном периоде должно оставаться примерно на одном уровне, равном отношению $\frac{1+r}{r-g}$.

Второй из упомянутых индикаторов – это отношение цены (квадратного метра) недвижимости к подушевому доходу в данном регионе. От того, насколько высок подушевой доход, зависит платежеспособный спрос на недвижимость. Так, например, в случае жилой недвижимости, если подушевой доход достаточно высок, то люди предпочитают жилье большей площади и готовы больше платить за аренду каждого квадратного метра при прочих равных условиях.

Общим выводом из рассмотрения двух этих показателей состояния рынка недвижимости должен быть следующий. Остаются ли два этих показателя вблизи своих исторических средних значений? Если да, то, по-видимому, повода для беспокойства нет. В противном случае, если наблюдаемые значения существенно превышают исторические средние, то это, вероятно, указание на то, что на рынке формируется или уже сформировался финансовый пузырь, т. е. цена актива (объекта недвижимости) «оторвалась» от фундаментальной стоимости.

Самый последний яркий пример надувания и схлопывания «пузыря» на рынке недвижимости в мировой практике относится к ситуации в США в 2000–2008 гг. На оптимизме экономических агентов в ситуации дешевых денег спрос на недвижимость в США, а следовательно, и цена на недвижимость неуклонно росли. Если в 1990-е гг. цены на недвижимость в США росли в среднем на 3% в год, то в 2000–2006 гг. средний темп роста цен на недвижимость составил почти 8% в год¹. Однако после того, как ФРС подняла процентные ставки, спрос на недвижимость и цены стабилизировались. Для некоторых заемщиков стало тяжело обслуживать свой кредит, и они перестали платить. Банки начали продавать дома, находящиеся в залоге. На фоне стагнирующего спроса и роста предложения жилья цены пошли вниз. Это привело к тому, что части заемщиков стало выгоднее отказаться от ипотечного жилья, чем продолжать выплачивать кредит, так как величина кредита стала превышать стоимость дома. Их отказ от выплаты ипотеки еще больше увеличил предложение жилья на рынке. В итоге с конца 2007 г. цены на жилую недвижимость в США начали падать. Падение цен прекратилось только в 3-м квартале 2011 г. За 2007–2011 гг. цены упали на 20%².

Инвестиции в реальные активы в России

В России среди наиболее популярных и доступных реальных активов можно отметить драгоценные металлы (чаще всего речь идет о золоте) и недвижимость.

Если говорить об инвестициях в золото, то гражданину РФ доступно четыре формы инвестиций: приобретение золотых слитков, монет, ювелирных изделий и открытие обезличенных металлических счетов.

Так как *ювелирные изделия* являются нестандартным активом, то их впоследствии тяжело продать без потери в стоимости. Ювелирные изделия обладают низким уровнем ликвидности, поэтому это наименее привлекательный способ сохранения сбережений.

Золотые и серебряные монеты можно приобрести во многих российских банках. Различают памятные и инвестиционные монеты из драгоценных металлов. Первые выпускаются ограниченным тиражом к каким-нибудь памятным датам, имеют оригинальный дизайн. Для вторых характерна стандартная чеканка и большой тираж. В результате стоимость инвестиционных монет максимально приближена к стоимости золота, которое было затрачено на изготовление монеты. Операции покупки/продажи

¹ По данным US Federal Housing Finance Agency [Электронный ресурс] : <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=87>.

² Там же.

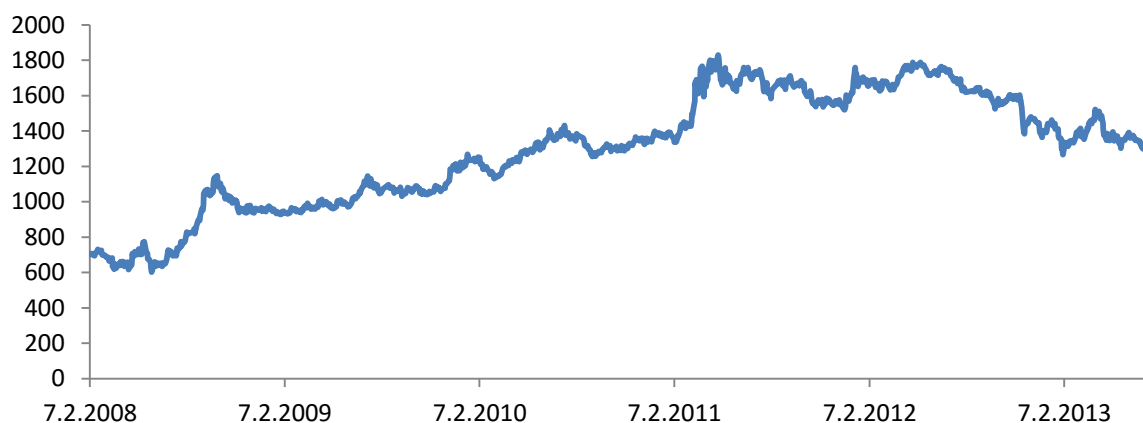
монет из драгоценных металлов проводятся не всеми банками и не во всех отделениях. В случае необходимости монеты можно продать коммерческому банку, в котором они были куплены, однако он может отказать в покупке монеты в случае наличия повреждений монеты. Не все банки выкупают монеты обратно. Монеты банк покупает по цене ниже, чем продает. Цена покупки может отличаться от цены продажи весьма существенно – составлять от 30 до 90%. Поэтому человеку, купившему монету, возможно, придется ждать довольно длительный срок, прежде чем в результате роста цены золота, банк поднимет котировки. Также стоит обратить внимание, что банки могут прекратить выкуп монет обратно (например, в случае полной реализации тиража). Дополнительным плюсом операций с инвестиционными монетами является то, что они не облагаются налогом на добавленную стоимость (НДС).

Более традиционным способом инвестиций в золото и другие драгоценные металлы является *приобретение слитков* у коммерческих банков или специальных дилеров. Обычно речь идет о мерных слитках российского производства весом до 1000 г. Для мерных слитков существуют государственные стандарты. Каждый слиток драгоценного металла сопровождается сертификатом завода-изготовителя, где указаны: металл слитка, номер, проба, масса, данные о производителе и дата изготовления. Наличие уникального номера позволяет в любой момент проследить движение каждого слитка от производителя до конечного потребителя. Также продаются еще стандартные золотые слитки, но они весят и стоят соответственно существенно больше (до нескольких килограммов). Правила совершения операций с драгоценными металлами определены Постановлением Правительства РФ № 772 от 30 июня 1997 г. «Правила совершения банками сделок купли-продажи мерных слитков драгоценных металлов с физическими лицами». При этом нужно помнить, что если купленный золотой слиток оставить в хранилище в банке, то платить НДС с операции не придется. Если же слиток будет вынесен из банка, то купля/продажа будет облагаться НДС. Покупать золотые слитки (впрочем, как и другие активы, стоимость которых привязана к золоту) имеет смысл, имея длинный горизонт инвестирования, так как в этом случае можно не опасаться неблагоприятного изменения цен на золото.

Наиболее современный способ вложения средств в драгоценные металлы – это *открытие обезличенного металлического счета (ОМС)*. В этом случае, приходя в банк, клиент кладет на счет сумму, которая учитывается в граммах золота по курсу банка на момент открытия счета. При закрытии счета купленное золото переводится в рубли по текущему курсу. Если курс за это время изменился в благоприятную сторону (золото подорожало), то клиент получает доход. Некоторые банки предлагают еще и

фиксированный процентный доход по ОМС. Банки могут устанавливать минимальную сумму открытия ОМС (от одного до сотен граммов). При этом цена покупки/продажи золота в банках отличается. При этом ОМС не попадают под действие системы обязательного страхования вкладов, поэтому, принимая решение об открытии ОМС, имеет смысл потратить время на выбор надежного банка. Операции по ОМС также не облагаются НДС. В случае если вкладчик получает доход по ОМС, то он должен будет самостоятельно подать налоговую декларацию и уплатить налог на доходы с физических лиц, иногда эту обязанность на себя может взять банк. В случае если вкладчик владеет драгоценными металлами более 3 лет, то он освобождается от уплаты налога.

Вкладывая сбережения в любой из инструментов, привязанных к золоту, необходимо помнить, что инвестор берет на себя риск, связанный с изменением его цены. Цена золота в России изменяется в соответствии с мировыми ценами на золото. Здесь также нужно принимать во внимание, что изменение курса российского рубля также будет влиять на цену золота в России.



Источник: Банк России

Рис. 25. Учетные цены на золото в Банке России, руб. за грамм. Второй вид реального актива, относительно распространенный в России, – это *недвижимость*, речь в первую очередь идет о жилой недвижимости. Однако в этом случае цена входа (покупки квартиры) является очень высокой, поэтому этот актив доступен отнюдь не каждому. Получить доход от инвестиций в жилье можно двумя способами: сдавать жилье в аренду или перепродать его по более высокой цене. Следует помнить, что инвестиции в жилье являются активом с низким уровнем ликвидности. Чтобы продать квартиру, придется ждать подходящего клиента, тратить время на совершение сделки и тратить средства на привлечение риелтора, который будет заниматься продажей квартиры и надлежащим оформлением всех документов. Также придется потратиться и на поиск арендатора квартиры. В целом, сэкономить на покупке квартиры можно, наняв риелтора только для оформления юридической стороны сделки и проверки

«чистоты» квартиры. Говорят, что квартира чистая, если нет никаких юридических препятствий для проведения сделки, право собственности на квартиру не ограничено запретами или обременениями, и в будущем не возникнет оснований для оспаривания законности сделки и признания ее недействительной. Подбирать же квартиру можно самостоятельно, пользуясь общедоступными ресурсами наподобие сайта www.cian.ru или газеты «Из рук в руки». Хотя, конечно, подбор квартиры займет много времени. Совершая сделки с жилой недвижимостью, стоит помнить о некоторых особенностях данных операций в России.

Если период владения квартирой составляет менее 3-х лет, то продавец обязан уплатить НДФЛ с прибыли, полученной от продажи квартиры. Здесь возможны варианты. Пусть квартира была куплена за 5 млн руб., а через два года продана за 7 млн руб. Первый вариант: можно воспользоваться налоговым вычетом в 1 млн руб. и уплатить налог в размере $0,13 \times (7\,000\,000 - 1\,000\,000) = 780\,000$ руб. Второй вариант, в случае наличия документов, подтверждающих расходы на приобретение квартиры, $0,13 \times (7\,000\,000 - 5\,000\,000) = 260\,000$ руб.

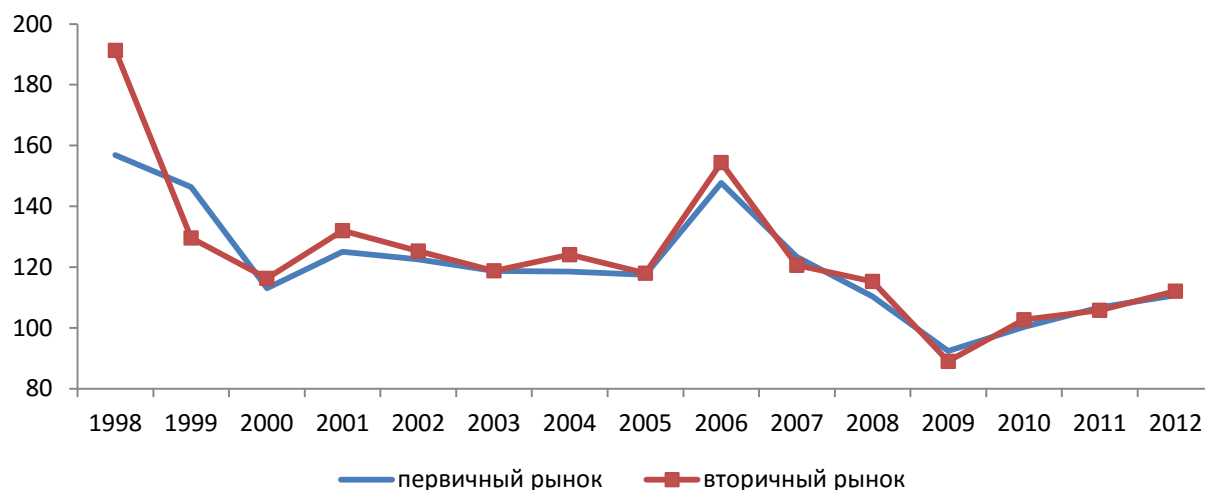
Из-за того, что многие продавцы не хотят платить налог, фактически сделка купли/продажи оформляется по цене до 1 млн руб. В этом случае НДФЛ можно не платить. На оставшуюся сумму продавец дает покупателю расписку. Коммерческие банки, не желающие терять клиентов, оформляют ипотечные кредиты даже на такие сделки.

