

Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

3.1. Восстановление рынка акций после кризиса

3.1.1. Сравнение параметров двух российских кризисов

К январю 2014 г. российский рынок не восстановился до максимальных значений фондовых индексов, зафиксированных незадолго до кризиса 2008 г. В отличие от кризиса 1997–1998 гг., при котором восстановление происходило по V-образной траектории, динамика фондового индекса РТС после 2008 г. более точно описывается буквой W. В рамках данной траектории в 2013 г. индекс РТС проходил через вторую фазу снижения, его значение уменьшилось с 2044,2 пункта в марте 2011 г. до 1301,0 в январе 2014 г.

Кризис 2008–2009 гг. уступал кризису 1997–1998 гг. по глубине и продолжительности падения индексов (табл. 1). В конце 1990-х индекс РТС упал на 91,3%, индекс ММВБ – на 73,0%; глубина падения обоих индексов в 2008–2009 гг. составила соответственно 78,2 и 68,2%. В 1997–1998 гг. индекс РТС падал в течение 14 месяцев, ММВБ – 13 месяцев; продолжительность падения данных индексов в 2008–2009 гг. составила соответственно 8 и 6 месяцев.

Таблица 1

Финансовые кризисы 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. в России и последующее восстановление рынка (по состоянию на 31 января 2014 г.)

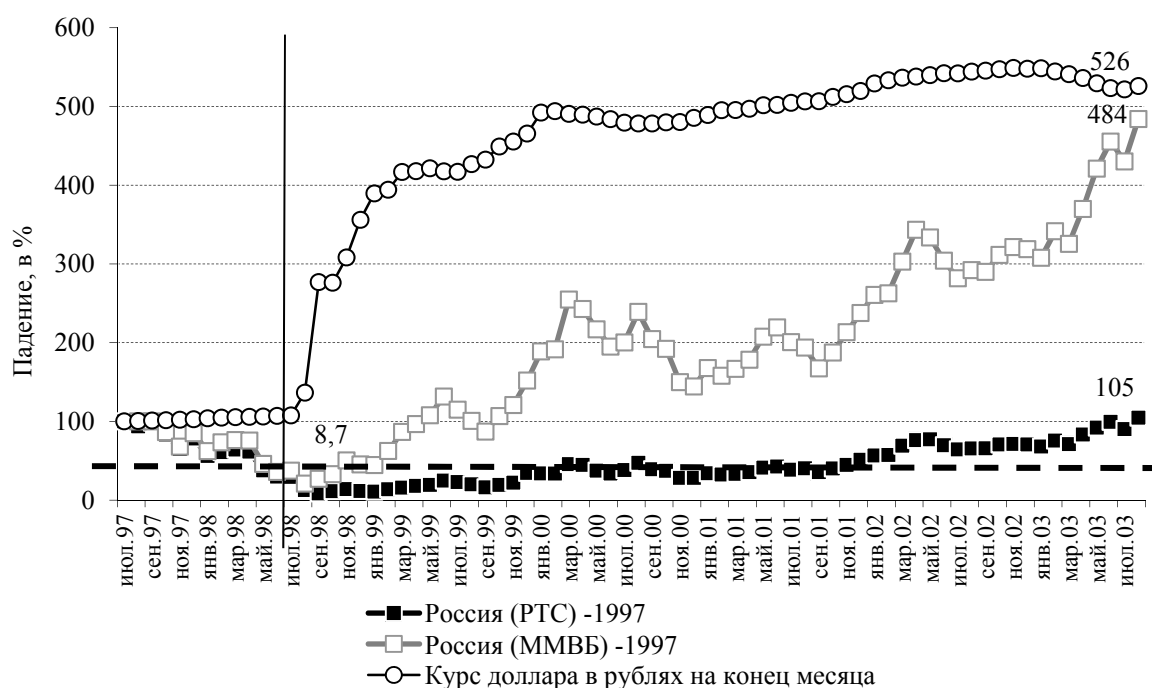
	Кризис 1997–1998 гг.	Кризис 2008–2009 гг.
1. Падение от пика		
1.1. Глубина, %		
Индекс РТС	–91,3	–78,2
Индекс ММВБ	–73,0	–68,2
1.2. Продолжительность, месяцев		
Индекс РТС	14	8
Индекс ММВБ	13	6
2. Восстановление, месяцев		
Индекс РТС	58	60
Индекс ММВБ	8	62

Источник: по данным Московской биржи.

Однако после 1998 г. из-за 5-кратной девальвации рубля рублевый индекс ММВБ восстановился до пикового предкризисного значения всего за 8 месяцев, а восстановление валютного индекса РТС заняло 58 месяцев. После кризиса 2008 г. рубль был девальвирован лишь на 50%. Траектория изменения валютного курса с мая 2008 г. по ян-

варь 2014 г. имела W-образную форму, что задавало такую же динамику изменений индексов РТС и ММВБ. С мая 2008 г. по февраль 2009 г. в процессе «управляемой» девальвации курс доллара повысился с 23,74 до 35,72 руб., или на 50,5%. По мере последующего восстановления финансовой системы рубль укрепился до 27,50 руб. за доллар в апреле 2011 г. С мая 2011 г. обесценение рубля восстановилось. В январе 2014 г. курс доллара достиг 35,24 руб., т.е. он был на 48,4% выше майского курса 2008 г. Умеренная девальвация рубля в результате кризиса 2008 г. по сравнению с последствиями кризиса 1998 г. в то же время предопределила более медленное восстановление двух основных российских фондовых индексов в текущем периоде.

Отличия в глубине девальвации рубля во время кризисов 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. обуславливают разную динамику восстановления индексов РТС и ММВБ. Оценка акций в портфеле индекса ММВБ осуществляется в рублях, индекса РТС – в долларах США, поэтому при более чем 5-кратной девальвации рубля¹ в 1998 г. последующее восстановление индекса ММВБ шло быстрее, чем индекса РТС (рис. 1). До докризисного пика индекс ММВБ восстановился уже к маю 1999 г., т.е. спустя всего 8 месяцев после прохождения «дна» кризиса. Восстановление индекса РТС заняло 58 месяцев после достижения им минимального значения во время кризиса.



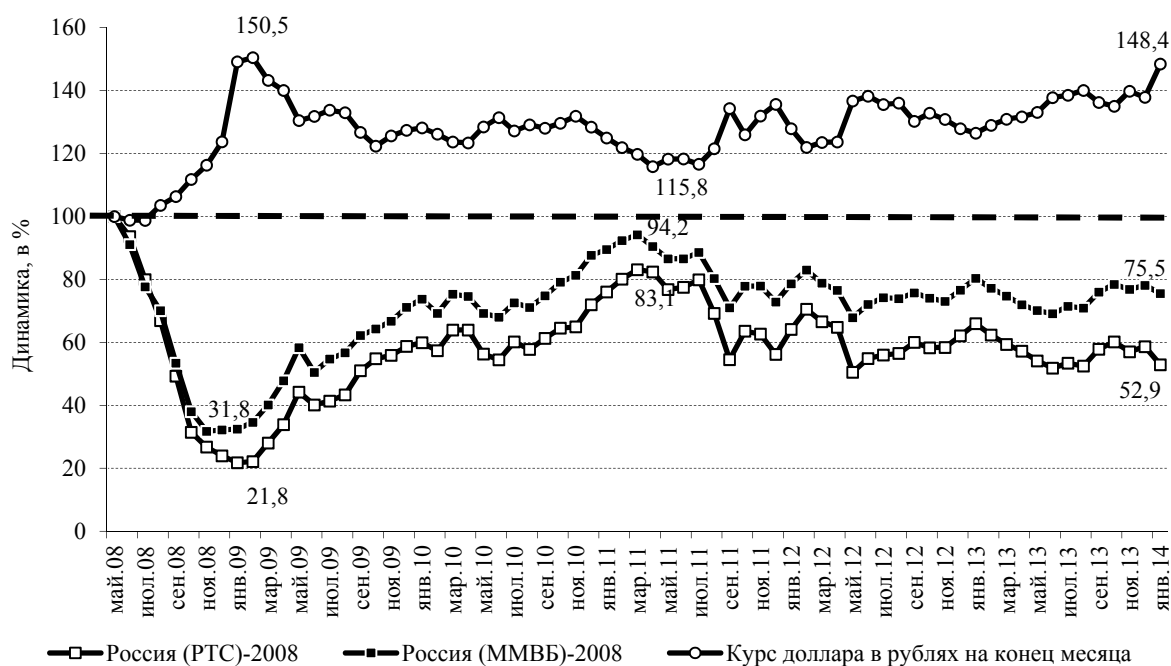
Источник: по данным Московской биржи и Банка России.

Рис. 1. Изменения курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ во время кризиса 1997–1998 гг. (июль 1997 г. = 100%)

Во время кризиса 2008–2009 гг. максимальный уровень девальвации рубля составил 50% (рис. 2). К апрелю 2011 г. курс рубля укрепился, так что уровень его ослабления составил лишь 15,8% к предкризисной ситуации. Однако с мая 2011 г. доллар вновь стал укрепляться, и к январю 2014 г. уровень девальвации рубля вновь вернулся к ру-

¹ В течение 1998–2003 гг.

бежу, близкому к 50%. Именно с мая 2011 г. начался новый этап вывода средств из иностранных фондов, инвестирующих в акции российских эмитентов¹. Из-за более скромной девальвации рубля по сравнению с кризисом 1998 г. нынешнее восстановление индексов РТС и ММВБ шло практически одинаково с небольшим преимуществом индекса ММВБ, который восстанавливается чуть-чуть быстрее. В январе 2014 г. индекс РТС достиг 52,9%, индекс ММВБ – 75,5% от пикового значения данных индексов в мае 2008 г.



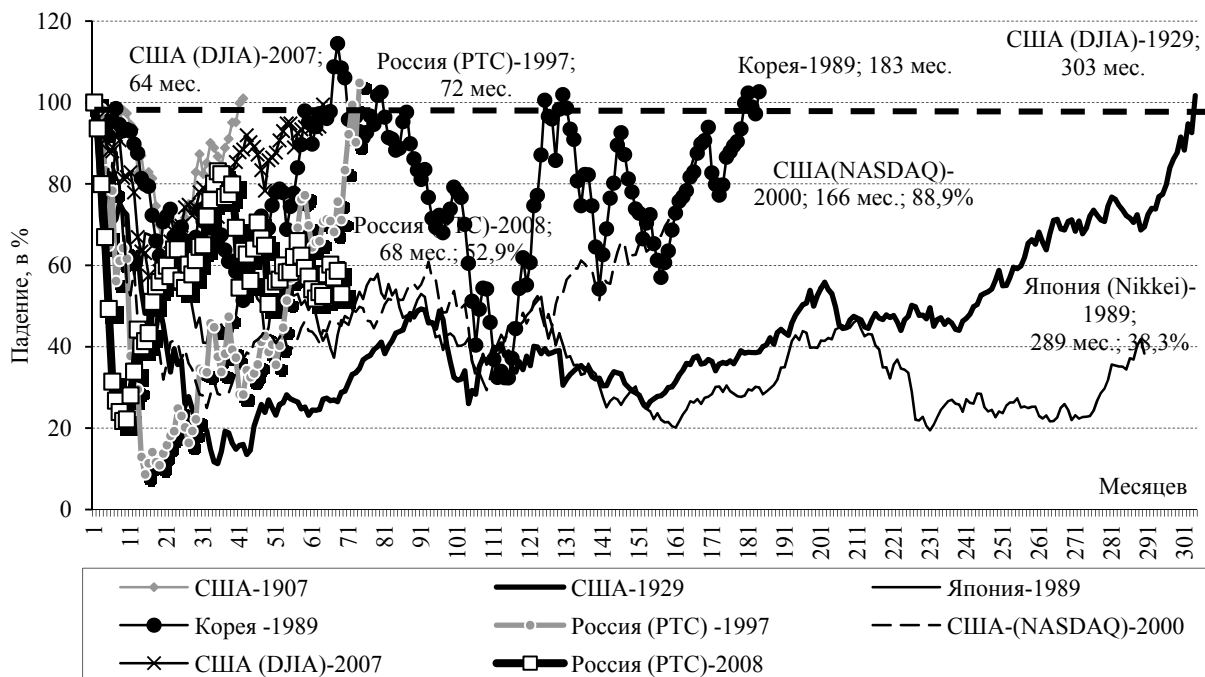
Источник: рассчитано по данным Банка России и Московской биржи.

Рис. 2. Изменения курса доллара, индексов РТС и ММВБ с мая 2008 г. по январь 2014 г. (май 2008 г. = 100%)

3.1.2. Долгосрочные и краткосрочные финансовые кризисы

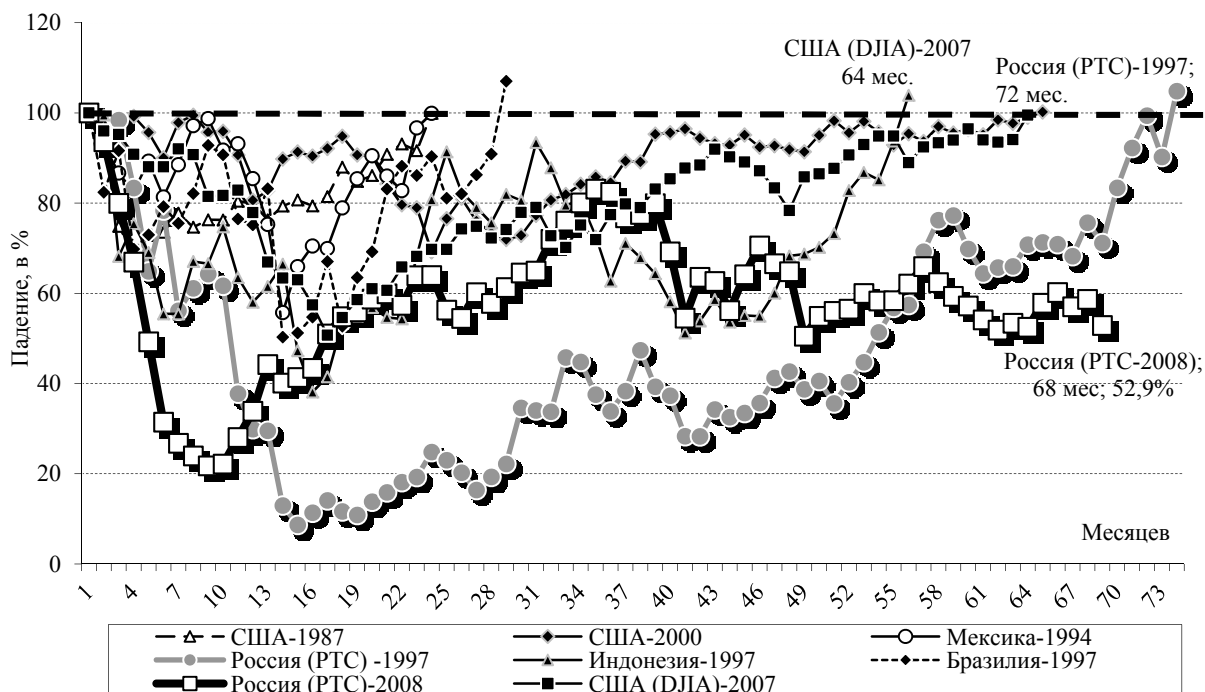
На фоне крупнейших долгосрочных финансовых кризисов последнего столетия (рис. 3) текущий финансовый кризис в России является краткосрочным. С мая 2008 г. по январь 2014 г. восстановление индекса РТС продолжается пока лишь 68 месяцев. Полное восстановление фондового индекса Республики Корея после кризиса 1989 г. продолжалось 183 дня, индекса США после начала Великой депрессии в 1929 г. – 303 месяца. Незавершившееся пока восстановление японского индекса NIKKEI-225 после 1989 г. продолжается 289 месяцев, американского индекса NASDAQ-Composite с 2000 г. – 166 месяцев. Несмотря на рекордные приросты на 22,9% в 2012 г. и на 56,7% в 2013 г., японскому фондовому индексу остается всего 14 месяцев, чтобы стать абсолютным мировым рекордсменом по длительности восстановления, перекрывшим рекорды восстановления индекса Доу – Джонс Индастриал Эвередж (DJI) после депрессии 1929 г.

¹ О причинах данного явления подробнее см. в разделе 3.3.2.



Источник: по данным Московской биржи и www.finance.yahoo.com.

Рис. 3. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на 31 января 2014 г. (пик = 100%)



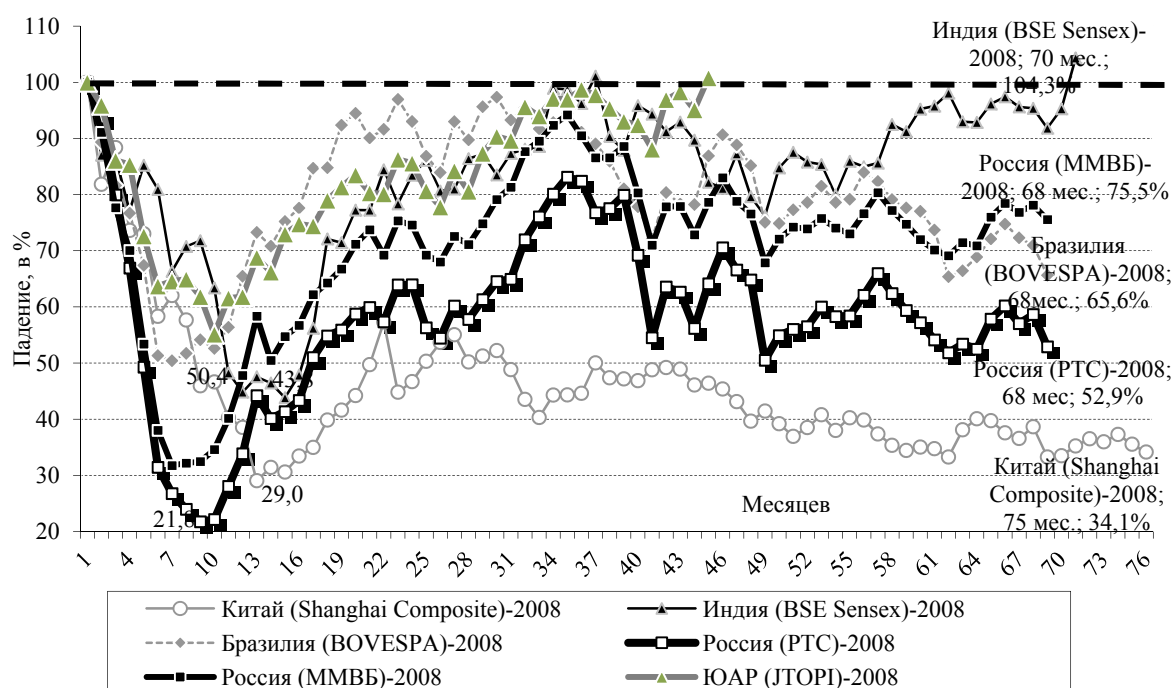
Источник: по данным Московской биржи и www.finance.yahoo.com.

Рис. 4. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на 31 января 2014 г. (пик = 100%)

На фоне наиболее известных краткосрочных финансовых потрясений в США в 1987, 2000 и 2007 гг., в Мексике в 1994 г., в Индонезии в 1997 г. и в Бразилии в 1997 г. российский кризис 2008–2009 гг. выделяется наибольшей глубиной и более длительным периодом восстановления (рис. 4). При этом в отличие от индикаторов российского фондового рынка американскому DJIA удалось полностью восстановиться до пика 2007 г. уже в январе 2013 г. Это говорит о том, что медленные темпы восстановления российского рынка объясняются факторами, свойственными ряду крупных развивающихся рынков, а также его специфическими особенностями.

3.1.3. Особенности восстановления рынков стран БРИКС

В странах БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР) после кризиса 2007–2008 гг. лишь индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (JTOP1) и Индийского фондового рынка (BSE Sensex) сумели выйти на уровень предкризисных пиков соответственно за 44 и 70 месяцев (рис. 5). Восстановление индексов остальных стран задержалось. За 68 месяцев бразильский индекс Bovespa достиг лишь 65,6% предкризисного максимума; индекс Шанхайской фондовой биржи (Китай) за 75 месяцев составил только 34,1% пикового значения. При этом, как и динамика российских индексов ММВБ и РТС, изменения бразильского и китайского индексов следуют W-образной траектории. На этапе выхода мировой экономики из рецессии страны БРИКС оказались наименее привлекательными для глобальных инвесторов.



Источник: расчеты по данным Thomson Reuters Eikon.

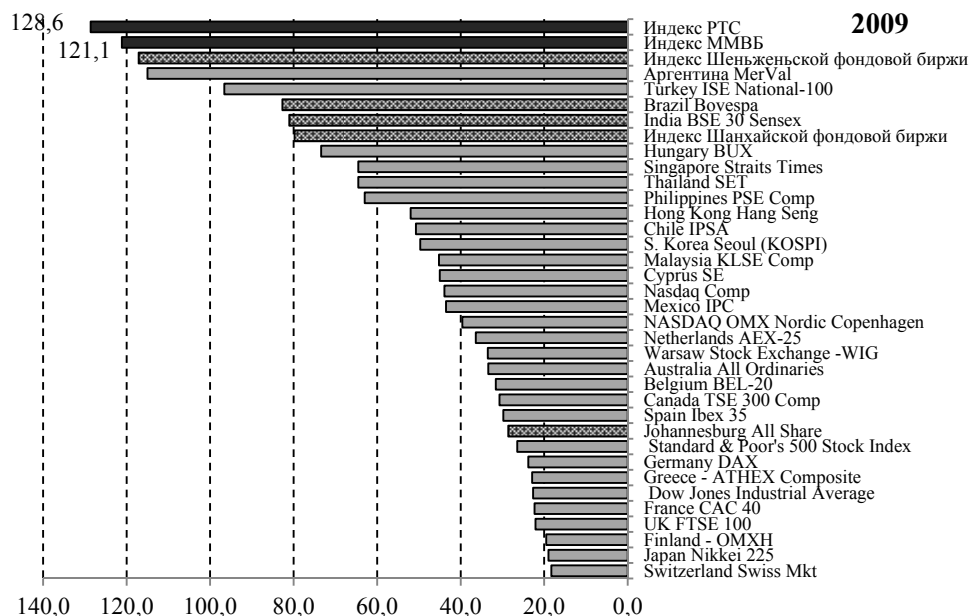
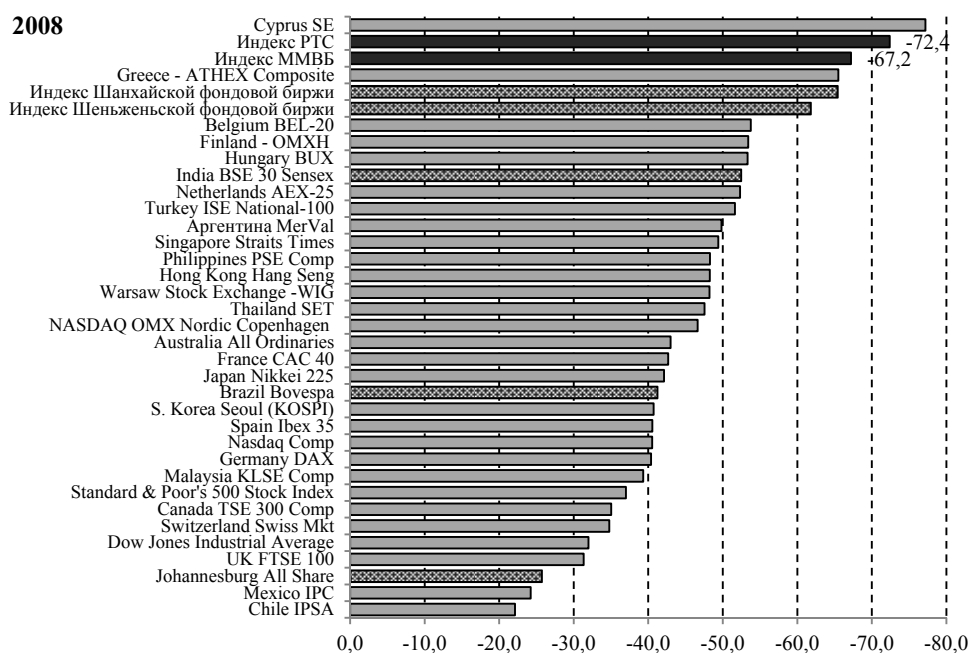
Рис. 5. Глубина и продолжительность текущего финансового кризиса в БРИКС на 31 января 2014 г. (пик = 100%)