Покупать квартиру можно на первичном или вторичном рынке. В первом случае речь идет о приобретении квартиры в новостройке или в еще строящемся доме. Покупка квартиры в строящемся доме обычно обходится дешевле, однако связана с высоким уровнем риска. В России довольно распространены ситуации, когда человек, заплатив за такую квартиру, в конечном итоге ее не получает, так как у застройщика не хватает средств на окончание строительства. Иногда квартиры продают по мошенническим схемам, в результате у одной квартиры может оказаться несколько владельцев. При покупке квартиры на вторичном рынке основной риск, с которым можно столкнуться, состоит в оспаривании прав собственности на квартиру, поэтому не стоит экономить на проверке ее «чистоты».

Доход от инвестиций в недвижимость можно получать либо в форме арендных платежей, либо продав квартиру по более высокой цене. Если выбор инвестора – арендные платежи, то необходимо помнить, что по закону собственник квартиры в этом случае должен платить НДФЛ с дохода, полученного от сдачи квартиры в аренду. Конечно, на практике многие собственники этого не делают. Однако в последнее время

власти неоднократно афишировали свое желание начать выявлять собственников жилья, уклоняющихся от уплаты налогов.

Что касается заработка на перепродаже квартиры, то в целом в первой декаде 2000-х гг., цены на недвижимость в России неуклонно росли (см. рис. 29).



Источник: Росстат

Рис. 26. Темпы роста цен жилья в РФ, в % к прошлому году

В период экономического кризиса цены на жилье упали в среднем на 10%. Однако уже в 2010 г. цены начали расти, хотя темпы их повышения до сих пор ниже докризисных. Рост цен на жилье был обусловлен наличием избыточного спроса на жилье, который подстегивался развитием программ ипотечного кредитования и привлекательностью недвижимости в качестве объекта для крупных инвестиций в условиях слабо развитого финансового рынка в России. Однако такая ситуация не может продолжаться бесконечно. В 2012–2013 гг. на рынке жилья наблюдается стагнация цен в связи с замедлением роста доходов населения, снижением темпов роста экономики, увеличением ставок по ипотечным кредитам. Что будет происходить с ценами на жилую недвижимость дальше непонятно. Дополнительную неопределенность в функционирование рынка жилья вносят анонсы властей о введении рыночного налога на жилье. В настоящее время собственники жилья платят налог с инвентаризационной стоимости жилья, которая существенным образом отличается от рыночной. Власти планируют исчислять налог с кадастровой стоимости жилья, которая максимально приближена к рыночной. Например, для собственника кирпичного дома в центре Краснодара 2008 г. постройки площадью в 500 кв. м., с инвентаризационной стоимостью в 100 тыс. руб. размер налога составляет сегодня максимум 100 руб. в год.

Но при оцененной сегодня кадастровой стоимости такого дома, например, в 5 млн руб. налоговое бремя от введения нового налога составит более 4 тыс. руб., то есть в 40 раз больше³. Для некоторых собственников сумма налога может возрасти в разы.

Задания для студентов в практической части занятия

Задание 1. Используя доступные источники информации (рекомендуем использовать Интернет и обращаться к официальным сайтам коммерческих банков), сравните доходность срочного банковского депозита и обезличенного металлического счета, открытых на сумму в 100 тыс. руб., за последние полгода-год.

Задание 2. Допустим, Вы располагаете сбережениями в объеме 50 тыс. руб. и хотите хранить их в золоте. Какой инструмент инвестирования в драгоценные металлы Вы выберете? Приведите обоснование Вашего выбора, используя реальные данные. Не забудьте обратить внимание на такие важные параметры, как доходность и ликвидность выбранных финансовых инструментов.

Задание 3. Допустим, у Вас есть значительные сбережения (50% от стоимости типовой квартиры в Вашем городе). Вы рассматриваете возможность взять ипотечный кредит для совершения покупки. Используя данные о реальных предложениях коммерческих банков, сравните стоимость ипотечного кредита для Вас в случае приобретения квартиры на первичном и вторичном рынке жилья. Объясните, чем обусловлена полученная разница. Допустим, Ваш ежемесячный доход соответствует среднему значению по Вашему региону (обратитесь за данными к сайту Росстата). Сможете ли Вы взять ипотечный кредит? Какова доля ежемесячных выплат по кредиту в Вашем доходе? Каким должен быть Ваш доход, чтобы Вы могли расплатиться по кредиту? (Для решения данной задачи рекомендуем использовать ипотечные калькуляторы, размещаемые на сайтах коммерческих банков).

³ Пример взят из «Российской газеты» <http://www.rg.ru/2013/01/31/nalog.html>.

Тема 7. Финансовые кризисы

Причины возникновения финансовых кризисов

Под финансовым кризисом понимается ситуация, когда финансовый сектор в экономике перестает работать в нормальном режиме. Назначение финансового сектора состоит в том, чтобы эффективно перераспределять капитальные ресурсы в экономике, т. е. направлять сбережения домохозяйств в наиболее эффективные с точки зрения риска и доходности капиталовложения. Предполагается, что специалисты, работающие в финансовом секторе, обладают всеми необходимыми знаниями и навыками для того, чтобы успешно выполнять экспертизу имеющихся инвестиционных проектов, что включает в себя анализ рисков и потенциальной доходности. Организации, оказывающие профессиональные финансовые услуги, называются финансовыми посредниками. В зависимости от профиля и специализации, это могут быть коммерческие банки, инвестиционные банки, паевые инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, хедж-фонды и т. д.

Финансовые кризисы обычно сопровождаются тем, что несколько финансовых организаций прекращают выполнять свою работу. Это может происходить в результате вынужденной остановки, например, вследствие того, что банк подвергся набегу со стороны своих вкладчиков, которые были встревожены информацией о потерях по вложениям банка. Также это может случиться вследствие добровольного решения финансового института в ответ на определенное (неблагоприятное) развитие событий.

Например, если банки начинают сомневаться в кредитоспособности друг друга и перестают кредитовать друг друга, если банки начинают опасаться набегов со стороны своих вкладчиков, то в такой ситуации каждый из них начинает самостоятельно накапливать достаточный буфер из высоколиквидных активов с тем, чтобы самостоятельно подготовиться к возможным колебаниям своей потребности в денежных средствах, не полагаясь при этом на рынок межбанковских кредитов. Накопление высоколиквидных финансовых активов (остатки на счетах в Центральном банке, краткосрочные казначейские векселя), очевидно, идет в ущерб ссудам, выдаваемым предприятиям и более долгосрочным инвестициям, которые, в силу своей природы, менее ликвидны. Поведение встревоженных вкладчиков еще больше усугубляет ситуацию, так как, изымая свои вклады из банков, они сокращают их ресурсную базу, и банки способны теперь выдать меньшее количество кредитов.

В результате переток капитала через финансовый сектор замедляется. Предприятиям становится сложнее получить внешнее финансирование своей

деятельности, следовательно, они могут меньше произвести товаров и услуг. По этой причине финансовые кризисы, как правило, приводят к сокращению производства, или рецессии. Нередко финансовым кризисам предшествуют периоды, когда в течение долгого времени происходит рост цен на рынке недвижимости и финансовых активов. Этот рост зачастую финансируется банками и другими финансовыми институтами, которые либо сами выступают как инвесторы, либо кредитуют других участников рынка. Так, например, банки активно финансировали строительный бум в Испании и Ирландии в 2000-е гг., а когда цены на недвижимость упали, банки понесли убытки, и правительства вынуждены были их спасать. В США в 2000-е гг. банки, с одной стороны, участвовали в процессе секьюритизации ипотечных кредитов, с другой стороны, сами делали вложения в облигации, обеспеченные закладными. Следует сказать, что эти активы приобретали также и европейские банки. Именно это обстоятельство, а также тот факт, что многие европейские банки активно занимали на американском денежном рынке, который впоследствии испытал существенное сжатие, сделало кризис, который начался в 2007 г. в США, глобальным.

Мировой финансовый кризис 2008–2009 гг.

Говоря о современных финансовых кризисах, невозможно обойти стороной мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. Если говорить о глобальных причинах кризиса, то можно нарисовать следующую картину.

Если развивающиеся страны, такие как Китай, довольно много сберегали, то развитые страны, такие как США, Великобритании мало сберегали и много тратили. В силу низкого уровня развития финансовых рынков в развивающихся странах, их средства направлялись на рынки развитых стран, что создавало избыток ликвидности на них и способствовало их быстрому росту. Приток средств на рынки развитых стран привел к снижению процентных ставок на этих рынках. А в условиях низких ставок становится выгодно занимать, что с успехом делали как домохозяйства, так и правительства развитых стран. Однако оказалось, что в такой ситуации на финансовых рынках возникают различные неблагоприятные явления: инвесторы перестают адекватно оценивать риски, стремятся к получению быстрой прибыли. Так как фактически кризис начался на финансовом рынке США, а в дальнейшем перекинулся на финансовые рынки других стран, то остановимся более подробно на анализе ситуации в США.

Для расследования причин финансового кризиса в США была создана парламентская комиссия – Национальная комиссия по изучению причин финансового и

экономического кризиса в США, которая в своем итоговом отчете выделила следующие причины кризиса.

Провалы финансового надзора и регулирования. Власти США придерживались мнения, что рынки, в том числе и финансовые, эффективно себя регулируют. В связи с этим, органы финансового надзора практически не вмешивались в функционирование финансовых рынков. Несмотря на наблюдаемые негативные явления в деятельности финансовых организаций и в динамике рынков, особенно рынка ипотечного кредитования, регуляторы продолжали считать американские инвестиционные банки устойчивыми и надежными. Вместо того чтобы повышать требования к уровню достаточности собственного капитала, препятствовать практике принятия избыточных рисков, органы финансового надзора бездействовали.

Провалы в сфере корпоративного управления и управления рисками. Инвестиционные банки и компании в США сосредоточили свои усилия на торговле рискованными финансовыми инструментами за счет преимущественно заемных средств. Организации настолько привыкли оперировать громадными суммами, что заключение рискованных сделок на миллионы долларов США считали недостойными внимания. Инвестиционные банки стали настолько большими, что ими стало трудно управлять. Одновременно в инвестиционных банках возросла толерантность к рискам, которая в благоприятные времена позволяла быстро заработать хорошие деньги.

Избыточные заимствования при высокой склонности к риску, непрозрачность финансовых рынков. В течение нескольких лет перед кризисом инвестиционные банки, фирмы и домохозяйства активно использовали заемные средства для финансирования своих расходов. Величина долгового бремени возросла настолько, что при ухудшении внешних условий многие из экономических агентов не смогли бы обслуживать свои долги. В 2007 г. у пяти крупнейших инвестиционных банков в США отношение заемных средств к собственному капиталу составляло 40 к 1¹. Это означает, что даже незначительное падение стоимости активов, в которые были вложены привлеченные средства, приводило к тому, что банки не могли расплатиться с долгами. Кроме того, займы привлекались на краткосрочной основе, что делало инвестиционные банки зависимыми от возможности привлечь новые займы – перекредитоваться. При этом компании активно маскировали столь интенсивное использование заемных средств с помощью различных уловок (деривативов и др.). Привлекаемые заемные средства

¹ The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. OFFICIAL GOVERNMENT EDITION <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

активно вкладывались в высоко рискованные инструменты, включая облигации, выпущенные под субстандартные закладные.

Неподготовленность и нерешительность властей США. Сложность финансовых рынков и используемых финансовых инструментов привели к тому, что надзорные органы не имели полной картины происходящего на рынках, не могли адекватно оценить состояние финансовых организаций. Навыки и знания регуляторов не успевали за темпами развития финансового рынка. Отрицательную роль в развитии финансового кризиса сыграла и непоследовательность финансовых регуляторов, которые спасали одни организации и отпускали на волю случая другие (например, ФРС оказала помощь банку Bear Stearns, однако допустила банкротство банка Lehman Brothers).

Систематические нарушения в бухгалтерском учете и отчетности. Для улучшения финансовых показателей и сокрытия убытков компании шли на подтасовки финансовой отчетности. Снизилась ответственность компаний за принимаемые решения. Об этом свидетельствует такой факт, что всего лишь за год (с 2006 по 2007) доля ипотечных заемщиков, отказавшихся платить по ипотеке всего через несколько месяцев после взятия кредита, удвоилась. Это говорит о том, что такие заемщики исходно не могли расплачиваться по ипотеке, однако кредит был им предоставлен. Ипотечные брокеры к тому времени работали на то, чтобы выдать кредиты, невзирая на способность заемщика его отдать впоследствии.

Распространение субстандартных кредитов и секьюритизации. В первой половине 2000-х гг. процентные ставки в США были довольно низкими по историческим меркам. Это создавало стимулы для рискованного поведения со стороны инвесторов: чем ниже стоимость заемных денег, тем шире поле для приемлемых, с точки зрения инвесторов, экспериментов с высоко рискованными и, одновременно, высокодоходными (в смысле ожидаемых значений) инвестициями. Низкие процентные ставки были в значительной степени обусловлены тем, что в мире образовалось довольно много сбережений, которые направлялись на покупку американских финансовых активов. В частности, центральные банки РФ и Китая активно накапливали золотовалютные резервы, значительная часть которых инвестировалась в казначейские облигации США.

Вместе с тем происходили существенные изменения и на стороне предложения финансовых активов. Здесь главной тенденцией стало распространение так называемой секьюритизации на рынок закладных по кредитам, в первую очередь, по субстандартным (субпремиальным) кредитам под залог недвижимости. Субстандартные, или субпремиальные кредиты – это кредиты, которые выдаются

заемщикам, которые не удовлетворяют типичным (стандартным) требованиям относительно кредитоспособности. Например, они не в состоянии сделать достаточный первоначальный взнос на покупку объекта недвижимости, они не могут предъявить достаточные свидетельства наличия стабильного и достаточно высокого источника дохода и т. д.

Низкие – на протяжении долгого времени – процентные ставки благоприятствовали росту цен на рынке недвижимости. Согласно выведенной нами формуле для стоимости объекта недвижимости $P = \frac{R(1+r)}{r-g}$, цена обратно пропорциональна ставке дисконтирования, которая снижается по мере того, как понижается безрисковая процентная ставка, предполагая, что премия за риск остается практически неизменной. Первоначально банки выдавали кредиты под закладные на недвижимость, следуя устоявшимся практикам, т. е. выставя заемщикам стандартные требования относительно размера первоначального взноса и верификации наличия источника постоянного дохода. Однако в условиях, когда предложение финансовых ресурсов на рынке велико, один лишь сегмент премиальных («стандартных») заемщиков не мог поглотить все это предложение. Поэтому значительная часть этих денег направилась на кредитование субпремиальных, или субстандартных заемщиков. Этому способствовали два обстоятельства.

Во-первых, продолжавшийся в течение какого-то времени рост цен на недвижимость привлекал новых покупателей, так как вложения в недвижимость представлялись высокодоходной инвестицией. Во-вторых, банки стали ослаблять стандарты кредитования, т. е. набор требований, предъявляемых к заемщикам. Логика была простая: предполагая, что рост цен на жилье продолжится тем же темпом, выдав кредит на покупку недвижимости, можно было рассчитывать, что через год или еще раньше возросшая рыночная стоимость недвижимости будет с хорошим запасом покрывать сумму выданного кредита, а значит, с точки зрения банка, даже несмотря на отсутствие первоначального взноса, кредит в очень скором времени становится практически на 100% обеспеченным. Такие рассуждения позволяли банкам расширять круг заемщиков, постепенно включая туда все больше и больше субпремиальных (субстандартных) клиентов. Этот процесс, в свою очередь, приводил к тому, что на рынок приходили новые покупатели, которых не было ранее по причине отсутствия доступа к кредиту вследствие недостаточной кредитоспособности, и это еще больше толкало цены вверх. В результате, как мы теперь это понимаем, на рынке недвижимости возник пузырь, т. е. сложилась ситуация, когда рыночная цена недвижимости довольно сильно оторвалась от фундаментальной стоимости. Это, в

частности, выражалось в том, что значения основных показателей, характеризующих рынок недвижимости, таких как отношение цены типичного жилого дома к ставке арендной платы и цены к доходам на душу населения в данной местности, существенно превышали свои исторические значения.

Банки, в то же самое время, все больше прибегали к практике так называемой секьюритизации своих кредитов. Типичный банк представляет собой организацию, которая привлекает денежные средства клиентов – частных лиц или предприятий – на депозиты (вклады) и затем выдает эти деньги в виде кредитов предприятиям и частным лицам, а также размещает их в ценные бумаги. Для того чтобы вкладчики банка были спокойны за свои накопления, банк должен участвовать в своих вложениях своим собственным капиталом. Это, с одной стороны, создаст для собственников необходимый стимул придерживаться осмотрительной бизнес-стратегии (если бы банк оперировал исключительно заемными деньгами, то у его собственников и менеджмента было бы больше стимулов делать высокорискованные и, одновременно, высокодоходные вложения, так как в случае неудачи, основное бремя потерь ложится на плечи вкладчиков, а в случае успеха основной выигрыш достается банку, так как вкладчики получают только фиксированные проценты).

С другой стороны, наличие собственных средств у банка создает своего рода буфер, подушку безопасности для его вкладчиков. Если случаются потери по вложениям банка, например, из-за того, что некоторые заемщики неспособны рассчитаться по кредитам, то, в первую очередь, эти потери ложатся на собственников банка, т. е. приводят к уменьшению его капитала. Данное обстоятельство дает возможность вкладчикам сохранять спокойствие и не стремиться изъять свои деньги как можно скорее. Последнее весьма важно. В силу самой природы деятельности банка, значительная часть активов банка, которую представляют собой ссуды, низколиквидны, в то время как большая часть его обязательств – это вклады до востребования, которые, наоборот, высоколиквидны. Если представить, что случится так называемый набег на банк, когда все его вкладчики явятся в один и тот же день с намерением изъять свои вклады, то, в дополнение к относительно более ликвидным ценным бумагам, банк будет вынужден распродавать кредиты, которые неликвидны, а следовательно могут быть проданы другим банкам только с высоким дисконтом (скидкой к номинальной стоимости). Например, ссуду в размере 1 млн долл. банк будет вынужден уступить за 500 тыс. долл. Очевидно, что вырученных средств может оказаться недостаточно для удовлетворения обязательств перед всеми вкладчиками. Чтобы исключить такую ситуацию, применяются две общепринятые меры: требование

к банкам поддерживать достаточный уровень капитала и централизованная система гарантирования вкладов (мы этого уже касались в обязательной части курса).

Во время кредитного бума в США в первой половине 2000-х гг., для того чтобы поддерживать темпы выдачи новых кредитов в дополнение к уже выданным ранее и при этом избежать необходимости наращивать собственный капитал, банки, как уже было сказано выше, активно прибегали к практике секьюритизации кредитов.

Так, например, предположим, что требуемый уровень достаточности капитала (применительно к кредитам) равен 5%. Это означает, что выдав ссуду в размере 1 млн руб., банк должен создать резерв под возможные потери по этой ссуде (или провизию) в размере 50 тыс. руб., т. е. 5% от 1 млн руб. Этот резерв создается за счет собственного капитала банка. Если капитал банка составляет 100 млн руб., то максимальный объем ссуд, который он может выдать равен $100 \text{ млн руб.} / 0,05 = 2 \text{ млрд руб.}$ Если такой предел уже достигнут, то банк должен привлечь дополнительный собственный капитал, например, разместить дополнительную эмиссию акций, для того, чтобы иметь возможность выдать новые кредиты. Секьюритизация кредитов позволяла банкам обходить это ограничение.

Под секьюритизацией понимается процедура, когда несколько кредитов (как правило, достаточно большое число) собирается в пул, и против этого пула выпускаются облигации, для которых пул этих кредитов становится обеспечением. Если кредиты, собранные в пул, достаточно диверсифицированы, например, по географическому охвату (выданы в разных штатах), то это позволяет несколько уменьшить риск портфеля за счет снижения несистематической составляющей риска (систематические и несистематические риски, а также выгоды от диверсификации мы подробно обсуждали в основной части курса).

В теории, если есть 1000 заемщиков, каждый из которых вернет кредит с вероятностью 90%, то кредит, выданный отдельному заемщику, это рискованный актив, т. е. он будет возвращен с вероятностью 90%, а с вероятностью 10% кредитор понесет потери. Однако если выдать 1000 кредитов тысяче заемщиков, чьи индивидуальные риски невозврата не являются связанными друг с другом (например, эти люди не работают на одном предприятии и не живут в одной географической местности), то доход по такому портфелю будет уже практически гарантированным, а именно, если 10% из этих 1000 заемщиков не смогут вернуть кредит, а остальные – смогут, то банк почти гарантированно получит обратно 900 из 1000 выданных кредитов. Именно эта идея стоит за объединением кредитов в пул с последующим выпуском облигаций, обеспеченных этим пулом.

Секьюритизация позволяла банку вывести за свой баланс выданные кредиты, которые вошли в состав пула. Можно сказать, что банк переуступал эти кредиты держателям облигаций, которые получали процентные выплаты и погашение основной суммы за счет поступлений от обслуживания кредитов заемщиками. Банк таким образом высвобождал свой капитал от бремени создания резервов по секьюритизированным ссудам, выведенным за баланс, и был готов начать выдавать новые ссуды. Такая практика была весьма распространена.

Против пула кредитов, как правило, выпускались несколько траншей облигаций, которые различались по старшинству, или приоритету удовлетворения требований. Требования по более старшим траншам (с более высоким приоритетом) должны были удовлетворяться в первую очередь, в то время как требования по остальным – только после удовлетворения всех требований по первым, если оставались деньги. Таким образом, более старшие транши облигаций были существенно менее рискованными, чем остальные. При некоторых условиях, отдельные транши могли быть сконструированы как практически безрисковые. Такие бумаги получали наивысший кредитный рейтинг AAA. Решение о том, как разбить все облигации, которые выпускались против пула закладных, на транши разной степени приоритетности, а значит, и рискованности, принималось при помощи рейтинговых агентств, которые должны были оценивать риски.

Так, например, в примере выше, если выпустить против пула из 1000 кредитов по 1 млн руб., вероятность возврата для каждого из которых составляет 90%, облигационный займ в размере 900 млн руб., то практически гарантированно этот займ будет погашен за счет поступлений от погашения кредитов. Таким образом, против данного пула закладных может быть выпущен облигационный транш в размере 900 млн руб. по номиналу с практически нулевой вероятностью дефолта и транш в размере 100 млн руб. по номиналу с практически единичной вероятностью дефолта. Первый транш получит наивысший рейтинг AAA, а второй получит статус так называемых «мусорных облигаций» (junk bonds).

Таким образом, секьюритизация позволяла создавать на основе изначально рискованных (и неликвидных) активов – ипотечных кредитов – новые высоконадежные активы (по крайней мере, таковыми они рассматривались до некоторых пор) – облигации, обеспеченные закладными. Это, в свою очередь, позволяло привлечь наиболее консервативных инвесторов, таких, например, как фонды денежного рынка, к финансированию бума на рынке недвижимости. Инвестиционный меморандум этих

финансовых институтов позволяет им инвестировать только в высоконадежные финансовые активы.

Принципиально важным моментом в процедуре секьюритизации является правильная оценка рисков. Так, в нашем примере с 1000 заемщиков мы предположили, что вероятность дефолта для каждого из них равна 90% и что все эти риски являются независимыми друг по отношению к другу. Однако если оценка индивидуального риска в 90% неверна, а настоящее значение выше, то облигационный транш в размере 900 млн уже не является высоконадежным. Кроме того, может оказаться (что впоследствии и произошло), что индивидуальные риски не являются независимыми. Применительно к недвижимости это означает, например, что возможно падение цен на недвижимость в национальном масштабе. Поэтому попытки диверсифицировать пул закладных путем включения в него ипотечных кредитов, выданных в различных штатах, не обязательно принесут желаемый эффект. Возможность падения цен на недвижимость в национальном масштабе не принималась во внимание, так как исторических прецедентов такого рода раньше не происходило. Все эпизоды с обвалом цен на недвижимость, случавшиеся до того, имели локальный характер.

Распространение производных финансовых инструментов. Деривативы широко распространены на зарубежных финансовых рынках в качестве инструментов хеджирования рисков или спекуляций. Значительный вклад в распространение кризиса внесли кредитные дефолтные свопы на ценные бумаги, привязанные к субстандартной ипотеке. Такие свопы выпускались, например, страховыми компаниями и фактически страховали покупателя облигаций от снижения их стоимости или неисполнения обязательств. Например, компания AIG выпустила таких свопов на сумму 79 млрд долл. В результате, когда банк Lehman Brothers объявил о банкротстве, компания AIG должна была покрыть убытки инвесторов по бумагам, выпущенным Lehman Brothers. Однако объем убытков был настолько велик, что потребовалось спасти уже саму страховую компанию.