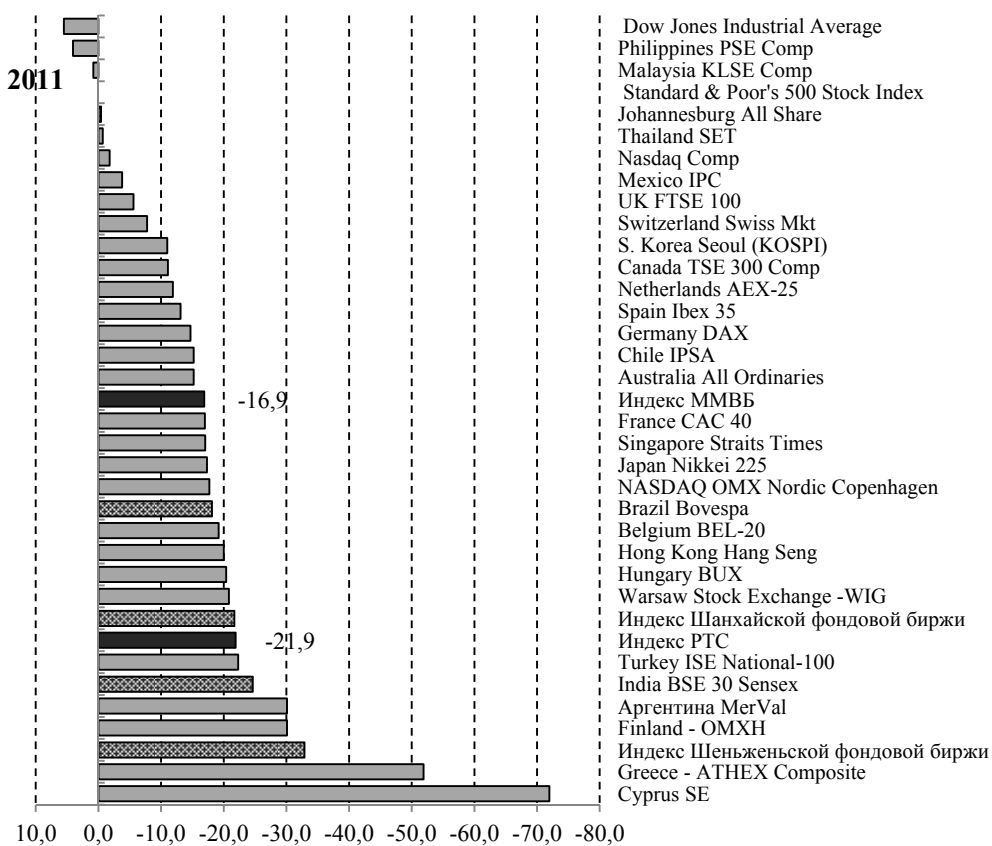
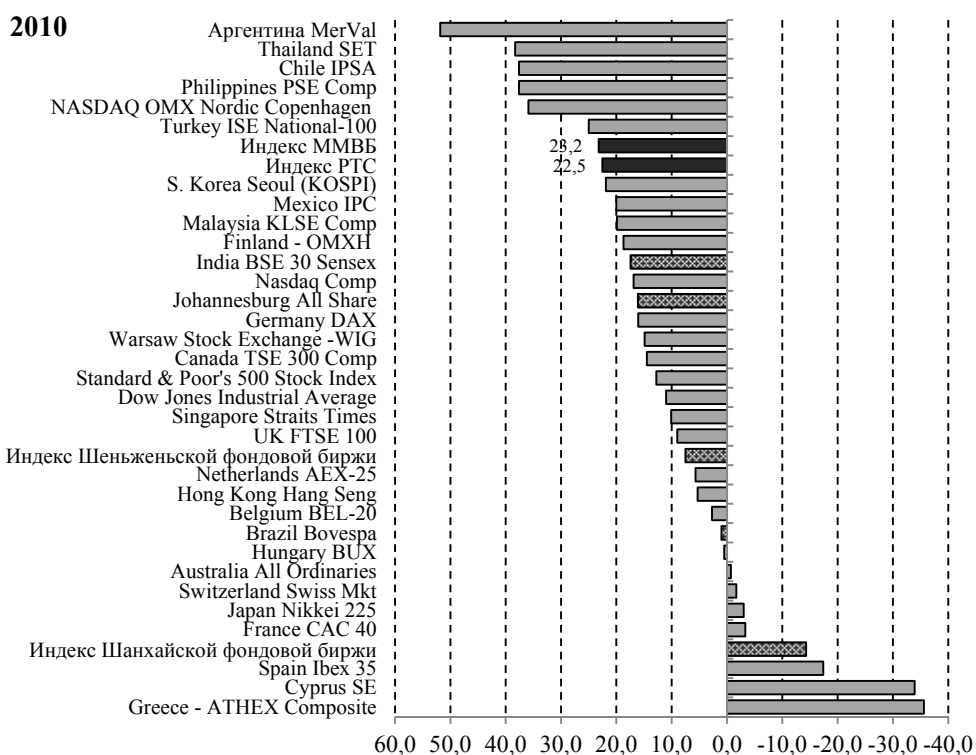
Низкую инвестиционную привлекательность фондовые рынки стран БРИКС демонстрируют в течение последних трех лет (рис. 6 и табл. 2). В 2011 г. у них был отмечен более высокий уровень падения по сравнению с рынками других стран. В 2012 г. ки-

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2013 году

тенденции и перспективы

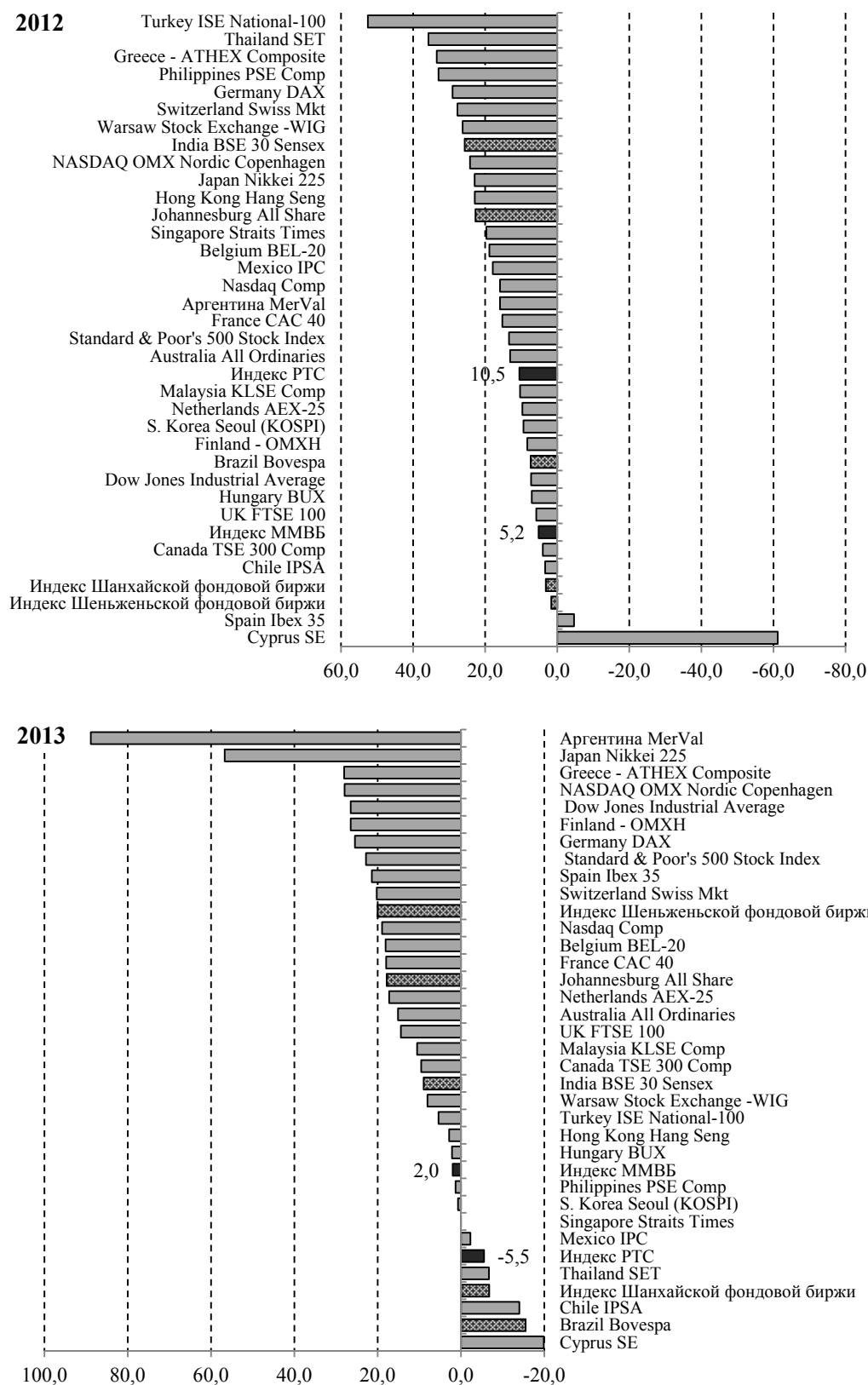
тайский, бразильский и российский рынки из рассматриваемых стран входили в группу аутсайдеров по росту доходности. В 2013 г. на фоне впечатляющего роста индексов многих развитых и развивающихся стран большинство индексов стран БРИКС показали либо очень низкую позитивную, либо даже отрицательную доходность. Российские индексы ММВБ и РТС в 2011 г. снизились соответственно на 16,9 и 21,9%, в 2012 г. выросли на 5,2 и 10,5%; в 2013 г. индекс ММВБ прибавил 2,0%, индекс РТС снизился на 5,5%.





РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2013 году

тенденции и перспективы



Источник: расчеты по данным Thomson Reuters Eikon.

Рис. 6. Доходность мировых фондовых индексов в 2008–2013 гг., %

Проблемы фондовых рынков стран БРИКС вызваны схожими трудностями – исчерпанием традиционных для них драйверов экономического роста, ослаблением курса национальной валюты, проигрыванием другим развивающимся странам в конкуренции за лучший инвестиционный климат и бизнес-среду. По мнению американского экономиста Н. Рубини, в Бразилии, России, Южной Африке темпы экономического роста на 2014 г. запланированы ниже, чем в США, в Индии и Китае наблюдается существенное торможение экономического роста. Бразилия и Южная Африка столкнулись с двойным дефицитом – бюджета и счета текущих операций. В Китае наблюдается рост токсичных активов банков и теневого банковского сектора, рост плохих долгов местных органов власти и государственных компаний¹.

Таблица 2

Доходность мировых фондовых индексов в 2008–2013 гг., %

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Турция – ISE National-100	-51,6	96,6	25,0	-22,3	52,6	5,4
Таиланд – SET	-47,6	64,5	38,3	-0,7	35,8	-6,7
Греция – ATHEX Composite	-65,5	22,9	-35,6	-51,9	33,4	28,1
Филиппины – PSE Comp	-48,3	63,0	37,6	4,1	33,0	1,3
Германия – DAX	-40,4	23,8	16,1	-14,7	29,1	25,5
Швейцария – Swiss Mkt	-34,8	18,3	-1,7	-7,8	27,7	20,2
Польша – Warsaw Stock Exchange WIG	-48,2	33,5	14,9	-20,8	26,2	8,1
Индия – BSE 30 Sensex	-52,5	81,0	17,4	-24,6	25,7	9,0
Дания – NASDAQ OMX Nordic Copenhagen (All shares)	-46,6	39,6	35,9	-17,7	24,2	28,0
Япония – Nikkei 225	-42,1	19,0	-3,0	-17,3	22,9	56,7
Гонконг – Hang Seng	-48,3	52,0	5,3	-20,0	22,9	2,9
ЮАР – Johannesburg All Share	-25,7	28,6	16,1	-0,4	22,7	17,8
Сингапур – Straits Times	-49,4	64,5	10,1	-17,0	19,7	0,0
Бельгия – BEL-20	-53,8	31,6	2,7	-19,2	18,8	18,1
Мексика – IPC	-24,2	43,5	20,0	-3,8	17,9	-2,2
США – Nasdaq Comp	-40,5	43,9	16,9	-1,8	15,9	19,0
Аргентина – MerVal	-49,8	115,0	51,8	-30,1	15,9	88,9
Франция – CAC 40	-42,7	22,3	-3,3	-17,0	15,2	18,0
Австралия – All Ordinaries	-43,0	33,4	-0,7	-15,2	13,1	15,1
США – Standard & Poor's 500	-37,00	26,5	12,8	0,0	13,4	22,8
Россия – индекс РТС	-72,4	128,6	22,5	-21,9	10,5	-5,5
Малайзия – KLSE Comp	-39,3	45,2	19,9	0,8	10,3	10,5
Нидерланды – AEX-25	-52,3	36,4	5,7	-11,9	9,7	17,2
Республика Корея – KOSPI	-40,7	49,7	21,9	-11,0	9,4	0,7
Финляндия – OMXH	-53,4	19,5	18,7	-30,1	8,3	26,5
Бразилия – Bovespa	-41,2	82,7	1,0	-18,1	7,4	-15,5
США – Dow – Jones Industrial Average	-32,0	22,7	11,0	5,5	7,3	26,5
Венгрия – BUX	-53,3	73,4	0,5	-20,4	7,1	2,2
Великобритания – FTSE 100	-31,3	22,1	9,0	-5,6	5,8	14,4
Россия – индекс ММВБ	-67,2	121,1	23,2	-16,9	5,2	2,0
Канада – TSE 300 Comp	-35,0	30,7	14,5	-11,1	4,0	9,6
Чили – IPSA	-22,1	50,7	37,6	-15,2	3,4	-14,0
Китай – индекс Шанхайской фондовой биржи (SSE)	-65,4	79,8	-14,3	-21,7	3,2	-6,7
Китай – индекс Шеньженьской фондовой биржи	-61,8	117,1	7,5	-32,9	1,7	20,0
Испания – Ibex 35	-40,6	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	21,4
Кипр – Cyprus SE	-77,2	45	-33,9	-72,0	-61,2	-19,9

Источник: расчеты по данным Thomson Reuters Eikon.

¹ Roubini N. The Trouble with Emerging Markets. Project Syndicate, 03/02/2014, <http://www.social-europe.eu/2014/02/trouble-emerging-markets/>.

3.2. Конкурентоспособность российского фондового рынка

3.2.1. Ликвидность фондовых рынков

Одним из последствий кризиса 2008 г. стало перераспределение центров ликвидности фондового рынка. Восстановление до предкризисных значений фондовых индексов на крупнейших рынках в мире впервые за многие десятилетия не сопровождалось восстановлением объемов биржевых торгов акциями (табл. 3). В 2013 г. в США объемы торгов акциями на биржах составляли лишь 54,3% от уровня 2007 г., аналогичный показатель для Лондонской биржи, биржи Euronext (Европа) и Немецкой биржи был равен соответственно 51,7, 36,7 и 39,7%. Одновременно с этим в отношении общих объемов торговли акциями в мире отмечают две тенденции: рост доли высокочастотной торговли (ВЧТ) и рост доли сделок, совершаемых во внебиржевых торговых системах. Например, в США доля ВЧТ в объемах сделок с акциями выросла с 35% в 2007 г. до 51% в 2012 г.¹. Кроме того, по оценкам компании Tabb Group, доля внебиржевых торговых систем, работающих по принципу «черного ящика» (dark pools), на американском рынке акций выросла с 3% в 2007 г. до 15% в 2012 г.². Значительную долю данных объемов представляют собой сделки с акциями, ушедшими с бирж.

Продолжающаяся шестой год после 2007 г. тенденция сокращения объемов биржевых торгов, несмотря на рост активности ВЧТ, объясняется комплексом факторов, в том числе бегством инвесторов от вложений в рискованные активы, избавлением от акций пенсионных и взаимных фондов под давлением новых правил регулирования и надзора. Однако не менее значимым фактором в этом процессе является рост недоверия крупных институциональных инвесторов к биржам как к месту сосредоточения деятельности высокочастотных трейдеров. По мнению саморегулируемой организации инвестиционных компаний США, высокочастотная торговля несет значительные риски для индустрии взаимных фондов³, обусловленные использованием конфиденциальной информации о крупных торговых заявках, применением практики манипулирования рынков в виде фронт-раннинга⁴, созданием неоправданных перепадов ликвидности на рынке ценных бумаг. Исследования эффективности исполнения торговых заявок на биржах, проведенные одной из крупнейших американских управляющих компаний в США – T. Rowe Price и брокерской компанией Investment Technology Group, показали, что из-за ВЧТ происходят существенные усложнения процесса исполнения и удорожание таких заявок на американских биржах⁵. В 2013 г. ВЧТ стала объектом пристального внимания со стороны регуляторов во многих странах, рассматривающих возможность введения специальных налогов на сделки для наиболее активных трейдеров. Как заявила на слушаниях в Сенате новый руководитель Комиссии по ценным бумагам и биржам

¹ Strasburg J., Patterson S. High-Speed Traders Race to Fend off Regulators. WSJ, December 27, 2012.

² Данные приводятся в статье: Patterson S. Finra CEO Says It Is Expanding Oversight of Dark Pools // WSJ. January 8, 2013.

³ Письмо Investment Company Institute (ICI) в адрес SEC от 10 апреля 2010 г. о предложениях по структуре рынка ценных бумаг. Опубликовано на официальном сайте ICI в Интернете по адресу: <http://www.ici.org/pdf/24266.pdf>

⁴ Практика манипулирования рынков, предполагающая выставление торговых заявок раньше поступивших в торговую систему крупных заявок.

⁵ Bunge J. A Suspect Emerges in Stock Hiccups: Regulation NMS. Some Say Increasing Complexity of Market Partly Due to Set of Rules // WSJ. January 27, 2014.

(SEC, США) Мэри Уайт (Mary White), высокочастотная торговля и сложные торговые алгоритмы вызывают много вопросов и опасений¹.

По нашему мнению, рост недоверия крупных инвесторов к биржам в разных странах во многом был спровоцирован их коммерциализацией, в результате чего многие крупные операторы рынка перестали быть собственниками бирж, а сама деятельность по организации торговли превратилась в самостоятельный высококорентабельный бизнес. Следствием данного процесса стало разрушение доверия крупных участников торговли к справедливости биржевого механизма совершения сделок. Восстановить доверие даже путем проведения углубленных академических исследований «плюсов» и «минусов» влияния ВЧТ на механизм ценообразования активов в настоящее время не удастся, да и вряд ли удастся в будущем. Всегда найдутся аргументы «за» и «против». Единственное, что поддерживало доверие к биржам в прошлом, – это то, что сами участники торгов как собственники биржи всегда устанавливали правила для себя. Именно этот принцип был разрушен в процессе коммерциализации бирж. Все это не говорит о том, что биржи как коммерческие организации себя изжили. Они еще долго будут оставаться центрами ценообразования и расчетов на финансовом рынке. Однако проблемы с доверием к ним у многих участников биржевых торгов будут способствовать опережающему росту востребованности альтернативных торговых систем, в том числе основанных на собственности непосредственных участников торговли.

Таблица 3

Динамика стоимости рыночных сделок с акциями на крупнейших фондовых биржах в 2007–2013 гг. (2007 г. = 100%)²

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
США (NYSE и NASDAQ)	100	120,1	72,6	71,0	71,7	54,2	54,3
Китай (две биржи)	100	63,0	128,9	132,8	106,9	81,8	124,9
Япония (Токийская и Осакая биржи)	100	87,3	61,2	63,2	66,3	57,5	103,9
Великобритания (LSE)	100	89,0	62,9	63,5	65,7	50,8	51,7
Европехт	100	84,7	42,7	44,5	47,1	34,8	36,7
Германия	100	95,5	45,1	48,4	52,3	37,9	39,7
Гонконг	100	77,3	70,1	74,1	71,5	54,7	65,5
Канада	100	105,3	75,5	83,0	93,5	82,3	83,2
Австралия	100	77,5	57,9	77,1	86,8	67,9	63,9
Россия (ММББ – рыночные сделки)	100	89,0	77,3	75,5	95,2	55,8	44,0
Россия (ММББ – все режимы торгов)*	100	116,5	74,7	92,4	142,5	127,5	123,6
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	84,5	48,8	52,6	58,0	41,1	43,8
Всего по членам Всемирной федерации бирж (WFE)	100	100,8	69,5	70,7	70,7	54,8	61,3

* Рыночные и переговорные сделки, РЕПО, классический рынок и Standart.

Источник: расчеты автора по данным Всемирной федерации бирж и Московской биржи.

Рынок акций на Московской бирже развивался согласно трендам на глобальных финансовых центрах. Объем рыночных (анонимных) сделок на бирже в 2013 г. составил лишь 44,0% от уровня 2007 г. В то же время стоимость сделок с акциями с учетом всех режимов торгов хотя и сократилась в 2013 г. по сравнению с 2012 г., однако удерживалась на уровне 123,6% от показателей 2007 г. Это свидетельствует о том, что после кри-

¹ Strasburg J., Patterson S. Trading Clamps Spur Lobby Effort // WSJ. March 24, 2013.

² Включая сделки с ценными бумагами иностранных эмитентов на соответствующих биржах.

зиса 2008 г. биржевой рынок акций в России рос исключительно за счет нерыночных сделок РЕПО, который относится, скорее, к денежному сегменту, чем к рынку капитала. Общий годовой объем торгов акциями во всех режимах на Московской бирже в 2013 г. составил 47,4 трлн руб., что существенно ниже прогноза Минфина России на этот год в размере 75 трлн руб. согласно Государственной программе РФ «Развитие финансовых и страховых рынков, создание международного финансового центра» (далее – Государственная программа).

В рыночном сегменте биржевых торгов акциями на Московской бирже значимую роль играли сделки ВЧТ. По данным обзора финансового рынка Банка России, в 2011 г. около половины оборота торгов на срочном рынке *Forsts* и объема торгов акциями на ММВБ приходилось на системы высокочастотной торговли (торговых роботов). По мнению бывшего старшего управляющего директора Московской биржи Р. Горюнова, данные оценки по доле сделок роботов на бирже консервативные, но порядок цифр правильный¹. По данным, приводимым журналом «Эксперт» со ссылкой на Московскую биржу, в 2012 г. торговые роботы совершали около 40% объема сделок на фондовом рынке, при этом из общего числа заявок на роботы приходилось 97%².

Ежегодно Московская биржа проводит конкурс «Лучший частный инвестор» (ЛЧИ), который является одним из самых ее затратных маркетинговых мероприятий.

В целях анализа распределения доходности ВЧТ нами в 2013 г. была проанализирована выборка из сделок за восемь торговых дней участников конкурса «Лучший частный инвестор», проведенного биржами РТС и ММВБ в 2011 г., победителем которого, как обычно в подобных конкурсах на бирже, оказались высокочастотные торговые роботы. Ежедневные сводные данные о сделках и доходности участников конкурса были опубликованы на интернет-сайте Московской биржи. В выборку вошли 8350 данных за 6–9 и 12–15 декабря 2011 г. о количестве сделок по всем сегментам биржевого рынка, совершенных каждым участником конкурса в течение дня, и о размере полученной ими дневной доходности по итогам данных сделок в процентах³. За рассматриваемые восемь рабочих дней среднедневная доходность индекса ММВБ составила –1,0%, индекса РТС –1,3%.

В *табл. 4* приводятся основные характеристики плотности распределения дневных доходностей по участникам, совершившим до 100 сделок в день, от 100 до 3000 сделок в день и 3000 и более сделок в день. Последних мы отнесли к высокочастотным трейдерам. Во всех случаях распределение доходности далеко от нормального, однако из данных таблицы видно, что распределения для первой и третьих групп трейдеров существенно отличаются.

У тех, кто совершал до 100 сделок, средняя доходность близка к нулю и отрицательна, скоп немного отрицательный, что естественно для падающего рынка. Высокий показатель эксцесса говорит о некоторых аномальных значениях в хвостах распределения (*рис. 7*). Подобное распределение говорит о том, что выигрыши победителей и проиг-

¹ Трифонов А. Биржа роботов // Ведомости. 26 марта 2012 г.

² Обухова Е. Биржа победила роботов // Эксперт. 17–23 сентября 2012 г. № 37.

³ Выборка составлена по последним торговым дням конкурса ЛЧИ-2011. Ограничение восьмью днями вызвано большой трудоемкостью процесса обработки исходных данных из-за того, что сведения о торговой активности, раскрываемые Московской биржей, приводят в трудночитаемых программой excel форматах.

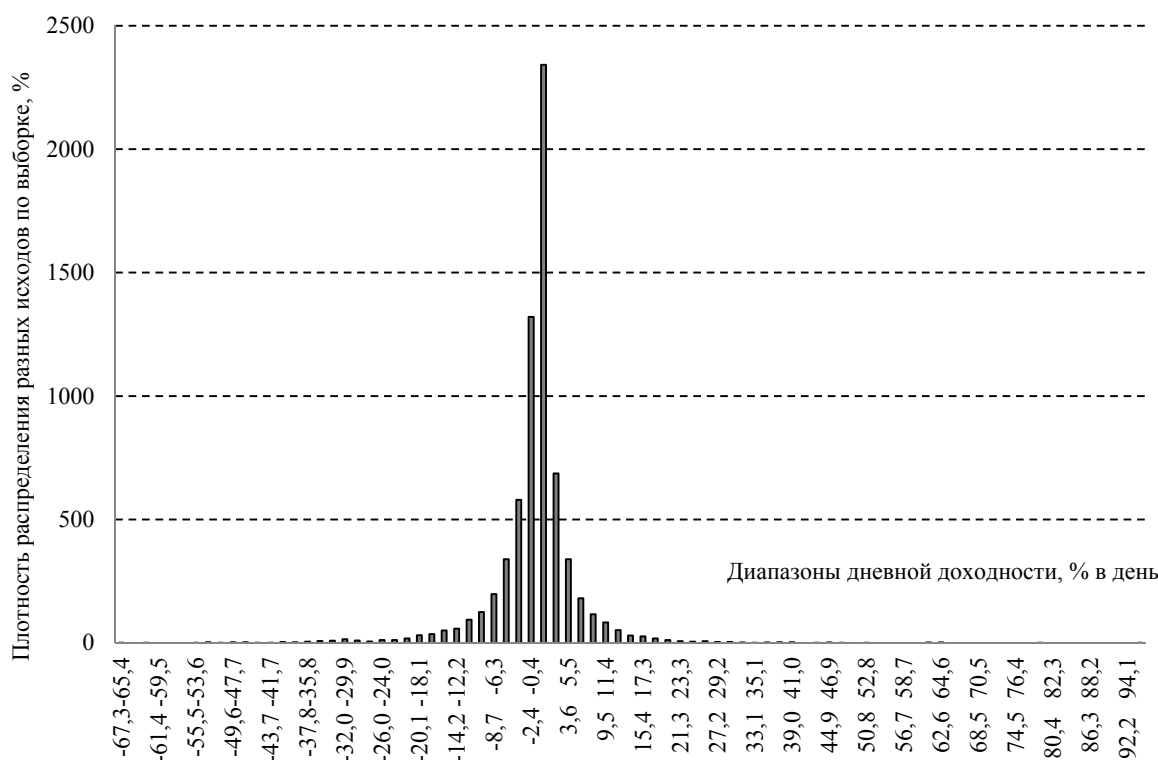
рыши проигравших участников торгов при совершении ими до 100 сделок в день примерно одинаковы.

Таблица 4

Данные о торговой активности участников конкурса ЛЧИ-2011

Участники	Число наблюдений	Дневная доходность, %	Станд. откл., %	Доходность/риск	Скос ¹	Экссесс ²
До 100 сделок в день	6 887	-0,6	7,2	-0,1	-0,18	21,51
От 100 до 3000 сделок в день	1 388	-0,1	11,8	-0,01	-0,23	12,68
От 3000 сделок в день	76	66,9	133,2	0,5	3,57	16,55

Источник: расчеты автора по исходным данным Московской биржи.