Неадекватные кредитные рейтинги агентств с мировым именем. Ценные бумаги, привязанные к ипотечным кредитам, продавались на рынке только после того, как получали кредитный рейтинг крупнейших международных агентств. При этом кредитные рейтинги обычно присваивались очень высокие, что обнадеживало инвесторов и способствовало покупке этих ценных бумаг. Если бы рейтинговые агентства могли адекватно оценить риски по таким бумагам, рейтинги были бы ниже и бумаги не получили бы такого широкого распространения на рынке.

В совокупности глобальные дисбалансы и проблемы развития финансового рынка в США привели к финансовому кризису 2007–2008 гг. Начало кризису положил лопнувший «пузырь» на рынке недвижимости. В 2006 г. цены на недвижимость перестали расти. В 2007 г. начали появляться новости о неспособности отдельных финансовых организаций, задействованных на рынке облигаций, обеспеченных залоговыми, ответить по своим обязательствам. Это привело к тому, что банки перестали кредитовать друг друга из опасений, что следующим слабым звеном в цепи может стать кто-то из их банков-контрагентов. В такой ситуации каждый должен был рассчитывать только на себя и, в частности, самостоятельно создавать запас ликвидных средств на случай непредвиденных обстоятельств. Инвесторы начали массово избавляться от облигаций, обеспеченных залоговыми. Возможностей для роста кредита уже не было. Более того, началась обратная реакция. В отсутствие новых кредитов, а также в атмосфере нервозности и страха перед возможным обвалом цен, рост цен на недвижимость не мог больше продолжаться, и она стала падать в цене. В результате падения цен на недвижимость многие владельцы жилья обнаруживали, что стоимость их жилья ниже по сравнению с той суммой, которую они должны банку по залоговой. В такой ситуации им было выгоднее перестать платить по кредиту, отказавшись от своего жилья в пользу банка (американские законы позволяют это делать, в отличие от российских). Банкам ничего не оставалось, кроме как выставлять эту недвижимость на торги. В условиях, когда покупателей на рынке очень мало, а предложение велико, это еще больше давило на цены в сторону понижения, и процесс многократно усиливался. Убытки, которые несли банки, приводили к уменьшению их капитала. Это также заставляло их сокращать выдаваемые кредиты. В итоге произошло так называемое сжатие кредита (*credit crunch*), когда предложение банковского кредита экономике резко сократилось. Для многих предприятий, в особенности, малого и среднего бизнеса, которые, как правило, не могут привлекать финансирование на финансовом рынке путем размещения ценных бумаг, это означало практически полное прекращение финансирования. Кроме того, деловая активность в большой по размеру строительной отрасли практически замерла на некоторое время. В результате в 2007 г. в США началась Великая рецессия, названная так потому, что величина спада и степень ее тяжести (продолжительность, рост безработицы) были самыми высокими со времен Великой депрессии 1930-х гг.

А финансовый кризис достиг своего пика в 2008 г. Невозврат ипотечных кредитов и неопределенность в отношении еще обслуживаемых ипотечных кредитов привели к падению доверия к ипотечным облигациям и производным ценным бумагам,

в результате их стоимость начала падать. Инвестиционные банки и хедж-фонды, которые активно использовали данные инструменты, столкнулись с падением стоимости своих активов и проблемами с возвратом взятых кредитов. Крупнейшие инвестиционные банки были вынуждены обратиться за помощью к государству. Еще в марте 2008 г. при финансовой поддержке ФРС инвестиционный банк JPMorgan купил другой крупный инвестиционный банк Bear Stearns. После того, как в сентябре ФРС отказалась оказать помощь банку Lehman Brothers, и тот подал заявление о банкротстве, а на следующий день за помощью к правительству обратилась крупнейшая страховая компания AIG, участники финансового рынка поняли, что совершенно ничего не знают о настоящем финансовом положении контрагентов и надежности имеющихся финансовых инструментов, что вызвало рост недоверия к большинству финансовых инструментов. Их начали массово продавать и покупать наиболее надежные инструменты (например, казначейские облигации). Падение стоимости финансовых инструментов привело к возникновению убытков у многих банков и финансовых компаний по всему миру. Центральные банки и правительства разных стран были вынуждены оказывать поддержку финансовым организациям, чтобы не допустить коллапса финансовых рынков.

Система гарантирования вкладов и ее влияние на поведение кредиторов и заемщиков

Во многих странах, включая Россию, банковские вклады населения застрахованы. Это означает, что в случае наступления банкротства банка выплаты вкладчикам этого банка производятся за счет средств специального централизованного фонда страхования депозитов. Все банки, участвующие в системе страхования вкладов (как правило, это обязательное условия для банков, привлекающих вклады населения), обязаны делать периодические отчисления в фонд страхования вкладов в размере, пропорциональном сумме привлеченных вкладов. Обычно устанавливается верхний предел на величину застрахованного вклада. Это делается для того, чтобы создать стимулы для вкладчиков быть более осмотрительными и периодически интересоваться состоянием дел финансового института, которому они вверяют свои сбережения, а не полагаться целиком на страховку. (Правда, у каждого вкладчика всегда остается возможность раздробить свой вклад крупного размера на несколько вкладов меньшего, но гарантируемого размера, и разместить их в различных банках.)

Страхование вкладов является мерой, призванной обеспечить стабильность банковского сектора и всей финансовой системы. Особенностью банков является то,

что их обязательства являются, в среднем, более ликвидными по сравнению с их активами. Как мы уже обсуждали, ликвидность актива или обязательства (или пассива, который является чьим-то активом, например: вклад – пассив для банка, но актив для вкладчика) определяется тем, насколько легко или ценой каких потерь данный актив или пассив может быть немедленно обращен в наличные деньги или продан третьей стороне. Вклад до востребования – пример высоколиквидного актива (для вкладчика) или пассива (для банка). Срочные вклады обладают несколько более низкой ликвидностью, так как условия такого вклада обычно предусматривают уплату штрафа/пени вкладчиком и/или потерю процентов в случае досрочного его закрытия. В портфеле каждого банка, как правило, имеются высоколиквидные ценные бумаги, такие как правительственные облигации, которые могут быть проданы по текущей рыночной цене. Поскольку такие бумаги обычно имеют статус высоконадежных бумаг, то их рыночные цены не слишком подвержены колебаниям. Это делает их привлекательными в качестве потенциальных резервов ликвидности (в дополнение к остаткам на корреспондентских счетах в других банках, Центральном банке и наличности в кассе).

Если рассматривать ситуацию упрощенно, то работа банка заключается в следующем: банк привлекает деньги вкладчиков на текущие (до востребования) и срочные вклады и выдает большую их часть в виде кредитов индивидуальным заемщикам и организациям. При этом банк должен быть готов вернуть деньги вкладчикам по первому требованию. В нормальном режиме, если у вкладчиков нет повода для беспокойства относительно сохранности своих средств, они изымают деньги с вкладов лишь по мере необходимости. Например, индивидуальному вкладчику требуется оплатить крупную покупку (холодильник или туристическая путевка), или пополнить запас наличных в кошельке для оплаты текущих расходов, или предприятие перечисляет денежные средства со своего расчетного счета в банке поставщику в качестве оплаты за поставленные комплектующие. Если банк выдаст все привлеченные во вклады средства в виде ссуд, то это создаст проблему, так как банку придется ликвидировать часть своего кредитного портфеля всякий раз, когда потребуются удовлетворить потребность вкладчиков в наличных средствах. Ликвидация кредитов – это довольно дорогостоящее предприятие. Ссуды, в отличие от ценных бумаг, не обращаются на рынке. Все, что может сделать банк, это попытаться переуступить другому финансовому институту права требования по ссуде в обмен на некоторый (довольно существенный) дисконт.

Например, банк А привлек во вклад до востребования 100 000 руб. и выдал ссуду предприятию Б на ту же сумму. Предположим для простоты, что на следующий день вкладчику понадобились деньги в полном объеме, и он уведомляет об этом банк А. Банк А может попытаться переуступить права требования по ссуде (т. е. право на получение процентных платежей и одолженной суммы) банку В. Банк В, вероятно, будет хуже осведомлен о состоянии дел предприятия Б, если предприятие Б не кредитовалось ранее банком В. Следовательно, риск невозврата (кредитный риск) по ссуде предприятию Б будет оцениваться банком В выше по сравнению с оценкой банка А. Поскольку даты и размеры платежей по ссуде предприятию В зафиксированы в кредитном соглашении и не подлежат пересмотру, то банк В согласится приобрести права требования по этой ссуде у банка А не по цене 100 000 руб. (одолженная сумма, или тело кредита), а ниже, например за 80 000 руб. В этом случае 20 000 руб. представляют собой дисконт (скидку) с цены актива, что составляет 20% от тела кредита. 20% – это довольно высокий дисконт. Получается, что для того, чтобы ликвидировать свой актив (коммерческую ссуду), т. е. продать его за наличные, банк А должен отказаться от (или уплатить) 20% его первоначальной стоимости. Чем выше дисконт, тем менее ликвидным является актив.

Поскольку ликвидация своих основных активов (кредитов) – дело весьма дорогостоящее, банки размещают часть привлеченных во вклады средств в активы, которые пусть приносят невысокий доход (по сравнению со ссудами), но являются высоколиквидными. Это денежные остатки на корреспондентских счетах в Центральном банке или других банках, высоколиквидные и высоконадежные ценные бумаги правительства (казначейские векселя, ноты и облигации в США, облигации федеральных займов в РФ), краткосрочные (однодневные, недельные и др.) кредиты другим (достаточно надежным) коммерческим банкам. Привлекательность этих активов обусловлена их высокой ликвидностью, в отличие от ссуд: при необходимости банк продаст гособлигации на рынке, не потеряв в цене, либо воспользуется частью средств на своем корреспондентском счету. Также у банка есть возможность взять краткосрочный кредит у другого банка, для того чтобы обеспечить себя необходимыми денежными средствами для удовлетворения возможной потребности клиента в наличности.

Крайне нежелательной (и опасной) для банка была бы ситуация, когда все вкладчики явятся одновременно в офис банка и потребуют вернуть им их вклады в полном объеме и немедленно. Это потребует ликвидации всех активов банка, большая часть которых (ссуды) низколиквидные, так что в результате ликвидации всего

портфеля активов банка вырученных средств может оказаться недостаточно для проведения выплат всем вкладчикам в полном объеме. Такая ситуация, когда все или достаточно большая часть вкладчиков пытаются одновременно закрыть свои вклады, называется набегом на банк. За таким поведением обычно стоит не потребность в денежных средствах, которая, по совпадению, одновременно возникает у многих клиентов банка (например, на текущие расходы), а опасения в кредитоспособности банка, качестве его кредитного портфеля, а значит, в его способности рассчитаться со всеми вкладчиками в полном объеме в будущем. В такой ситуации, в интересах каждого отдельно взятого вкладчика будет оказаться первым в очереди в кассу, так что имеющихся на тот момент активов у банка будет достаточно для того, чтобы рассчитаться с ним, но, вероятно, не со всеми стоящими в очереди. Такого рода опасения могут быть обоснованными, но не обязательно. Например, банкротство одного крупного банка может побудить вкладчиков других банков к массовому закрытию вкладов из опасений, например, что банк-банкрот остался должен этим банкам или что качество их кредитных портфелей хуже, чем считалось до сих пор. Это явление носит название банковской паники. В результате банковской паники могут пострадать (разориться) не только проблемные, но и вполне здоровые банки.

Задачей страхования вкладов является предотвращение необоснованных набегов на отдельные банки и полномасштабных банковских паник. Если каждый вкладчик знает, что его вклад застрахован, и он получит его в полном объеме, что бы ни случилось, стимул «быть первым в очереди во что бы ни стало» исчезает, и денежные средства снимаются им только по мере надобности. Таким образом страхование вкладов облегчает банкам как финансовым посредникам выполнение их основной задачи – наиболее эффективного распределения сбережений населения между различными потенциальными применениями (финансирование инвестиционных проектов, бизнес-идей). При отсутствии централизованного механизма страхования вкладов, 100%-й страховкой с точки зрения отдельного банка было бы размещать все привлеченные средства в виде высоколиквидных активов и не выдавать никаких кредитов. Однако в этом случае подавляющее число полезных и прибыльных бизнес-идей остались бы недофинансированы или непрофинансированы вовсе.