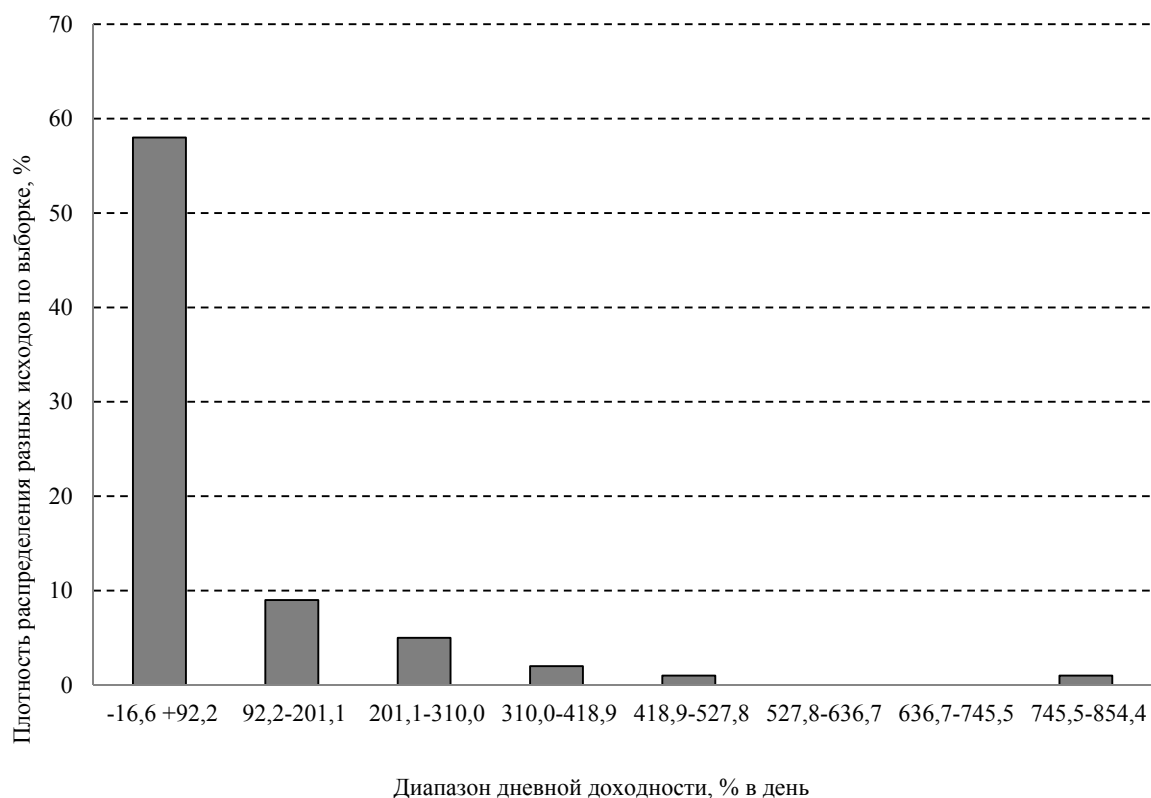


Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 7. Распределение доходности участников конкурса, совершивших менее 100 сделок в день

¹ Скос характеризует асимметрию распределения. Асимметрия показывает степень несимметричности распределения относительно его среднего значения. Положительная асимметрия означает отклонение распределения в сторону положительных значений, отрицательная – в сторону отрицательных значений. Показатель скоса свыше 3 свидетельствует о существенном характере асимметрии.

² Экссесс характеризует относительную остроконечность или сглаженность распределения по сравнению с нормальным распределением. Положительный эксцесс обозначает относительно остроконечное распределение, отрицательный – сглаженное распределение.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 8. Распределение доходности участников конкурса, совершивших 3000 и более сделок в день

Совсем иной характер распределения дневных результатов доходностей получено для высокочастотных трейдеров, совершавших 3 тыс. и более сделок в день (рис. 8). Среднее значение доходности составляет здесь 66,9%, коэффициент доходность/риск равен 0,5 при аналогичном показателе менее активных трейдеров $-0,1$. Распределение доходностей высокочастотных трейдеров существенным образом смещено в область позитивной доходности, скос составляет 3,6. Это говорит о том, что высокочастотные трейдеры даже на падающем рынке выигрывали у всех остальных участников торгов, гарантированно отбирая у них прибыль.

Из общения с участниками рынка нам также известно, что:

- примерно за 500 тыс. руб. в месяц Московская биржа продает отдельный высокоскоростной канал доступа в торговую систему, используемый многими высокочастотными трейдерами и предоставляющий преимущества пользователям данной услуги в скорости подачи торговых заявок;
- большинство стратегий ВЧТ в качестве сигнала для подачи заявки в систему торгов используют информацию «торгового стакана», содержащую информацию обо всех неисполненных заявках на покупку и продажу ценных бумаг с указанием цен и количества ценных бумаг;
- такие стратегии ВЧТ, как скальпинг, согласованное котирование и некоторые другие, даже согласно учебникам являются разновидностями неэтичных стратегий фронтранинга.

На основании изложенного, конечно, невозможно сделать вывод о том, что высокочастотные трейдеры активно занимаются манипуляциями рынка. Однако они показывают, что распределение получаемой ими доходности существенно смещено в зону аномально высоких прибылей, что, как минимум, требует серьезного анализа со стороны биржи и регулирующих органов природы данных преимуществ¹. Необходимо ясное понимание природы данных преимуществ, поскольку сверхприбыль одних трейдеров фактически оплачивается за счет дополнительных потерь других участников торгов. В любом случае наличие справедливого распределения доходности, получаемой разными участниками биржевых торгов за достаточно длительный промежуток времени, является важным фактором поддержания доверия к бирже со стороны различных категорий инвесторов.

Особенностью рынка акций Московской биржи в отличие от глобальных бирж является высокий уровень его зависимости от иностранных портфельных инвесторов. По оценкам аналитиков Сбербанка КИБ, около 70% акций российских эмитентов, находящихся в свободном обращении (*free-float*), в настоящее время сосредоточены в руках нерезидентов. При этом на 14 крупнейших инвестиционных фондов приходилось 28% всех вложений иностранных портфельных инвесторов². В список этих фондов, по данным Сбербанка КИБ, входят Государственный пенсионный фонд Норвегии, Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund, Oppenheimer Developing Markets Fund, ISHARES MSCI Emerging Markets ETF группы BlackRock, Lazard Emerging Market Equity Portfolio.

3.2.2. Капитализация рынка акций

Высокая зависимость российского рынка акций от иностранных портфельных инвесторов негативно влияет на динамику капитализации компаний (*табл. 5*). В отличие от большинства глобальных финансовых центров, где в 2012–2013 гг. отмечался рост капитализации, стоимость российских компаний уменьшалась по сравнению с 2007 г. до 72,9% в 2011 г., 71,8% в 2012 г. и 69,3% в 2013 г.

Причиной разнонаправленной динамики капитализации в России и развитых рынков был отток средств иностранных портфельных инвесторов из рынков стран БРИКС на рынки развитых экономик. Другим фактором более низкой капитализации акций в России являлись слабые показатели деятельности крупнейших государственных компаний, прежде всего ОАО «Газпром». В 2013 г. капитализация крупнейшего российского АО составила всего 40,5% уровня 2007 г., продолжая снижаться в течение последних трех лет. По мнению аналитиков UBS, «Газпром» является самой недооцененной среди крупных нефтегазовых компаний в мире³. Данный пример показывает, что проблемы с эффективностью деятельности государственных компаний и низким уровнем корпоративного управления становятся ощутимым препятствием для роста капитализации российских компаний.

¹ По итогам ЛЧИ-2013, проводившегося отдельно по валютному, срочному и спотовому рынкам, среди победителей турнира не оказалось роботов. В 2013 г. в ЛЧИ приняли участие 6519 человек, суммарный торговый оборот (включая рынки акций, срочный и валютный) всех участников конкурса за 2,5 месяца составил 1,8 трлн руб. Общий призовой фонд турнира равнялся 7,5 млн руб.

² Гайдаев В. Заграничный контроль над свободным обращением // Коммерсантъ. 17 января 2014 г.

³ Ходякова Е. Новый антирекорд «Газпрома» // Ведомости. 13 февраля 2013 г.

Таблица 5

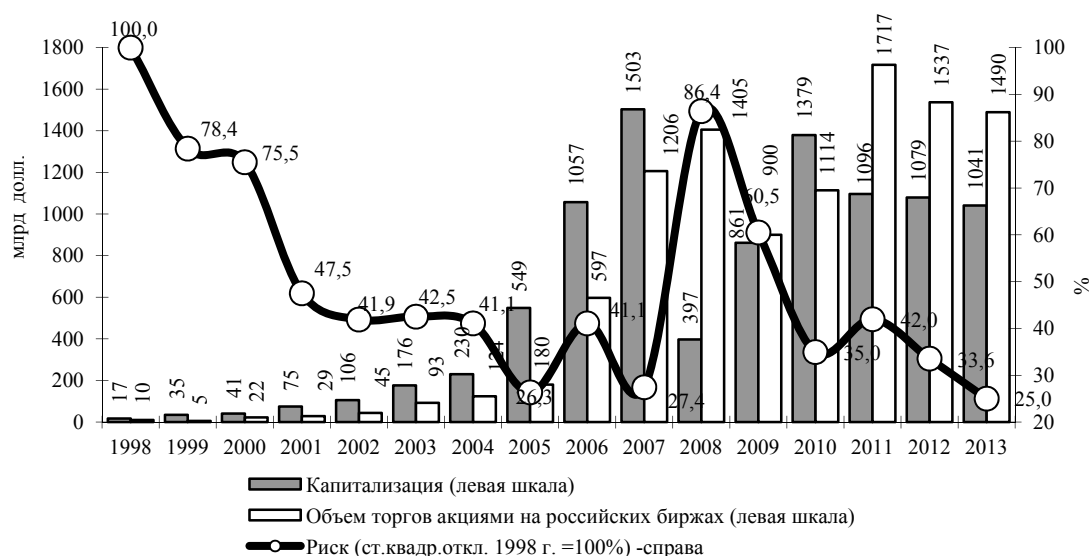
Динамика капитализации внутреннего рынка в 2007–2013 гг. (2007 г. = 100%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
США (NYSE и NASDAQ)	100	58,3	76,7	87,9	79,5	94,9	122,2
Китай (Shanghai SE)	100	38,6	73,2	73,5	63,8	68,9	67,6
Япония (Токийская биржа)	100	71,9	76,3	88,4	76,8	80,3	104,9
Великобритания	100	48,0	72,5	80,5	75,2	88,0	114,8
Euronext	100	49,8	68,0	69,4	57,9	67,1	84,9
Германия	100	52,8	61,4	67,9	56,3	70,6	92,0
Гонконг	100	50,1	86,8	102,1	85,1	106,7	116,8
Канада (TMX Group)	100	47,3	76,7	99,3	87,4	94,2	96,7
Австралия (Australian SE)	100	52,7	97,2	112,0	92,3	106,8	105,2
Россия*	100	26,4	57,3	91,7	72,9	71,8	69,3
в том числе ОАО «Газпром»	100	31,4	53,4	56,4	50,0	41,91	40,5
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	45,3	65,8	83,9	67,8	80,1	102,1

* Рассчитано по данным S&P за 2007–2013 гг.

Источник: расчеты по данным Всемирной федерации бирж и компании «Финам».

Уровень капитализации российских АО в 2013 г. составил 1,0 трлн долл., что немного ниже уровня 2011 г. (рис. 9). Капитализация акций в 2013 г. в доле ВВП составила 49,7%, что существенно ниже прогноза Минфина России на этот год в размере 64%. В отличие от тенденции 2011–2012 гг. в 2013 г. не наблюдалось случаев ухода крупных российских эмитентов в зарубежную юрисдикцию. Наоборот, на фоне усилившейся в 2013 г. борьбы исполнительной власти с офшорными схемами налогообложения ряд российских компаний, зарегистрированных за рубежом (например, RUSAL), заявили о возможном возвращении в российскую юрисдикцию¹. Суммарные объемы биржевых торгов по всем режимам на Московской бирже уменьшились с 1537 млрд долл. в 2012 г. до 1490 млрд долл. в 2013 г., или на 3,1%. Волатильность рынка акций, измеряемая стандартным отклонением дневных изменений индекса РТС, в 2013 г. снизилась по сравнению с предшествующим годом, составив 25,0% к уровню 1998 г.