Существует, однако, важное соображение, что вкладчики в той или иной степени должны принимать участие в мониторинге деятельности банка. Прямые или косвенные свидетельства о том, что банк принимает на себя необоснованные риски должны побуждать вкладчиков к закрытию вкладов, что станет серьезным дисциплинирующим фактором для менеджмента этого банка. Если вкладчик знает, что

его вклад застрахован, то никакого стимула интересоваться, даже периодически, состоянием дел в банке (например просматривая его годовые отчеты), у него нет. Таким образом бремя мониторинга ложится целиком на регулирующие органы, в России это Департамент пруденциального надзора Банка России (дословно словосочетание пруденциальный надзор можно перевести как надзор за банками с целью быть уверенным, что их поведение достаточно осмотрительное и осторожное). По этой причине обычно устанавливают верхний порог полностью застрахованного вклада. В России этот порог составляет 1 400 000 руб.² Таким образом, крупные вкладчики, кто рискует много потерять в случае банкротства банка, получают стимул быть вовлеченным в процесс мониторинга его деятельности наряду с официальными регулирующими органами.

Связь между притоком иностранного капитала и возникновением пузырей на рынках активов

Как показывает исторический опыт, довольно типичной является ситуация, когда рост цен на фондовом рынке или рынке недвижимости происходит на фоне массивного притока иностранного капитала в страну. Капитал может притекать, предполагая, что экономика страны будет расти, а значит, будут расти прибыли предприятий и, вместе с ними, дивиденды на их акции и цены самих акций. Другой особенностью таких эпизодов является то, что сильный рост цен активов приходится, как правило, на те времена, когда процентные ставки находятся на низком уровне. Это происходило в Японии в 1980-х гг. и в США в 2000-х гг. США, начиная с конца 1970-х – начала 1980-х гг. имели и продолжают иметь дефицит по сальдо торгового баланса, т. е. их суммарный импорт превышает экспорт.

Если за какой-то определенный год страна купила за границей больше товаров, чем она продала, это означает, что она осталась должна другим странам. Если такое происходит систематически, то это означает, что страна накапливает внешний долг (как частный, так и государственный), т. е. долг перед остальным миром. Если говорить более точно, то страна «расплачивается» за разницу между стоимостью импорта и экспорта своими финансовыми активами, т. е. иностранцы тратят часть своей выручки на приобретение акций, облигаций, недвижимости и т. д. в данной стране. Согласно статистическим данным, пик торгового дефицита США пришелся на середину 2000-х гг., когда он достигал 5–6% ВВП (с учетом того, что США – это четверть мировой экономики, эти значения торгового дефицита представляются весьма внушительными).

² До 29 декабря 2014 г. размер возмещения по вкладам составлял 700 000 руб.

Это отражает тот факт, что в страну каждый год в течение нескольких лет поступали новые порции финансового капитала и что значительная его часть направлялась на приобретение американских финансовых активов и недвижимости. В результате фондовый рынок и недвижимость росли в цене высокими темпами.

Хорошей иллюстрацией типичных причин возникновения финансового кризиса служит кризис 1997–1998 гг., произошедший в странах Юго-Восточной Азии (Тайланд, Корея, Индонезия, Малайзия) и в дальнейшем перекинувшийся на Россию.

Страны Юго-Восточной Азии демонстрировали в 1980-х – середине 1990-х высокие темпы роста ВВП по сравнению с другими странами. Средний темп роста экономики Тайланда составил в этот период 8%, Кореи – 9%, Индонезии – 6,1%, Малайзии – 7,2%³. Для того чтобы представить себе масштаб темпов этого роста, заметим, например, что на момент окончания Второй мировой войны Корея представляла собой отсталую в экономическом отношении страну, где в экономике доминировал аграрный сектор. В 1990-е гг. Южная Корея была уже передовой в технологическом отношении экономикой с развитой промышленностью. Марки корейских товаров, такие как Samsung и Daewoo, были уже узнаваемы и продавались по всему миру. Рост подушевых доходов в послевоенный период возрос многократно.

Благоприятные макроэкономические условия внутри стран сделали их очень привлекательными для иностранных инвесторов. В Юго-Восточную Азию устремился капитал, который инвесторы стали выводить из японских активов после того, как там прекратился бум на рынке недвижимости и рост фондового рынка в конце 1980-х гг. и произошло падение цен (катализатором этого стало повышение процентных ставок Центральным банком Японии).

Существенная часть капитала поступала в эти страны в виде внешних займов, номинированных в иностранной валюте, местным банкам. Стоит отметить, что в середине 1990-х эти страны придерживались фиксированного валютного курса, поэтому банки не боялись занимать деньги в иностранной валюте. Однако это создавало для банков высокие риски: большая часть кредитов была выдана в местной валюте, поэтому в случае ослабления национальной валюты у банков возникала проблема – как расплатиться по взятым займам. Значительная часть займов носила краткосрочный характер, что в случае возникновения у инвесторов подозрений в надежности заемщика также приводит к проблемам – невозможности

³ Рассчитано по данным World Economic Outlook database <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/download.aspx>.

перекредитоваться. Приток дешевых иностранных займов в условиях слабого банковского надзора привел к тому, что банки стали брать на себя избыточные риски. В результате, неблагоприятное изменение внешнеэкономической конъюнктуры, обусловленное замедлением роста японской экономики и падением спроса на экспортные товары южно-азиатских стран, привело к ухудшению финансового состояния сначала компаний реального сектора, а потом, когда они не смогли вернуть кредиты банкам, и к ухудшению состояния банковского сектора. Накопление этих диспропорций обусловило потерю интереса иностранных инвесторов к данному региону. Они стали выводить свои капиталы, что привело к ослаблению курсов азиатских валют и еще больше обострило проблемы банковского сектора в силу несбалансированности валютной структуры активов и пассивов. Кризис начался в Тайланде, однако по цепочке перекинулся и на другие страны Юго-восточной Азии. Финансовые системы южно-азиатских стран оказались не способны самостоятельно справиться с понесенными потерями, что потребовало вмешательства государства.

Рассмотрим более подробно механизм возникновения кризиса на примере Кореи. В середине 1990-х в Корею пришло много иностранных инвестиций, носивших скорее спекулятивный, а не долгосрочный характер. Займы, часто краткосрочные, привлекали корейские банки. Между тем в Корее крупные банки были тесно связаны через общих владельцев с основными промышленными конгломератами – чеболями (chaebol). Это приводило к тому, что каждый банк был не столько независимым бизнесом, сколько играл роль казначейства для того чеболя, которому он принадлежал. Часть полученных в виде займов финансовых средств не всегда использовалась наиболее оптимальным, с объективной точки зрения, образом. Например, часть их направлялась на инвестиции в коммерческую и жилую недвижимость в Сеуле и других городах. В 1996 г. в связи с падением цен на основные экспортные товары ухудшилось финансовое состояние промышленных групп: произошел ряд крупных банкротств. Это отразилось и на состоянии финансового сектора. А после девальвации тайландского бата и падения биржевых индексов в Гонконге, иностранные инвесторы потеряли доверие к корейским активам и финансовым организациям. В результате они не захотели перекредитовывать корейские банки и стали выводить средства в более надежные активы других стран. Из-за высокого предложения вонов (национальной валюты Кореи) и высокого спроса на доллары, наметилась тенденция к удешевлению корейской валюты. Центральный банк Кореи какое-то время поддерживал курс вона, не давая ему обесцениться. Дисбаланс между объемами рыночного спроса и предложения он покрывал, распродавая свои золотовалютные резервы. Когда резервы были

практически исчерпаны, вону позволили обесцениться. Последнее привело к образованию дополнительных убытков у корейских банков, так как обесценение вона к доллару означало увеличение стоимости их долларовых обязательств перед иностранными кредиторами. Очевидно, это еще больше усугубило ситуацию. Резкое ухудшение состояния банковского сектора, связанное с падением уровня достаточности капитала, ростом просроченных кредитов и повышенной потребностью в ликвидных средствах, потребовало вмешательства государства для решения возникших проблем и спасения финансового сектора от полного краха⁴.

Задание для самостоятельной работы. Используя средства Интернет или иные, продемонстрируйте, какие факторы стали причиной финансового кризиса в России в 1998 г.? Можно ли провести какие-либо параллели с корейским финансовым кризисом 1997 г. и финансовым кризисом в США в 2007–2008 гг.? Повлияли ли на развитие российского финансового кризиса 1998 г. следующие факторы: краткосрочный характер долга; набег вкладчиков; приток/отток иностранного капитала.

Россия также испытывала приток капитала в середине в 2000-х гг. Правильнее будет сказать, что отток капитала из страны в это время замедлился. Происходил также бум на рынке недвижимости и рост фондового рынка. Одной из причин этого роста стал практически не прекращавшийся в 1999–2008 гг. рост мировых цен на нефть. Другая важная причина состоит в том, что на протяжении всех 1990-х гг. экономика падала, выпуск сокращался, так что к началу 2000-х гг. в ней имелось достаточно большое количество незадействованных производственных мощностей и рабочих рук (высокая безработица). На протяжении 2000-х гг., на фоне благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и оптимизма инвесторов (в 2002 г. экономисты инвестиционного банка Goldman Sachs опубликовали свой отчет с высоким долгосрочным прогнозом экономического роста в странах BRIC – Бразилии, России, Индии и Китае, который вскоре после публикации стал материализовываться), эти мощности и людские ресурсы стали постепенно вовлекаться в процесс производства. Падение мировых цен на нефть и отток капитала привели к падению фондового рынка и снижению цен на недвижимость. В 2009 г. экономика упала на 7,8%⁵ – наиболее ошутимое падение среди стран BRIC – и в последующие годы росла с темпами существенно ниже тех, что наблюдались в 1999–2008 гг.

⁴ Более подробно о кризисе в Корее можно прочитать в работе Halm J., Mishkin F. S. Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy, January 2000, NBER Working Paper 7483.

⁵ По данным Росстата.

Стратегия поведения во время финансового кризиса

Наилучшим советом, который можно было бы дать непрофессиональному инвестору относительно того, как следует себя вести при появлении признаков финансового кризиса, это сохранять хладнокровие и способность мыслить трезво. Следует быть морально готовым к возможным потерям части своих сбережений, даже их значительной части. Следует оценить, какие из Ваших активов представляются относительно безопасными, а какие – проблематичными, и попытаться ликвидировать последние, даже с учетом потерь. Практический опыт финансовых кризисов в России, которые произошли в 1998 г. и 2008 г., когда многие банки оказались на грани неплатежеспособности, показывает, что население, т. е. широкие слои непрофессиональных инвесторов, отдает предпочтение наличной иностранной валюте как убежищу для своих сбережений в беспокойные времена. Однако следует помнить, что на волне паники и страха первоначальная реакция курса иностранной валюты может быть поначалу избыточной, за чем последует корректирующее движение в обратном направлении. Например, в 2008 г. курс доллара США к рублю выростал до 35–36 руб. за доллар, а к маю 2009 г. он откатился на уровень 30–31 руб. за доллар. Похожая динамика обменного курса рубля наблюдалась и в 1998 г.

Разумеется, идеальной ситуацией является такая, когда инвестор встречает кризис, имея на руках только наличные денежные средства в отечественной или иностранной валюте. Более того, многие профессиональные инвесторы считают, что кризис – это хорошее время для того, чтобы делать инвестиции, так как в отсутствие достаточного числа покупателей активы распродаются по бросовым ценам.

Однако нашей рекомендацией непрофессиональному инвестору будет следующая. Ликвидировать (т. е. продать) те активы, которые могут быть реализованы с относительно умеренными потерями на рынке, где происходит какая-то торговля. Те активы, по которым торговли практически не ведется, рассматривать как долгосрочную инвестицию. Держать вырученную от продажи активов наличность при себе и дожидаться, когда появятся первые признаки стабилизации ситуации. Например, прекратятся массированные продажи на рынке, возобновится торговля если не во всех, то во многих сегментах рынка и т. д. В этот момент можно начать совершать осторожные вложения, преимущественно в более ликвидные активы, например, акции компаний – «голубых фишек», и делать это постепенно, как серию покупок. Вверять свои сбережения профессиональным финансовым посредникам следует с большой осмотрительностью. Печальный опыт последнего кризиса показывает, как в России, так

и в мире, что злоупотребления и недобросовестность со стороны финансовых профессионалов по отношению к их клиентам усугубляются во время кризиса.

В качестве примера здесь можно привести эпизод, когда американский инвестиционный банк Goldman Sachs согласился урегулировать коллективный иск от своих клиентов во внесудебном порядке и выплатить компенсацию в размере нескольких сотен миллионов долларов. В этом иске финансовая организация обвинялась в том, что ее сотрудники убеждали клиентов покупать финансовые активы, которые в качестве объекта собственных инвестиций рассматривались банком как недостаточно перспективные.

В хорошие времена, когда финансовые фирмы конкурируют друг с другом за клиентов, репутация является одним из важных конкурентных преимуществ. В кризисные времена, когда на кону стоит существование финансовой фирмы, могут возобладать другие интересы, а именно желание решить свои проблемы за счет клиентов. Так, например, известны случаи, в том числе и в России, когда управляющий портфелем совершал сделки с использованием средств клиентов без получения согласия последних. В другом случае, инвестиционный банк рекомендовал клиенту покупать ценные бумаги (облигации, обеспеченные залладными) при том, что сам инвестбанк играл на понижение их курсовой стоимости.