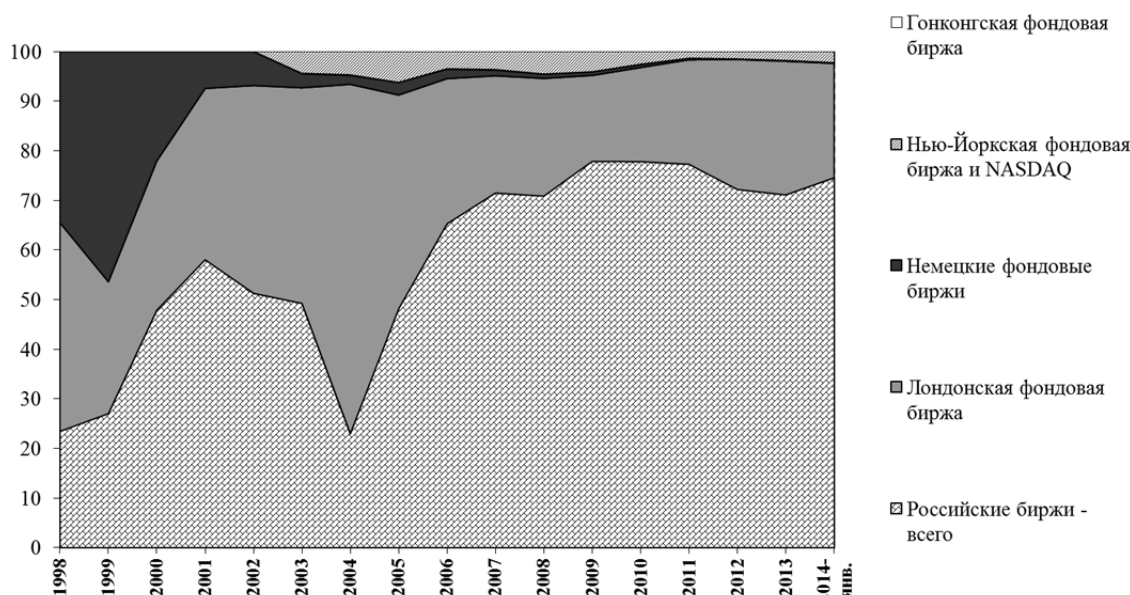
Источник: расчеты по данным Московской биржи и S&P в части капитализации.

Рис. 9. Капитализация, ликвидность и волатильность российского рынка акций

¹ Елькова О., Ермаков А., Логинов В. Бизнес взял курс на деофшоризацию // Известия. 19 декабря 2013 г.

3.2.3. Конкуренция с зарубежными фондовыми биржами

По общему объему биржевых торгов акциями, включая все режимы, в 2013 г. Московской бирже в целом удалось сохранить позиции основного организатора торгов долевыми инструментами (акциями и депозитарными расписками) российских эмитентов (рис. 10 и табл. 6). Однако доля Московской биржи в объемах торгов указанными акциями и расписками несколько снизилась – с 72,2% в 2012 г. до 71,1% в 2013 г. Доли Лондонской, Немецкой и двух крупнейших американских бирж незначительно увеличились. Однако данные относительно благополучные цифры по Московской бирже обусловлены включением в расчет сделок РЕПО с акциями, которые формально относятся к категории денежного рынка. Без учета сделок РЕПО доля Московской биржи в общем объеме торговли долевыми инструментами российских эмитентов сократилась с 38,5% в 2012 г. до 36,2% в 2013 г. То есть по рыночным сделкам вывод иной: доля российской биржи не является преобладающей, более того, она продолжает снижаться¹.



Источник: расчеты автора по данным российских и зарубежных бирж.

Рис. 10. Удельный вес бирж в объемах торгов акциями российских АО

Благодаря мерам, принимаемым руководством страны по борьбе с уклонением предпринимателей от налогообложения с помощью офшорных схем и за повышение прозрачности их бизнеса, в 2013 г. удалось остановить процесс увода головных офисов российских компаний за рубеж, как это происходило ранее с компаниями «Полюс Золото», «Полиметалл» и др. Однако процесс возврата в российскую юрисдикцию зарегистрированных ранее за рубежом компаний, осуществляющих основную хозяйствен-

¹ Для оценки успешности конкуренции с Лондонской фондовой биржей Московская биржа использует несколько иной подход сравнения объемов биржевых торгов акциями. Он предполагает расчет оборотов по акциям только 26 эмитентов и исключение из расчета объемов сделок РЕПО с акциями данных АО на Московской бирже. По нашему мнению, предлагаемый нами метод сопоставления показателей бирж является более полным, стабильным и объективным. Кроме того, исходные данные применяемой нами методики основаны на официальной публичной статистике бирж.

ную деятельность в России, дальше обещаний отдельных предпринимателей в 2013 г. не пошел. Такие компании новой экономики с российскими корнями, как TCS Group Holding, Luxoft Holding Inc., Yandex LLC, Qiwi Plc., в 2013 г. предпочли провести публичные размещения акций на иностранных фондовых биржах.

Таблица 6

Удельный вес бирж в объемах торгов акциями российских АО, %

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014 (январь)
Основной рынок Московской биржи	36,0	38,1	69,9	72,1	70,3	70,5	74,4
Классический и стандартный рынки Московской биржи (ранее – РТС)	11,9	2,0	7,9	5,2	1,9	0,6	0,2
Иное	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Российские биржи – всего	47,9	48,2	77,8	77,3	72,2	71,1	74,6
Лондонская фондовая биржа	30,1	43,1	19,0	21,1	26,2	27,0	23,1
Немецкие фондовые биржи	22,0	2,6	0,6	0,3	0,0	0,0	0,1
Нью-Йоркская фондовая биржа и NASDAQ (США)		6,2	2,6	1,4	1,5	1,9	2,3
Гонконгская фондовая биржа			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Акции и депозитарные расписки – всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты автора по данным российских и зарубежных бирж.

В 2013 г. компании, работающие в России, провели IPO-SPO акций на сумму 9,0 млрд долл., что даже несколько меньше по сравнению с 9,5 млрд долл. в 2012 г. При этом общий объем публичных размещений акций российских эмитентов в размере 286 млрд руб. в 2013 г. все же оказался заметно меньше прогноза Минфина России на этот год в размере 400 млрд руб. согласно Государственной программе. В отличие от предшествующего года в 2013 г. основная часть публичных размещений акций национальных эмитентов прошла на Московской бирже. Это стало возможным благодаря тому, что на расширенном заседании правительства 25 января 2013 г. В.В. Путин заявил, что приватизационные сделки, проводимые в форме IPO, должны проводиться таким образом, чтобы выпущенные акции обращались на российских биржах.

В 2012 г. из 9,5 млрд долл. сделок по публичному размещению акций на долю Московской биржи пришлось 0,15 млрд долл. Из двух крупнейших публичных размещений российских компаний объем акций, приобретенных через подачу заявок на Московской бирже, составил 2,9% у Сбербанка России и 2,3% у «Мегафона»¹. В 2013 г. на Московской бирже прошли публичные размещения акций Московской биржи, ВТБ, Банка «Санкт-Петербург», ОАО «Группа компаний ПИК», «Живого офиса», АО «АЛРОСА» и Номос-банка на сумму 194,4 млрд руб., или 5,9 млрд долл. В большинстве случаев заявки в полном объеме были собраны через Московскую биржу. Данные сделки показали, что на внутреннем рынке можно проводить крупные размещения ценных бумаг, обеспечивая участие в данном процессе крупнейших международных инвесторов.

Однако в 2013 г. Московской бирже не удалось преодолеть тенденцию сокращения числа эмитентов акций, прошедших листинг, а также количества выпусков акций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг. По данным отчетности ЗАО «ФБ ММВБ», число эмитентов акций на бирже сократилось с 320 в 2011 г. до 275 в 2012 г., или на 14,1%. По данным Всемирной федерации бирж (ВФБ), количество компаний в листинге на Московской бирже в 2013 г. составило 262 по сравнению с 293 компания-

¹ Кузнецов И., Ладыгин Д. Первичное размещение пенсий. Рынок IPO получил президентское послание // Коммерсантъ. 28 января 2013 г.

ми в 2012 г., т.е. на 10,6% меньше. Согласно информации Банка России, количество выпусков акций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, сократилось с 467 в 2011 г. до 361 в 2012 г. и 353 в 2013 г.

В 2013 г. Московскую биржу покинули такие эмитенты акций, как ОАО «ПАВА», ОАО «Вимм-Билль-Данн – продукты питания», ОАО «Транскредитбанк», ОАО «Энергетическая русская компания», ОАО «Пермские моторы», ОАО «Витал девелопмент корпорейшн» и др. Несмотря на то что число российских компаний, покинувших биржу, в 2013 г. было заметно меньше, чем в 2012 г., крупнейшая российская торговая площадка пока все еще не смогла решить одну из ключевых задач своей стратегии развития – стать рынком для ценных бумаг зарубежных компаний. Согласно отчету ВФБ, в листинге Московской биржи находились ценные бумаги лишь одного иностранного эмитента, что пока явно недостаточно для реализации проекта создания МФЦ.

Проявлением слабости российского фондового рынка являются его низкие места в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (ВЭФ) по критерию способности внутренних рынков акций в привлечении финансовых ресурсов для развития национальных компаний (см. раздел 3.6.3). По данному критерию в 2013–2014 гг. из 148 стран Россия занимала лишь 90-е место. По аналогичному критерию другие страны БРИКС – Индия, Бразилия, Китай и ЮАР – в 2013 г. заняли соответственно 18-е, 48-е, 38-е и 2-е места.

3.2.4. Объединение бирж РТС и ММВБ

В 2011 г. была совершена сделка по объединению бирж ММВБ и РТС. В июне 2012 г. общее собрание акционеров биржи утвердило ее новое название – ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» (или ОАО «Московская биржа»). Объединение российских бирж имело важное позитивное значение для развития российского фондового рынка.

Создание объединенной биржи позволило сформировать на базе расчетной палаты ММВБ, расчетных депозитариев НДЦ и ДКК центральный депозитарий. В соответствии с приказом ФСФР России от 6.11.2012 г. № 12-2761/ПЗ-И данный статус получила небанковская кредитная организация – закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НРД). С 1 января 2013 г. в полном объеме вступил в силу Федеральный закон от 7.12.2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии», предполагающий открытие счетов центрального депозитария с особым статусом у реестродержателей акционерных обществ. Уже к концу марта 2013 г. НРД открыл данные счета у 1090 эмитентов.

Появление центрального депозитария позволило качественно повысить уровень доверия глобальных инвесторов и международных расчетных систем к надежности хранения активов, инвестируемых в ценные бумаги российских эмитентов, и к расчетам по сделкам с ними. В частности, НРД получил официальный статус «приемлемого депозитария» согласно правилу Комиссии по ценным бумагам и биржам США № 17f7 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г., что позволяет использовать его для хранения активов крупнейших американских институциональных инвесторов. В настоящее время в НРД открыты междепозитарные счета номинального держателя крупнейших глобальных расчетных систем Euroclear Bank S.A./N.V. (Евроклир) и Clearstream Banking S.A. (Клирстрим), а также центральных депозитариев Армении, Белоруссии, Казахстана и Украины. Открытие в феврале 2013 г. счетов Евроклир и Клирстрим в центральном депозитарии и начало операций по ним с государственными ценными бумагами

позволило привлечь значительные средства нерезидентов на рынок ОФЗ (подробнее об этом см. в разделе 3.4.1). По оценкам руководителя Евроклир Ф. Ханнекарт, допуск европейских депозитариев к открытию счетов в НРД мог принести около 20 млрд долл. новых инвестиций¹. С февраля 2014 г. счета Евроклир и Клирстрим стали открыты для операций нерезидентов с корпоративными и региональными облигациями, хранящимися в НРД. С 1 июля 2014 г. доступ к средствам нерезидентов через указанные счета получают акции российских АО.

С 6 февраля 2013 г. НРД стал выполнять функции репозитария, регистрирующего внебиржевые сделки с различными финансовыми инструментами. Создание данных структур было предусмотрено решениями G-20 в Питсбурге в 2009 г. как одна из мер по борьбе с системными рисками. В 2013 г. собственный капитал НРД достиг 7,3 млрд руб. Стоимость ценных бумаг, находящихся на хранении в НРД, увеличилась с 8,1 трлн руб. в 2011 г. до 21,8 трлн руб. в 2013 г.

Другой дочерней структурой Московской биржи является АКБ «Национальный клиринговый центр (НКЦ)». С ноября 2011 г. НКЦ осуществляет клиринг на фондовом, а с декабря 2012 г. – на срочном рынках. Главной его функцией является обеспечение гарантий расчетов участников торгов на всех сегментах финансового рынка Московской биржи в условиях перехода к новому режиму расчетов по биржевым сделкам без предварительного депонирования, т.е. на T+2. Стратегической задачей на будущее НКЦ видит в предоставлении участникам различных сегментов финансового рынка интегрированного клирингового обслуживания, предусматривающего использование единого обеспечения и ведение единых позиций участников в процессе их обслуживания на всех биржевых рынках Московской биржи и на внебиржевых рынках.

К сожалению, несмотря на то что основные проблемы с расчетами на биржевом рынке во время кризиса 2008 г. были связаны с неисполнением обязательств по сделкам РЕПО, проблема перевода данного сегмента рынка на расчеты с участием центрального контрагента (ЦКА) до сих пор не решена. Проблемы исполнения обязательств по сделкам междилерского РЕПО продолжали регулярно возникать в 2013 г., хотя объемы неисполненных обязательств были не столь велики, чтобы вызвать системный кризис².

С февраля 2013 г. на бирже появилась возможность заключать сделки РЕПО с участием центрального контрагента (ЦКА). По данным Банка России, с июня 2013 г. объемы операций РЕПО с ЦКА планомерно возрастали, и к концу декабря ежедневный оборот по указанным операциям достиг 50 млрд руб., или 12% объема открытых позиций на рынке междилерского РЕПО. Корпоративные облигации не получили широкого применения в сделках РЕПО с ЦКА вследствие того, что установленные центральным контрагентом дисконты по данным бумагам были несколько завышены относительно среднерыночных. В октябре 2013 г. Банк России признал ЗАО АКБ «Национальный клиринговый центр» единственным квалифицированным центральным контрагентом.