Всегда есть альтернатива, конечно же, положить свою наличность во вклад в самый надежный банк под самый консервативный процент. Таким банком в нашей стране, по-видимому, является Сбербанк. Он настолько велик, что можно ожидать, что правительство окажет ему всяческую необходимую поддержку, что бы ни случилось, так как его крах будет серьезным ударом по всей финансовой системе страны. Однако главными факторами, которые, на наш взгляд, помогут относительно благополучно пережить финансовый кризис, являются хладнокровие, здравый смысл и осмотрительность.

Дополнительные материалы к аудиторным занятиям

Тема 1. Рынки труда

Приложение 1. Как не надо составлять резюме



Фамилия, имя, отчество: Иванов Иван Иванович

Дата рождения: 23.01.1989

Цель: позиция менеджера

Зарботная плата: 70 000 руб.

Образование: Нижнетагильский открытый гуманитарный университет (НГУ)
(2005–2010 гг.)

Факультет: экономики

Кафедра: экономики труда

Квалификация: экономист

Дополнительное образование: курсы английского языка «Busines English», курсы экстремальной езды, курсы биржевой торговли Forexclub, курсы сальсы

Личные качества: аккуратность, уверенность в себе, целеустремленность, креативность, ответственность, красота, доброта, коммуникабельность, грамотность, хорошее чувство юмора, смелость, адекватность.

Опыт работы:

2007 – Супермаркет «Пятерочка», менеджер по упаковке товара и уборке магазина

2008 – Work and Travel(USA) – Housekeeping in Hotel Virginia

2009 – Work and Travel(USA) – Housekeeping in Hotel Virginia

2010 год – Мак Дональдс – кассир-оператор

Владение иностранными языками: English – very good, German – good

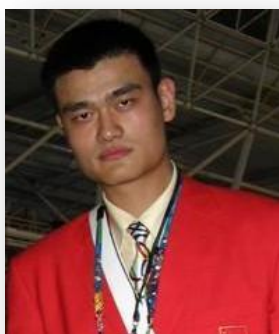
Электронная почта: vane4kasuper@gmail.com

Навыки работы с компьютером, оргтехникой, программным обеспечением:

Microsoft Word, Eksel, Power Point – native, Quik, уверенный пользователь ПК,
вожу автомобиль

Интересы и увлечения: общение с девушками, история России, путешествия,
болею за «Спартак» и «Сибирь»

Приложение 2. Пример удачно составленного резюме (хронологическое резюме)



Контактная информация

Фамилия, имя, отчество: Иванов Иван Иванович

Дата рождения: 23.02.1989

Моб. телефон: сот. +7 915 372 66 17

Город: Москва

e-mail: ivanov@nsu.ru

Дата рождения: 23.01.1989

Профессиональные интересы: менеджмент, маркетинг, логистика

Образование: высшее

Основное образование:

2005 – 2010 – «Новосибирский государственный университет», Факультет Экономический. Специальность “Менеджмент”. Диплом с отличием.

Квалификация – Экономист.

Дополнительные образовательные программы и достижения:

The association of Business Executives (London, UK)-Diploma in Business Management

Сертификат о сдаче экзамена TOEFL с баллом, подтверждающим знание английского языка на уровне Advanced(105 баллов из 120)

Благотворительный фонд В. Потанина – диплом за победу в конкурсе на соискание стипендии В. Потанина

Сертификат о прохождении курса «Business English»

Опыт работы:

2011–2012. Unilever – Novosibirsk: Менеджер-стажер

2010–2011 МакДональд’с: Кассир-оператор

2008–2009 Hotel Virginia: housekeeping

Владение иностранными языками: *Английский язык* – свободно владею (чтение, разговорная речь, перевод). Имеется сертификат TOEFL, Advanced.

Немецкий язык – начальные знания

Навыки работы с компьютером, оргтехникой, программным обеспечением:
Уровень владения ПК: Уверенный пользователь.

Знание программных продуктов: Windows, Microsoft Word, Microsoft Excel, SPSS, 1С: Предприятие

Интересы и увлечения: экономика, менеджмент, спорт (большой теннис, футбол), кино

Приложение 3. Пример функционального резюме¹

Мария Иванова

Иркутск, ул. Снегирева, д. 23

Тел.: (3952) 10-33-22, e-mail: mvi@net.ru

Цель

Получение позиции администратора офиса

Профессиональные достижения

- наработанные контакты с ведущими поставщиками бизнес-услуг;
- сокращение расходов компании на 5%;
- профессиональные административные навыки.

Профессиональные обязанности

- работа с поставщиками услуг;
- заключение корпоративных соглашений;
- организация специальных мероприятий;
- решение протокольных и визовых вопросов;
- организация командировок, бронирование гостиниц, страхование;
- закупка расходных материалов;
- перевод деловой и юридической документации;
- устные переводы презентаций, переговоров и конференций.

Опыт работы

05.2004–07.2008

администратор «Фармакор», представительство мультинациональной фармацевтической компании.

01.2002–04.2004

секретарь-администратор «Смит энд партнерс», представительство американской юридической фирмы.

01.1998–01.2002

секретарь генерального директора «Лайненен», представительство финской компании.

Образование

1993–1998

Иркутский государственный педагогический институт. Диплом преподавателя английского языка.

¹ По материалам сайта Future Today (<http://fut.ru/companies/fut/articles/15/>)

Тренинги

2008

Professional Management Skills, Oxford, UK;

2007

Professional Selling Skills, London, UK;

2006

Team Development Program, London, UK.

Сертификаты могут быть представлены по требованию.

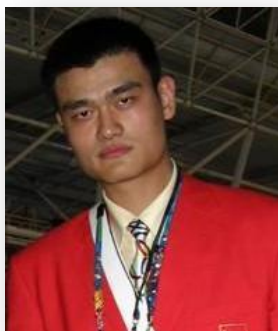
Дополнительная информация

Английский – свободный устный и письменный (со специализацией в области коммерческой корреспонденции).

ПК – опытный пользователь: Word, Excel, PowerPoint, Lotus Notes.

Приложение 4. Пример удачно составленного резюме (гибридное резюме)

Контактная информация



Фамилия, имя, отчество: Иванов Иван Иванович

Дата рождения: 23.02.1989

Моб. телефон: сот. +7 915 372 66 17

Город: Москва

e-mail: ivanov@nsu.ru

Дата рождения: 23.01.1989

Профессиональные интересы: менеджмент, маркетинг, логистика

Образование: высшее

Основное образование:

2005 – 2010 – «Новосибирский государственный университет», Факультет
Экономический. Специальность “Менеджмент”. Диплом с отличием.

Квалификация – Экономист.

Дополнительные образовательные программы и достижения:

The association of Business Executives (London, UK)-Diploma in Business
Management

Сертификат о сдаче экзамена TOEFL с баллом, подтверждающим знание
английского языка на уровне Advanced(105 баллов из 120)

Благотворительный фонд В. Потанина – диплом за победу в конкурсе на
соискание стипендии В.Потанина

Сертификат о прохождении курса «Business English»

Опыт работы:

2011–2012. Unilever – Novosibirsk: Менеджер-стажер

Должностные обязанности: категориальный менеджмент, управление закупками
и запасами предприятия

2010–2011 МакДональд’с: Кассир-оператор

Должностные обязанности: Работа в зале ресторана, на прилавке и за кассовым аппаратом

2008–2009 Hotel Virginia: housekeeping

Должностные обязанности: уборка номеров отеля

Владение иностранными языками:

Английский язык – свободно владею (чтение, разговорная речь, перевод).

Имеется сертификат TOEFL, Advanced.

Немецкий язык – начальные знания

Навыки работы с компьютером, оргтехникой, программным обеспечением:

Уровень владения ПК: Уверенный пользователь.

Знание программных продуктов: Windows, Microsoft Word, Microsoft Excel, SPSS, 1С: Предприятие

Интересы и увлечения: экономика, менеджмент, спорт (большой теннис, футбол), кино

Приложение 5. Пример резюме в текстовом формате

Евгения Считаева
ул.Цифровая, д.1, кв.1
г.Москва
111-2222

ХАРАКТЕРИСТИКА

=====

-- дипломированный бухгалтер

-Особые навыки работы в пищевой промышленности.

-- Отличное владение 1С, Excel, Access.

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ ОПЫТ

=====

=

МОСБЕТА-АУДИТ

с марта 2008 до декабрь 2012

г.Москва

Бухгалтер

-- ответственна за аудиторскую деятельность.

ОБРАЗОВАНИЕ

=====

=

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УПРАВЛЕНИЯ

г.Москва

Бухгалтерский учет и аудит, июль 2008

Приложение 6. Пример резюме временного работника

Андрей Иванов

Специализация: Оптимизация (SEO) / Продажа ссылок

Дополнительные специализации: Маркетинг и продажи / Креатив, Консалтинг /
Дизайн/Арт, Консалтинг / Разработка сайтов

Опыт работы: 4 года

Стоимость часа работы – 1000 руб.

Стоимость месяца работы – 150 000 руб.

Тема 2. Рациональное поведение и права потребителя

Приложение 1. Образец претензии (документ с сайта Роспотребнадзора)

ОБРАЗЕЦ

Кому: _____
(название организации-продавца)

Адрес: _____

Потребитель: _____

Адрес: _____

Тел: _____

П Р Е Т Е Н З И Я

(технически сложный товар с недостатком, обнаруженным в течение 15 дней с момента покупки)

« ____ » _____ г. мною приобретен(а) _____
марки _____, изготовителем которого является _____.
Факт покупки подтверждается _____
(кассовым или товарным чеком, свидетельскими показаниями и т. п.).

Гарантийный срок на товар составляет _____.

В процессе эксплуатации, через _____ дней, проявились недостатки, а именно: _____ (описать недостатки).

На основании вышеизложенного, в соответствии со ст. 18 Закона РФ «О защите прав потребителей», требую: _____
(указать одно своих требований)².

В случае необходимости проведения проверки качества (экспертизы) товара, моей собственности, прошу уведомить меня о месте и времени ее проведения, поскольку как потребитель и собственник товара имею право участвовать в проверке _____

² В соответствии с п. 1 ст. 18 Закона РФ «О защите прав потребителей» в отношении технически сложного товара (перечень технически сложных товаров утвержден постановлением Правительства РФ от 10 ноября 2011 г. № 924) потребитель в случае обнаружения в нем недостатков вправе:

- потребовать замены на товар этой же марки (модели, артикула);
- потребовать замены на такой же товар другой марки (модели, артикула) с соответствующим перерасчетом покупной цены;
- потребовать соразмерного уменьшения покупной цены;
- потребовать незамедлительного безвозмездного устранения недостатков товара или возмещение расходов на их исправление потребителем или третьим лицом;
- отказаться от исполнения договора купли-продажи и потребовать возврата уплаченной за товар суммы.

качества товара (присутствовать при проведении экспертизы).³

В случае отклонения моей претензии буду вынужден(а) обратиться в суд за защитой своих потребительских прав и, кроме вышеуказанного, я буду требовать возмещения причиненных мне **убытков и морального вреда** (основание: ст. 13–15 Закона РФ «О защите прав потребителей»).

Обращаю Ваше внимание на то, что при удовлетворении судом требований потребителя, установленных законом, суд взыскивает с изготовителя (исполнителя, продавца, уполномоченной организации или уполномоченного индивидуального предпринимателя, импортера) за несоблюдение в добровольном порядке удовлетворения требований потребителя штраф в размере пятидесяти процентов от суммы, присужденной судом в пользу потребителя.

Предлагаю спор решить в досудебном порядке.

Ответ прошу сообщить в письменной форме в установленные Законом сроки⁴ не позднее _____ (указать дату).

³ Продавец обязан принять товар ненадлежащего качества у потребителя и в случае необходимости провести проверку его качества. Потребитель вправе участвовать в проверке качества товара.

В случае спора о причинах возникновения недостатков товара продавец обязан провести экспертизу товара за свой счет. Экспертиза товара проводится в сроки, установленные ст. 20, 21, 22 Закона РФ «О защите прав потребителей». Потребитель вправе присутствовать при проведении экспертизы товара и в случае несогласия с ее результатами оспорить заключение такой экспертизы в судебном порядке.

⁴ Согласно ст. 21 Закона РФ «О защите прав потребителей» в случае обнаружения потребителем недостатков товара и предъявления требования о его замене продавец обязан заменить такой товар в течение семи дней со дня предъявления указанного требования потребителем, а при необходимости дополнительной проверки качества такого товара продавцом (изготовителем, уполномоченной организацией или уполномоченным индивидуальным предпринимателем, импортером) – в течение двадцати дней со дня предъявления указанного требования.

Если у продавца (изготовителя, уполномоченной организации или уполномоченного индивидуального предпринимателя, импортера) в момент предъявления требования отсутствует необходимый для замены товар, замена должна быть проведена в течение месяца со дня предъявления такого требования.

Требования потребителя о возврате уплаченной за товар денежной суммы, а также требование о возмещении убытков, причиненных потребителю вследствие продажи товара ненадлежащего качества либо предоставления ненадлежащей информации о товаре, подлежат удовлетворению продавцом в течение десяти дней со дня предъявления соответствующего требования (ст. 22 Закона РФ «О защите прав потребителей»).

За нарушение вышеуказанных сроков продавец, допустивший такие нарушения, уплачивает потребителю за каждый день просрочки неустойку (пеню) в размере одного процента цены товара (ст. 23 Закона РФ «О защите прав потребителей»).

Приложение: _____ (копии документов, удостоверяющих факт покупки товара и других документов, имеющих отношение к сделке).

Дата _____

Подпись _____

Отметка о получении претензии продавцом (при личном вручении).

(ВНИМАНИЕ: Претензия составляется в 2-х экземплярах (один передается продавцу, другой остается у потребителя). На экземпляре потребителя продавец должен поставить отметку о получении претензии (начало отсчета срока исполнения указанных в претензии требований). В случае не принятия продавцом претензии, следует направить ее по почте заказным письмом с уведомлением (дата вручения – начало исчисления срока исполнения указанных в претензии требований)).

Приложение 2. Нарушение интересов и прав в сфере финансовых услуг и Финансовый омбудсмен

Нарушение интересов. Бывают ситуации, когда нарушения прав со стороны поставщика услуги нет, но выдвигаемые потребителю условия ущемляют его интересы. Например, в связи с потерей работы заемщик временно не может выплачивать проценты по кредиту и просит банк о реструктуризации его долга, или отсрочке, или других компромиссных вариантах, но банк не идет навстречу. Или, согласно договору о займе, процентная ставка по кредиту – плавающая и привязана она к ставке рефинансирования в случае ее увеличения. Очевидно, что ситуация, когда ставка рефинансирования снижается, а процент по займу остается на прежнем (неоправданно высоком) уровне, ощущается потребителем, как несправедливая, хотя формально ни его права, ни закон не нарушены. В таких ситуациях речь идет о нарушении интересов потребителя, и что-то требовать, в том числе через суд, потребитель не имеет законных оснований. Однако в решении подобных ситуаций может оказать существенную помощь финансовый омбудсмен.

Финансовый омбудсмен – это примиритель на финансовом рынке, он рассматривает споры, возникшие между финансовыми организациями и их клиентами, во внесудебном порядке. То есть омбудсмен – не судья, и, по сути, он не имеет полномочий требовать что-либо от финансовых организаций, он может лишь рекомендовать. Планируется закон, который урегулирует эту сторону вопроса, но уже сейчас, до появления такого закона, многие банки прислушиваются к рекомендациям омбудсмена и следуют им. Это вопрос профессиональной этики: в странах с развитой рыночной экономикой игнорировать рекомендации омбудсмена просто неприлично – ни одна солидная кредитная организация себе такого не позволит. Однако чтобы омбудсмен мог вам помочь, хорошо бы, чтобы и вы стояли на страже своих интересов и выбирали в качестве контрагента солидную организацию.

Как обратиться к омбудсмену за поддержкой? Во-первых, омбудсмен рассматривает заявления только от физических лиц, по договорам с финансовыми организациями, не связанным с предпринимательской деятельностью этих лиц. При этом сумма требований не должна превышать 300 000 руб. Во-вторых, до обращения к омбудсмену заявитель должен направить претензию исполнителю услуги и получить ответ. Если в разумные сроки (до 30 рабочих дней) ответ не получен или получен, но его содержание не устраивает потребителя, то можно обращаться к финансовому омбудсмену. Это письменное заявление, форма которого (вместе со всей необходимой

информацией о деятельности омбудсмена) есть на сайте Ассоциации Российских Банков (АРБ)⁵.

Омбудсмен и сотрудники его секретариата рассмотрят заявление, разъяснят заявителю его права и обязанности в связи с предъявляемой претензией и дадут рекомендации о форме разрешения спора.

Рассмотрение заявки, консультация и непосредственно рассмотрение (слушание) дела являются бесплатными⁶.

В случае, когда спор удалось благополучно разрешить, омбудсмен утверждает подписанное сторонами Примирительное соглашение (документ, подтверждающий, что банк и заемщик не имеют взаимных претензий) и выносит Постановление, разрешающее спор по существу, либо Постановление о прекращении разбирательства спора. В случае если вынесенное омбудсменом решение не удовлетворяет потребителя, или если исполнитель услуги отказывается выполнять рекомендации омбудсмена, то потребитель может обратиться в суд.

Заметим, что в сферу компетенций финансового омбудсмена входит рассмотрение споров также в случаях нарушения прав: при незаконном начислении процентов по кредиту, при злоупотреблении коллекторских агентств, если банк требует вернуть кредит досрочно или взимает комиссии за ведение ссудного счета, если с вашей банковской карты похищены средства.

⁵ Ассоциация российских банков [Электронный ресурс] : <http://arb.ru/b2c/abuse/>.

⁶ Обратиться в офис омбудсмена за консультацией можно: по телефонам: 8(495)691-64-19; 8(916)226-41-48; 8 (916)226-41-43, по электронной почте: finomb@arb.ru, в письменном виде по адресу: 121069, г.Москва, Скатертный пер., д.20, стр.1 (для Финансового омбудсмена).

Вопросы и задания для самостоятельной работы

Тема 1. Рынки труда

Задание 1. В Тридевятом царстве экономически активное население составляет 390 000 человек. Уровень безработицы в экономике 3,9%. В результате сокращений в войске тридевятого царства без работы осталось 3900 человек. Как изменился уровень безработицы в Тридевятом царстве?

Задание 2. Дайте определение общей и зарегистрированной безработицы. Почему уровни зарегистрированной и общей безработицы в РФ существенно отличаются?

Задание 3. Что такое человеческий капитал? Чем он отличается от «обычного» капитала? Каким образом можно осуществлять инвестиции в человеческий капитал?

Задание 4. (Дополнительный вопрос повышенной сложности) Как вы думаете, почему государство финансирует школьное образование? А почему оно финансирует высшее образование?

Задание 5. Назовите основные стратегии поиска работы. Куда бы Вы обратились и почему?

Задание 6. Представьте себе ситуацию, когда работодатель нарушает Ваши права – задерживает зарплату на 3 месяца. Каковы основные пути решения конфликта?

Задание 7. Представьте себе, что Вы устраиваетесь на работу, и работодатель предлагает Вам выплачивать зарплату «в конверте». Опишите, пожалуйста, негативные последствия теневой заработной платы для работника.

Задание 8. Иван Петров закончил школу. Ему 18 лет. У него есть несколько возможностей:

Пойти работать. Зарплата работника со средним общим образованием в стране – 15 000 руб.;

Поступить в техникум. Длительность обучения в техникуме 3 года, оплата 25 000 в год. Зарплата специалиста со средним профессиональным образованием в стране – 20 000 руб.;

Поступить в институт. Длительность обучения в институте 5 лет, зарплата специалиста с высшим профессиональным образованием в стране – 30 000 руб.

Для простоты предположим, что работать Иван будет ровно до достижения им пенсионного возраста, то есть до 60 лет, и зарплата работников не меняется в течение жизни. Посоветуйте, как правильно поступить Ивану (Иван максимизирует суммарный доход).

Задание 9. Каково содержание пассивных программ рынка труда, реализуемых государственной службой занятости населения?

Задание 10. Назовите основные активные программы рынка труда, которые реализует государственная служба занятости населения?

Тема 2. Рациональное поведение и права потребителя

Задание 1. Выберите потребительский продукт (автомобиль, телевизор, фотоаппарат и т. п.) и найдите профессиональные обзоры этого продукта. Сопоставьте несколько обзоров, проанализируйте их. Какой информации, представленной в этих обзорах, по-вашему, можно доверять, а какой – не вполне?

Задание 2. Выберите потребительский продукт и найдите в интернете отзывы пользователей об этом продукте (лучше выбрать тот же продукт, профессиональные отзывы о котором вы изучали в рамках предыдущего задания). Какая информация, содержащаяся в этих отзывах, представляется вам наиболее полезной? Сопоставьте информацию, которую вы почерпнули из отзывов пользователей, с информацией из профессиональных обзоров (из предыдущего задания); обсудите полученные результаты.

Задание 3. Проанализируйте предложения операторов мобильной связи в вашем регионе и выберите наиболее подходящий для вас вариант. Если вы уже являетесь абонентом одного из операторов, получите от своего оператора статистику, отражающую ваше потребление услуг связи, и примите ее во внимание при выборе подходящего тарифа. Учтите, что при смене тарифа ваше поведение может измениться. Учтите также, что за саму смену тарифов операторы иногда берут плату. Если наиболее выгодным является тариф другого оператора, учтите неудобства, связанные со сменой номера.

Задание 4. Узнайте стоимость электроэнергии в вашем регионе, а также стоимость установки двухтарифного или трехтарифного счетчика. Оцените потребление электроэнергии в вашей семье. Подсчитайте, за какое время окупится установка счетчика.

Задание 5. Оцените, за какое время окупится установка трехтарифного счетчика в Москве. Установка однофазного многотарифного счетчика в Москве (по состоянию на сентябрь 2013 г.) составляла 3700 руб. Предположим, что расход электроэнергии в семье составляет 100 кВт.ч в пиковое время (тариф Т1, с 7 до 10 утра и с 5 до 9 вечера), 75 кВт.ч в ночное время (тариф Т2, с 11 вечера до 7 утра) и 110 в полупиковое время (тариф Т3, с 10 утра до 5 вечера и с 9 до 11 вечера). Тарифы (по состоянию на сентябрь

2013 г.): при одностарифном счетчике 4,5 руб. за кВт.ч; при трехтарифном счетчике 4,54 руб. за кВт.ч (Т1), 1,16 руб. за кВт/ч (Т1), 3,76 руб. за кВт.ч (Т1).

Задание 6. Студент Иван решил оптимизировать свои расходы на мобильную связь. Для этого он запросил у оператора детализацию своих вызовов за последний месяц.

Исходящие вызовы на городские номера	30 мин.
Исходящие вызовы внутри сети	90 мин.
Исходящие вызовы на мобильные номера других операторов	55 мин.
Исходящие SMS	20 шт.
Мобильный Интернет	70 Мб

Совокупные расходы Ивана на мобильную связь за последний месяц составили 900 руб.

Иван внимательно изучил предлагаемые оператором мобильной связи тарифные планы: наиболее привлекательными ему показались тариф «Студенческий» и «Безлимитный 500».

Тариф «Студенческий» без абонентской платы. Стоимость исходящего вызова на любые номера домашнего региона – 3 коп./сек. Цена SMS на любые номера России – 1,5 руб./шт. Стоимость мобильного Интернета – 6 руб./Мб. Входящие вызовы – бесплатно. Тарифом предусмотрена посекундная тарификация вызовов.

Тариф «Безлимитный 500» включает абонентскую плату в размере 500 руб. в месяц. В абонентскую плату входят 500 минут для звонков на любые местные номера и 1 Гб Мобильного Интернета в домашнем регионе. Стоимость исходящих вызовов с 501-й минуты на любые номера домашнего региона – 1 руб./мин. Цена SMS на любые номера России – 2,5 руб./шт. Стоимость мобильного Интернета сверх 1 Гб в месяц составляет 1 руб./Мб. Входящие вызовы – бесплатно. Тарифом предусмотрена поминутная тарификация вызовов.

Какой тариф следует выбрать Ивану?

Задание 7. В таблице представлены основные параметры тарифов двух кредитных карт. Определите, какому типу клиентов и для каких целей подходит каждая из этих карт.

Параметры карты	Карта «ВТБ24 – Трансаэро» Visa Gold	«Молодежная кредитная карта» Сбербанк
Кредитный лимит	до 600 000 руб.	от 3000 до 200 000 руб.
% ставка за пользование кредитом	18%	24%
Льготный период	50 дней	50 дней
Плата за обслуживание в первом году	2000 руб.	750 руб.
Плата за обслуживание за каждый последующий год	4000 руб.	750 руб.
Пени за несвоевременное погашение долга	0,5% в день от суммы просроченных обязательств	38% в год
Особые условия, дополнительные привилегии	Скидки и спец. предложения компаний – партнеров ВТБ24	Скидки и спец. предложения компаний – партнеров Сбербанка

Задание 8. «Творческое»: Вспомните случай нарушения прав из вашей жизни, проанализируйте его на предмет противоречия соответствующим законам, опишите, как нужно было действовать для защиты своих прав, оцените, каковы шансы решения суда по такому делу в вашу пользу.