Объединение РТС и ММВБ существенно упростило для участников рынка совершение сделок на фондовом и срочном рынках. Это позволило сконцентрировать всю ликвидность на счетах участников торгов, предназначенную для совершения сделок на рынках государственных и корпоративных ценных бумаг, а также на срочном и валютном рынках, в единой расчетной и торговой системах. Диверсификация объединенной

¹ Отдел финансов. Euroclear // Коммерсантъ. 7 февраля 2013 г.

² Кузнецов И., Гайдаев В. Акции не пошли к деньгам // Коммерсантъ. 6 июня 2013 г.

биржи на обслуживании сделок с разными денежными и инвестиционными активами улучшила ее финансовую устойчивость в условиях общего падения объемов биржевых торгов в мире и бегства инвесторов от вложений в рискованные активы.

Объединение двух бирж позволило создать команду хорошо мотивированных менеджеров, которые выступили инициаторами небывалого для истории российского фондового рынка проекта развития.

В 2013 г. в группе Московской биржи были реализованы следующие основные проекты:

- введение режима торгов T+2 на фондовом рынке – в марте;
- допуск к торгам первого в России иностранного биржевого инвестиционного фонда FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF – в апреле;
- обновление торговой системы срочного рынка SPECTRA до новой версии – в мае;
- запуск совместно с Deutsche Borse пяти срочных контрактов на акции немецких компаний – в июне;
- старт проекта биржевой торговли драгоценными металлами – в июне;
- консолидация торговых платформ на одной технологической площадке – в августе.
- успешное завершение в сентябре перевода фондового рынка на режим T+2; к торгам на рынке T+2 были допущены все акции, российские депозитарные расписки, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, ипотечные сертификаты участия, иностранные биржевые фонды;
- открытие глобальными банками (Citigroup, Credit Suisse Group, Merrill Lynch и Morgan Stanley) прямого доступа на фондовый рынок Московской биржи – в сентябре;
- введение в обращение фьючерсов на акции ведущих немецких эмитентов – в октябре;
- начало торгов драгоценными металлами – в октябре;
- заключение соглашения о сотрудничестве с NASDAQ OMX – в октябре;
- начало централизованного клиринга рынка внебиржевых деривативов, открытие рынка стандартизированных ПФИ – в октябре.

По мнению заместителя председателя правления Московской биржи Андрея Шеметова, главным инфраструктурным проектом 2013 г. для всего российского рынка акций стал перевод торгов в режим T+2 с частичным предварительным депонированием активов¹. Приняв решение начать переход на режим T+2, биржа совершила трудный, но в целом правильный выбор. Привлечение на внутренний рынок средств иностранных инвесторов требует формирования для них привычных режимов расчетов, признаваемых международными регуляторами и авторитетным экспертным сообществом². Для прихода данной категории инвесторов на внутренний рынок порядок расчетов на национальных биржах должен соответствовать общепринятым стандартам. По оценкам А. Шеметова, успешное завершение перехода на режим расчетов T+2 позволило: повысить надежность рынка, поскольку ЦКА по всем сделкам и гарантом исполнения обязательств выступает НКЦ; увеличить ликвидность, так как у участников значительно

¹ Шеметов А. Российская биржевая инфраструктура: современное состояние и перспективы развития. Рынок ценных бумаг, ноябрь 2013 г. Доступно на <http://rts.micex.ru/n4315/?nt=109>.

² Подробнее о требованиях и эволюции режимов расчетов по биржевым сделкам на глобальных и национальных фондовых рынках см.: Murray T. Capital Market Infrastructure (CMI) in focus – Equities Settlement Cycles. 2 January, 2013 Опубликовано на <http://www.thomasmurray.com/>

снизилась стоимость проведения операций; повысить доверие международных инвесторов к отечественному рынку, перешедшему на общепринятую в мире форму ведения торгов¹.

Вместе с тем прошедшие два года после объединения бирж не сняли опасений участников рынка по поводу влияния данного события на конкурентоспособность внутреннего финансового рынка. Объединение бирж устранило конкуренцию между ММВБ и РТС, которая долгие годы была главным двигателем развития фондового рынка.

С учетом риска утраты внутренней конкуренции, при объединении бирж предусматривалось, что данный фактор будет компенсирован за счет внешней конкуренции объединенной биржи с иностранными биржами. С этой целью ФСФР России пообещала при создании центрального депозитария либерализовать правила доступа российских АО к публичным размещениям акций на зарубежных биржах. 4 августа 2011 г. ФСФР направила Минюсту приказ, разрешающий обращение до 100% вместо действовавших 25% акций российских эмитентов в виде расписок на зарубежных биржах. Предполагалось, что приказ вступит в силу со дня вступления в силу федерального закона, регулирующего условия и порядок деятельности центрального депозитария, т.е. 1 января 2013 г. Однако данное правило так и не было принято. Более того, в преддверии биржевого IPO был принят ряд принципиальных решений, ограничивающих российских эмитентов в проведении размещений на зарубежных торговых площадках.

Ключевые биржевые проекты 2013 г., такие как «мост» НРД–Евроклир–Клирстрим, расчеты с режимом T+2, использование НКЦ в качестве ЦКА, в большей мере были нацелены на создание благоприятных условий для иностранных участников рынка, а также для спекулянтов на внутреннем финансовом рынке. В целях усиления позиций российских инфраструктурных организаций законодатель шел на принятие федеральных законов, затрудняющих получение доходов по акциям и облигациям российских эмитентов тем нерезидентам, которые инвестируют в акции через депозитарные расписки и не хотят раскрывать конечных бенефициаров акций и облигаций российских эмитентов, включая ОФЗ². Для внутренних институциональных инвесторов, частных инвесторов, не преследующих цели получения краткосрочной прибыли, столь же значимых проектов в 2013 г. реализовано не было. Возможно, проекты, направленные на рост внутренних институциональных и частных инвесторов, станут приоритетом для Московской биржи в 2014 г.

Создание объединенной биржи привело к тому, что контроль над ней получили государственные структуры³ (табл. 7). До объединения бирж на российском рынке рабо-

¹ Шеметов А. Российская биржевая инфраструктура: современное состояние и перспективы развития. Рынок ценных бумаг, ноябрь 2013 г. Доступно на <http://rts.micex.ru/n4315/?nt=109>.

² Например, принятие Федерального закона от 2.11.2013 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации», в соответствии с которым если информация о бенефициарах, например, по депозитарным распискам, не предоставлена своевременно, депозитарий удерживает налог по ставке 30% (за исключением случаев, когда доход по таким ценным бумагам освобожден или облагается по ставке 0%).

³ Банк России, Сбербанк России, ВТБ, ВЭБ, Газпромбанк и Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ). Часть акций объединенной биржи принадлежит ее 100%-й дочке – ММВБ-Финанс. В наших расчетах доли госструктур в структуре собственности биржи, принадлежащие ей акции не включаются в пакет, контролируемый государством. Однако необходимо учитывать, что при контроле госструктур в капитале биржи права по акциям пакета ММВБ-Финанс практически контролируются государством.

тали две биржи: ОАО «РТС» полностью контролировалось частными акционерами, доля контролируемого государством пакета в уставном капитале ЗАО «ММВБ» составляла 61,1%. В результате консолидации торговых площадок биржа ОАО «РТС» прекратила существование. На объединенной бирже доля государственных структур достигла 56,1%. По итогам IPO Московской биржи, частично проведенного в форме размещения дополнительного выпуска акций, доля государства сократилась до 50,3%. На снижение государственной доли также повлияла продажа 21 декабря 2012 г. части пакета акций, принадлежащего Газпромбанку, официально неизвестному покупателю, которым, по мнению ряда СМИ, мог выступить стратегический инвестор из Китая¹. Фактически указанная доля государства в капитале Московской биржи может быть несколько выше, поскольку на момент проведения IPO около 2,69% акций биржи принадлежало Банку «Санкт-Петербург» и 0,18% Банку Москвы, контролируемым ВТБ. В 2013 г. в результате сделок государственных банков контроль государства стал менее заметным, однако, по нашим оценкам, с учетом пакетов менее 5% голосующих акций в руках контролируемых государством структур контроль над Московской биржей со стороны государства сохраняется до сих пор.

Таблица 7

Структура акционеров российских бирж до и после объединения

	До реорганизации бирж		После объединения: ОАО «ММВБ-РТС» на 01.02.2012 г. ²	После IPO: Московская биржа на 15.02.2013 г. – оценка ³	На 23.12.2013 г. ⁴
	ОАО «РТС»	ЗАО «ММВБ»			
Банк России		28,6	24,3	22,5	24,7
Сбербанк России		7,5	10,4	9,6	9,8
ВТБ		7,1	6,1	5,6	3,6 ⁵
ВЭБ		10,5	8,7	8,0	8,0
Газпромбанк		6,2	5,4		
РФПИ		1,3	1,3	4,6	3,5 ⁶
Доля госструктур	0	61,1	56,1	50,3	49,6
ММВБ-Финанс		2,8	2,8	5,5	6,6
Китайская инвестиционная корпорация (Chengdong Investment Corporation)				5,4	5,4
ЕБРР				5,8	5,8
Иные акционеры	89,0	27,9	32,9	33,0	32,6
Итого	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: по данным Банка России, публикаций в «Ведомостях» и «Коммерсанте».

Структура собственников Московской биржи, раскрывающая доли лишь нескольких акционеров, владеющих 5% и более, остается непрозрачной для общественности. Учитывая, что в силу своего положения на рынке и получаемых преференций от государства в сфере законодательства и использования административного ресурса, такое по-

¹ Руденко П. На Московскую биржу вышел таинственный покупатель // Коммерсантъ. 25 декабря 2012 г.

² Мазунин А., Руденко П., Хвостик Е. Биржевой капитал утек на Запад // Коммерсантъ. 13 марта 2012 г.

³ По данным Московской биржи на 16.01.2013 г., а также информации о крупнейших акционерах Московской биржи, опубликованной в разделе статистики «Коммерсанта» 18 февраля 2013 г.

⁴ Квартальный отчет ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» за IV квартал 2013 г. (см. на <http://moex.com/a1548>).

⁵ Оценка согласно сообщению РБК от 31 октября 2013 г. Банк ВТБ сократил свою долю в Московской бирже на 1,5% (см. <http://top.rbc.ru/economics/31/10/2013/886078.shtml>).

⁶ Прайм. 15 января 2014 г. РФПИ продал 1% от своей доли в Московской бирже (см. <http://1prime.ru/finance/20140115/775346339.html>).

ложение вряд ли можно считать оправданным. Значимость состава акционеров биржи для обеспечения государственной безопасности фактически признало само государство, создав прецедент, когда летом 2010 г. ФСФР России и ФСБ заблокировали попытку продажи акций ОАО «ФБ РТС», принадлежащих «КИТ Финанс», иностранному банку ЕБРР. Благодаря вмешательству силовых органов, 11% акций РТС в итоге были приобретены структурой группы ММВБ. Банк России также требует от банков раскрытия полного списка бенефициаров.

В признанных рейтингах конкурентоспособности стран факт присутствия государственных структур в органах управления фондовых бирж оценивается негативно. Например, это является основной причиной того, что в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (ВЭФ) Россия занимает одно из последних мест в мире по критерию эффективности регулирования фондовых бирж (см. раздел 3.6.3). Согласно рейтингу эффективности биржевого регулирования в 2013–2014 гг. Россия заняла 102-е место из 148 стран. По аналогичному критерию Бразилия, Индия, Китай и ЮАР заняли соответственно 7-е, 27-е и 63-е и 1-е места.

Преобладание государственных структур в управлении биржей связано с двумя группами рисков. Во-первых, экспансию государственных структур на рынке трудно остановить, учитывая, что она помогает добиваться концентрации финансовых ресурсов в их руках. Во-вторых, особенно в свете создания мегарегулятора, на российском рынке практически ликвидирован независимый механизм, который может предотвратить чрезмерный рост рискованных операций Минфина России и Банка России, например, в случае наступления неблагоприятной финансовой ситуации в России или реализации рискованной стратегии промышленной политики. В настоящее время опережающий рост валютного и денежного рынков на Московской бирже при сокращении объемов рыночных сделок с ценными бумагами создает риски самодостаточности биржевого рынка и его отрыва от потребностей реальной экономики, что в 1998 г. уже привело к финансовому кризису.

В связи с этим представляется особенно важным наличие ясной стратегии, направленной на выход Банка России из состава акционеров Московской биржи и ограничение его участия в качестве совладельца инфраструктурных организаций. В 2013 г. такая ясность появилась. Согласно ч. 14 ст. 49 Федерального закона от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» Банк России обязан выйти из акционеров Московской биржи и Санкт-Петербургской валютной биржи до 1 января 2016 г. По оценкам агентства Reuters, Московская биржа планирует провести СПО в первой половине 2014 г., в рамках которого будет продана доля российского Центробанка¹.

Несмотря на всестороннюю поддержку биржевых проектов со стороны исполнительной власти и Банка России, объединение бирж пока не принесло синергетического эффекта в виде роста капитализации Московской биржи. До объединения бирж в начале 2011 г. суммарная капитализация ОАО «РТС» и ЗАО «ММВБ» составляла 4,6 млрд долл. В начале 2012 г., по оценкам Банка России и совета директоров биржи, к концу года предполагалось достичь капитализации Московской биржи в сумме 6 млрд долл.².