Задание 9. Чем отличается ситуация нарушения прав потребителя от ситуации нарушения интересов потребителя? Как следует действовать потребителю в случае нарушения его интересов?

Задание 10. Перечислите основные права потребителя, согласно Закону РФ «О защите прав потребителя». Раскройте (кратко) смысл каждого права.

Задание 11. Как можно попробовать защитить свои права в досудебном порядке?

Тема 3. Финансовые риски

Задание 1. Что произойдет с равновесной ставкой процента при росте производства?

Задание 2. При какой разнице в ставках выгодно брать сейчас кредит в долларах, если текущий курс составляет 31 руб./\$, и прогнозируемый курс на момент погашения ожидается на уровне 32 руб./\$, предполагая срок кредита, равный 1 году?

Задание 3. Как отразится на стоимости залога в виде облигаций рост инфляции?

Задание 4. Объясните, почему эффективная процентная ставка по простому кредиту будет отличаться от процентной ставки по кредиту с фиксированным платежом при условии, что и сумма кредита, и объем выплаченных процентов в результате будут одинаковыми. В каком случае процентная ставка будет выше?

Задание 5. Каким стратегиям нужно следовать, чтобы уменьшить валютный риск?

Задание 6. «Крупные банки скорее предложат более низкую ставку по кредитам, чем маленькие». Критически оцените это утверждение.

Задание 7. Предположим, у вас есть выбор из двух кредитов на 1 млн руб. В одном случае номинальная процентная ставка 10%, в другом 8%, но сразу берется комиссия за оформление кредита в размере 20 тыс. руб. Какое предложение выгодней, если погашение и выплата процентов к телу кредита производится в обоих случаях через год?

Тема 4. Инвестиционные риски

Задание 1. Инвестор сравнивает два альтернативных вложения: облигацию Федерального Займа РФ, доходность которой 7% (срок погашения соответствует горизонту инвестирования), и акцию автопроизводителя «Бибика», которая при сценарии роста российской экономики обеспечивает доходность 20%, а при стагнации доходность будет -5%. Стагнация и рост – единственно возможные сценарии: они равновероятны.

Что выберет рискофил? Равнодушный к риску? Рискофоб?

Предположим квадратичную форму функции полезности. Каково значение коэффициента склонности к риску, при котором инвестору все равно: покупать акции «Бибики» или ОФЗ?

Задание 2. Приведите несколько примеров систематического и несистематического риска. В чем отличия?

Задание 3. В таблице приведены доходности актива и количество дней с такой доходностью за 50 дней. Посчитайте 10% VaR.

Доходность	Количество наблюдений
-5%	2
10%	1
-1%	9
-12%	1
-4%	1
3%	9
1%	11
7%	8
-2%	4
8%	3
-3,5%	1

Задание 4. Относительно кредитных рейтингов существует понятие «суверенный потолок»: как правило, рейтинг компании не может быть выше рейтинга страны, в которой она находится. Как вы думаете, чем это обосновано?

Задание 5. Приведите примеры инвестиций для агента по недвижимости, проживающего на окраине крупного мегаполиса, снижающие его совокупный риск. Объясните свой выбор.

Задание 6. У вас есть выбор из трех активов. В таблице представлены возможные варианты развития событий, С1 и С2. Какие два актива вам стоит выбрать в целях минимизации риска?

Сценарий/актив	А	Б	В
С1	Высокая доходность	Высокая доходность	Низкая доходность
С2	Низкая доходность	Низкая доходность	Высокая доходность

Задание 7. Назовите риски, которым может подвергаться акция. Каким образом можно застраховаться от них?

Задание 8. Вы построили меру риска VaR для доходности курса рубля к доллару по данным за 2011–2012 гг. Проведя backtesting на данных за 2008–2010 гг. вы понимаете, что... Закончите предложение.

Задание 9. Покажите математически, что опираясь на коэффициент Шарпа инвестор, выбирая из альтернатив: а) купить акцию А на свои деньги и б) купить акцию А частично на заемные, частично на свои, никогда не выберет б), т. е. инвестирование с плечом.

Задание 10. У вас достаточно диверсифицированный портфель (например, у вас есть паи индексного фонда), и вы планируете докупить акции в целях общего снижения риска. Вы знаете, что коэффициент β (в модели CAPM) акции А $\beta_A = 0,5$, у акции Б $\beta_B = 1,2$, а акции В $\beta_V = -0,2$. Покупка какого актива предпочтительней и почему?

Тема 5. Инвестиции в ликвидные активы

Вопрос 1. Что такое купонная облигация и как она выпускается?

Вопрос 2. Облигации каких стран считаются безрисковыми? В чем суть кризиса Греции?

Вопрос 3. Зачем нужен рейтинг облигаций компаний при выпуске? Какие бывают рейтинги?

Вопрос 4. Что такое принцип диверсификации при инвестировании?

Вопрос 5. Что такое процентный риск?

Вопрос 6. Приведите примеры финансовых пузырей.

Задание 1. Пусть размер дивидендов некоторой акции колеблется: в четном году он составляет 10 руб., а в нечетном дивиденды по некоторым причинам не выплачиваются. Какую цену будет готов заплатить за эту акцию инвестор, если ставка дисконтирования будущих платежей – 5%.

Задание 2. Пусть доходность к погашению однолетней облигации растет с темпом 2% в год и в первый год составляет 8% годовых. Чему должен равняться доход трехлетней облигации, чтобы для инвестора возможности вложения три года подряд в однолетние облигации и вложения один раз в трехлетнюю облигацию были одинаково выгодны?

Задание 3. Пусть номинал облигации составляет 10 000 руб. и мы имеем дело с купонной облигацией с фиксированным купоном по ставке 5% с выплатой купонов каждые полгода. Чему равен размер купонной выплаты? Предположим, что теперь ставка не фиксированная, а определяется как ставка RUONIA плюс три процентных пункта. Предположим, что среднее значение этой ставки за рассматриваемый полугодичный период составило 6,8% годовых. Чему теперь равен размер купонной выплаты за данный период?

Тема 6. Инвестиции в реальные активы

Задание 1. Что такое фьючерс? Как связаны фьючерсные и спотовые цены?

Задание 2 . Попробуйте объяснить, зачем крестьянам в средневековой Японии нужно было использовать аналог фьючерсов.

Задание 3. От чего может зависеть рыночная стоимость жилья в вашем городе? Назовите не менее 10 факторов и объясните степень их влияния.

Задание 4. Почему и при каких условиях аренда может быть выгоднее, чем покупка квартиры?

Задание 5. Как возникают «спекулятивные» пузыри?

Задание 6. Объясните феномен естественных ограничений величины ожидаемого роста арендных платежей.

Задание 7. Назовите два индикатора «перегретости» рынка.

Задание 8. Как связаны кризис субпремиальных закладных США и Великая рецессия 2007–2009 гг.?

Задание 9. Предположим, что арендный платеж квартиры за первый месяц составляет 10 000 руб., а в дальнейшем он будет расти с постоянным темпом 2%. Ставка дисконтирования равна 10%. Чему равна цена квартиры с точки зрения инвестора?

Задание 10. Предположим, что инвестор в первой задаче собирается владеть активом и собирается сдавать его в аренду другим участникам рынка. Какую цену он установит для арендаторов квартиры, если он хочет получить полную стоимость квартиры в течение трех лет?

Задание 11. Во сколько раз изменится стоимость объекта, если ожидаемый уровень темпа роста аренды увеличится с 3% до 4%? Ставка дисконтирования равна 10%. Как изменится ответ, если ставка дисконтирования равна 7%?

Тема 7. Финансовые кризисы

Задание 1. Что такое финансовый кризис?

Задание 2. Какие показатели используются как индикаторы того, что на рынке жилой недвижимости, вероятно, образуется пузырь?

Задание 3. Как определяется ценность объекта недвижимости для инвестора?

Задание 4. Что такое финансовый пузырь?

Задание 5. Какие меры предпринимаются, чтобы исключить ситуацию нехватки средств в случае «набега» вкладчиков на банк?

Задание 6. Что такое субстандартный кредит?

Задание 7. Как устроена секьюритизация кредитов?

Задание 8. С какой целью сумма застрахованного вклада ограничивается сверху?

Задание 9. Что означают слова «низкая ликвидность актива»?

Задание 10. Каковы основные действия, которые рекомендуется предпринять непрофессиональному инвестору, столкнувшемуся с финансовым кризисом?

Методические рекомендации по организации проектной работы слушателей

В вариативных блоках факультативного курса по финансовой грамотности предусмотрен итоговый контроль обучения слушателей по результатам проектной работы. Проектная работа предполагает написание слушателями небольшого реферата (7–9 тыс. знаков с пробелами, что соответствует 4–5 страницам текста) после проведения исследований по заданной теме с использованием средств сети интернет, местных и вузовских библиотек и других доступных им ресурсов. Темы проектов должны быть определены преподавателем индивидуально для каждого слушателя в начале блока и могут отличаться от тем, приведенных ниже. При выборе темы преподавателю настоятельно рекомендуется принимать во внимание желание слушателя и особое преимущество предоставлять тем темам, которые были предложены слушателем по собственной инициативе.

Выполненные слушателями проектные работы должны быть сданы преподавателю в конце курса. Оценка проектных работ проводится по шкале до 10 баллов (связанной с традиционной шкалой до 5 баллов отношением 2 : 1). При проверке заданий по проектной работе преподавателю следует учитывать правильность, обоснованность, самостоятельность, оригинальность и полноту раскрытия проектной темы слушателем.

В качестве предлагаемых тем разработчики УМК предлагают преподавателю воспользоваться следующими:

1. Рынок паевых инвестиционных фондов в России. (Виды паевых инвестиционных фондов, их доходность, где можно приобрести пай и что для этого нужно сделать, на что нужно обращать внимание, выбирая ПИФ).

2. Рынок облигаций в России. (Какие облигации можно купить в России, кто выпускает облигации в России, доходность российских облигаций, как можно приобрести облигации частному лицу, на что нужно обращать внимание, выбирая облигации, ликвидность рынка облигаций в России).

3. Рынок акций в России. (Какие акции продаются в России, каков объем рынка, какова доходность владения акциями российских компаний, каким образом и где, можно приобрести акции).

4. Выбор ипотечного кредита в России. (Предположим, что Вы хотите взять рублевый кредит сроком на 20 лет на приобретение готового жилья. Опишите Вашу стратегию выбора ипотечного банка. Какие банки выдают ипотеку. Какие процентные

ставки предлагают банки? Как Вы думаете, почему у одних банков они выше, у других ниже. Какие еще условия выдвигают банки при ипотечном кредитовании. На какие параметры будете смотреть Вы, выбирая банк. В каких банках Вам кредит будет доступен, в каких нет. От чего это зависит?).

5. Выбор автокредита в России. (Предположим, что Вы хотите взять рублевый кредит сроком на 3–5 лет на приобретение иностранного автомобиля (подержанного автомобиля). Опишите Вашу стратегию выбора банка. Какие процентные ставки предлагают банки? Как Вы думаете, почему у одних банков они выше, у других ниже. Какие еще условия выдвигают банки при автокредитовании. На какие параметры будете смотреть Вы, выбирая банк. В каких банках Вам кредит будет доступен, в каких нет. От чего это зависит?).

6. Процентные ставки в России. (Опишите, на каком уровне находятся процентные ставки на кредитные/депозитные продукты в России в последние годы. Какие факторы влияют на формирование процентных ставок в России. Выберите два банка, например, государственный и частный, и сравните их процентные ставки. Объясните, чем обусловлена разница в ставках у этих банков.)

7. Построение диверсифицированного портфеля.

8. Долговые ценные бумаги различных стран.

9. Торговля на рынке Forex.

10. «Спекулятивные» пузыри на рынке нефти. Возможность возникновения и оценка вероятностей возможных последствий.

11. Тюльпаномания. Пузырь на рынке тюльпанов в Голландии в 17 веке.

12. Оценка стоимости и цены аренды моей квартиры. Оценка факторов.

13. Ликвидные и неликвидные активы. Анализ использования. Стратегия поведения.

14. Изучите и опишите историю и причины возникновения какого-нибудь финансового кризиса из тех, что не были рассмотрены на занятиях.