¹ Приводится по сообщению РБК от 31 октября 2013 г.

² Интерфакс-АФИ. Фондовая биржа оценила себя к IPO // Коммерсантъ. 26 марта 2012 г.

По итогам IPO Московской биржи, прошедшего с 4 по 15 февраля 2013 г., капитализация биржи составила 4,2 млрд долл., что оказалось ниже сводной капитализации российских бирж до объединения. Отсутствие заметного прогресса в росте капитализации Московской биржи обусловлено не только внутренними факторами, но и закономерностями, действующими на глобальных рынках. Существенное сокращение объемов торгов на крупнейших глобальных биржах (см. раздел 3.2.1), их конкуренция с альтернативными торговыми системами ведут к снижению стоимости бирж. В 2007 г. капитализация американской фондовой биржи NYSE Euronext составляла 15,8 млрд долл.; 13 ноября 2013 г. эта биржа была поглощена Intercontinental Exchange (ICE), сумма сделки составила всего 10,2 млрд долл. Рыночная стоимость акций фондовой биржи NASDAQ (США) снизилась с 49,49 долл. в 2007 г. до 39,80 долл. в 2013 г., или на 19,6%. За тот же период стоимость акций Немецкой биржи снизилась на 48,4%, акций группы Лондонской фондовой биржи повысилась всего на 5,6%.

С 4 по 15 февраля 2013 г. Московская биржа провела IPO, в ходе которого было размещено ее акций на 15 млрд руб., или на 500 млн долл. При объявленном диапазоне цен в размере 55–63 руб. за акцию фактическая цена размещения была установлена по нижней границе ценового диапазона, т.е. 55 руб. (рис. 11). По данным СМИ, в IPO приняли участие государственная Китайская инвестиционная компания (CIC), фонды OppenheimerFunds и BlackRock и масса других иностранных фондов из Германии, Скандинавии, Великобритании, США и стран Азии¹.

В первый торговый день 15 февраля 2013 г. недооценка акций биржи по сравнению с ценой размещения составила 0%. Обычно низкий размер недооценки первого торгового дня при проведении IPO российских АО свидетельствует о переоцененности данных акций на момент проведения IPO. В дальнейшем это часто приводит к отрицательной избыточной доходности данных акций по сравнению с базисным индексом в течение многих лет². Однако год спустя после проведения IPO долгосрочная доходность акций биржи пока стабильно превышала доходность индекса ММВБ.

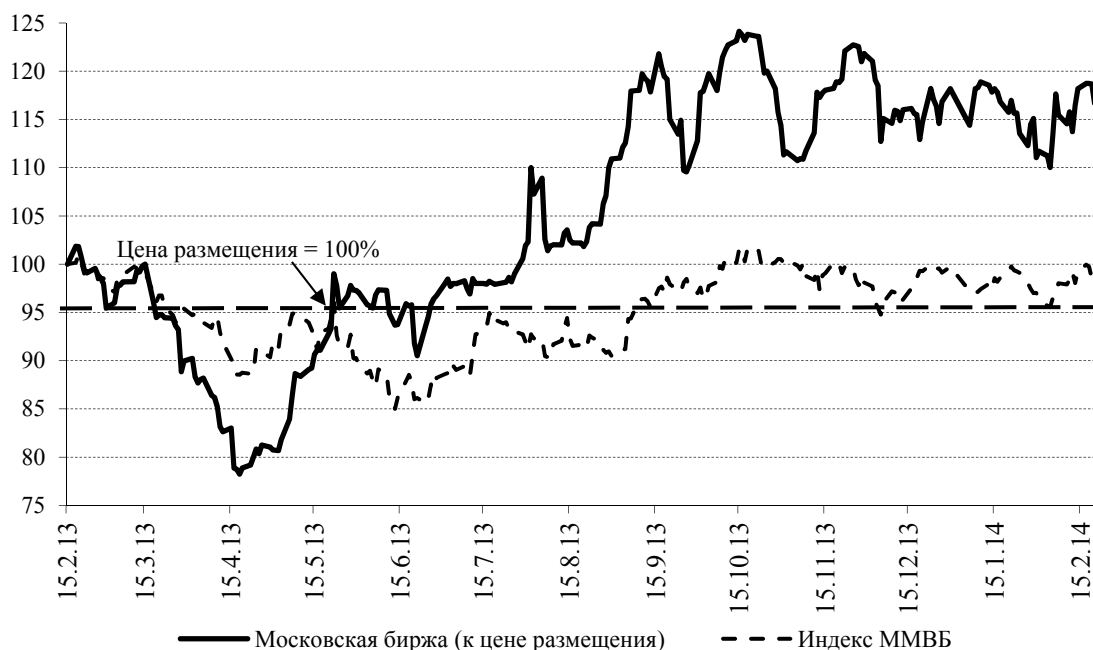
Позитивной динамике роста акций Московской биржи после проведения IPO способствовали агрессивные программы поддержки данных акций со стороны самой биржи и государственных банков. В течение первого месяца после окончания публичного размещения акций биржи стабилизационным агентом по ним выступал «ВТБ Капитал», который в течение 30 дней мог выкупать акции с рынка по текущей цене с тем, чтобы потом продать их по опциону обратно «ММВБ-Финанс». По оценкам СМИ, из 6 млрд руб., полученных от продажи биржевых акций «ММВБ-Финанс», около 1,5 млрд руб. было выкуплено на рынке «ВТБ Капитал» для последующей перепродажи обратно дочерней структуре биржи³. После завершения данного периода курсовая стоимость и ликвидность биржевых акций поддерживались самой биржей с помощью программы поддержки ликвидности на рынке акций, а также программы обратного выкупа акций, реализуемой Московской биржей по решению ее общего собрания акционеров от 14 ноября 2013 г. Согласно заявлению биржи от 21 февраля 2014 г., планируется пога-

¹ Трифионов А., Папченкова М., Камнева Г. Глобальные гости столицы // Ведомости. 15 февраля 2013 г.; Шлыгин И. Китайское IPO // РБК-daily. 15 февраля 2013 г.; Гайдаев В., Кузнецов И. Клубное IPO. 15 февраля 2013 г.

² Абрамов А.Е. Проблемы IPO-SPO российских компаний // Экономико-политическая ситуация в России. Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара. 2012. № 10. С. 54–58.

³ Орлова Ю. Акции в очень свободном обращении // Коммерсантъ. 18 марта 2013 г.

шение акций, выкупленных ООО «ММВБ-Финанс», что увеличит долю существующих акционеров в капитале и доход на вложенный капитал.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи и инвестиционной компании «Финам».

Рис. 11. Динамика цены акций Московской биржи и индекса ММВБ с 15 февраля 2013 г. по 22 февраля 2014 г. (15 февраля 2013 г. = 100%)

Интеграция ИТ, торговых и расчетных систем является более медленным процессом по сравнению с темпами юридического и административного объединения бирж. Проявлением данной проблемы стали серьезные технические сбои в работе российских бирж, происходившие в 2011–2012 гг.¹. В 2013 г. Московская биржа завершила процесс консолидации торговых платформ фондового, валютного и срочного рынков на одной технологической площадке – в Центре обработки данных М1. Однако полностью исключить отдельные технологические сбои в 2013 г. бирже не удалось. 21 февраля 2013 г. в связи с техническим сбоем были приостановлены торги иностранной валютой на ЕТС, 23 апреля произошел повторный сбой на валютном рынке. 13 ноября 2013 г. часовой сбой произошел на срочном рынке.

3.3. Рынок акций российских компаний

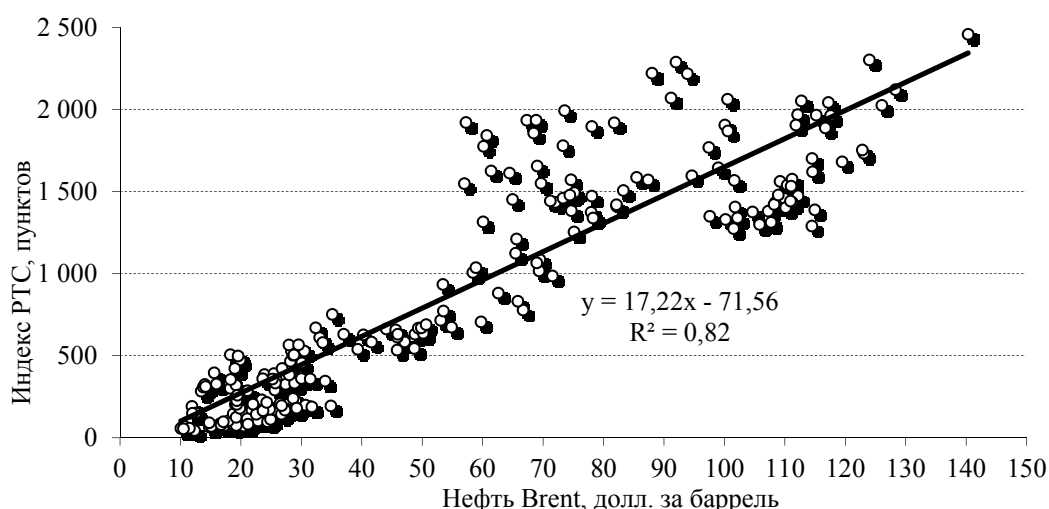
3.3.1. Зависимость рынка акций от глобальной конъюнктуры цен

Зависимость рынка акций российских эмитентов от цен на нефть – широко известный факт. Коэффициент детерминации (R^2) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами нефти сорта Brent с сентября 1995 г. по январь 2014 г.,

¹ Подробнее об этом см. в нашем материале в сборнике: Российская экономика в 2012 г.: тенденции и перспективы. Вып. 34. М.: Институт Гайдара, 2013. С. 140–141.

приведенный на *рис. 12*, равен 0,82, что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями.

По прогнозам международных финансовых организаций и Минэкономразвития, в ближайшие годы не ожидается значительного роста цен на нефть. Это предопределяется как умеренным спросом на нефть в условиях замедления темпов роста глобальной экономики и внедрения энергосберегающих технологий, так и развитием новых технологий добычи энергетических ресурсов, в частности сланцевых нефти и газа.



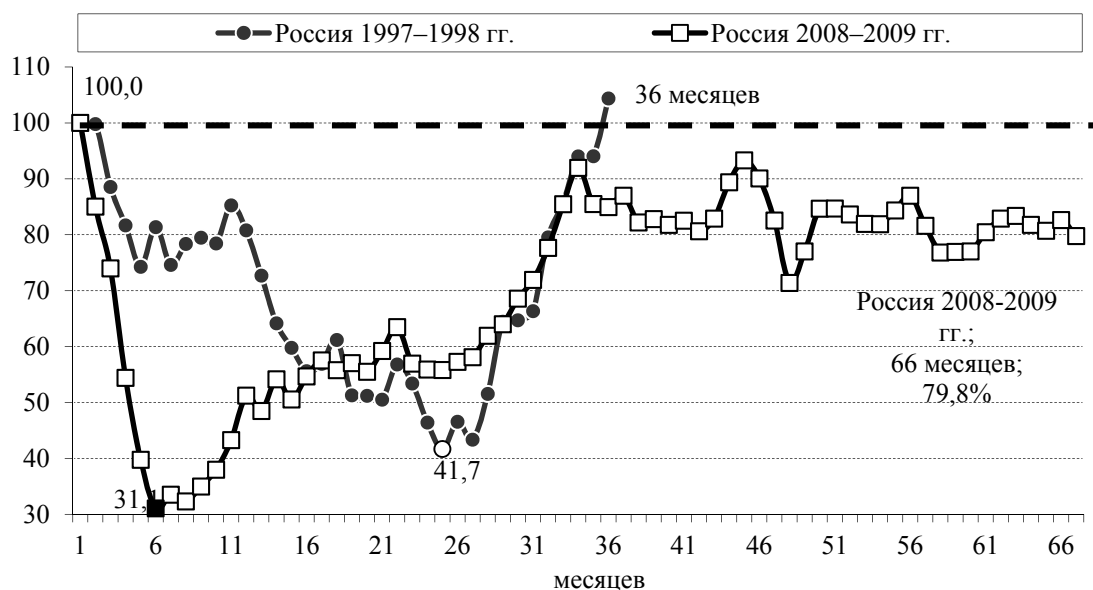
Источник: рассчитано по данным International Financial Statistics (IFS) МВФ и Московской биржи.

Рис. 12. Зависимость индекса РТС от цены нефти Brent с сентября 1995 г. по январь 2014 г.

Согласно базовому сценарию роста экономики России в «Прогнозе долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 г.» (Прогноз-2030), только через 10 лет – к 1923 г. – цена на нефть Urals достигнет 127 долл. за баррель, т.е. предкризисного пика в июне 2008 г. Как показано на *рис. 13*, данный прогноз пока подтверждается фактическими данными. В отличие от кризиса 1997–1998 гг., когда цены на нефть восстановились за 36 месяцев, в настоящее время за 66 месяцев они достигли лишь 79,84% уровня предкризисного пика. При этом уже 22 месяца цены на нефть удерживаются на относительно стабильном уровне.

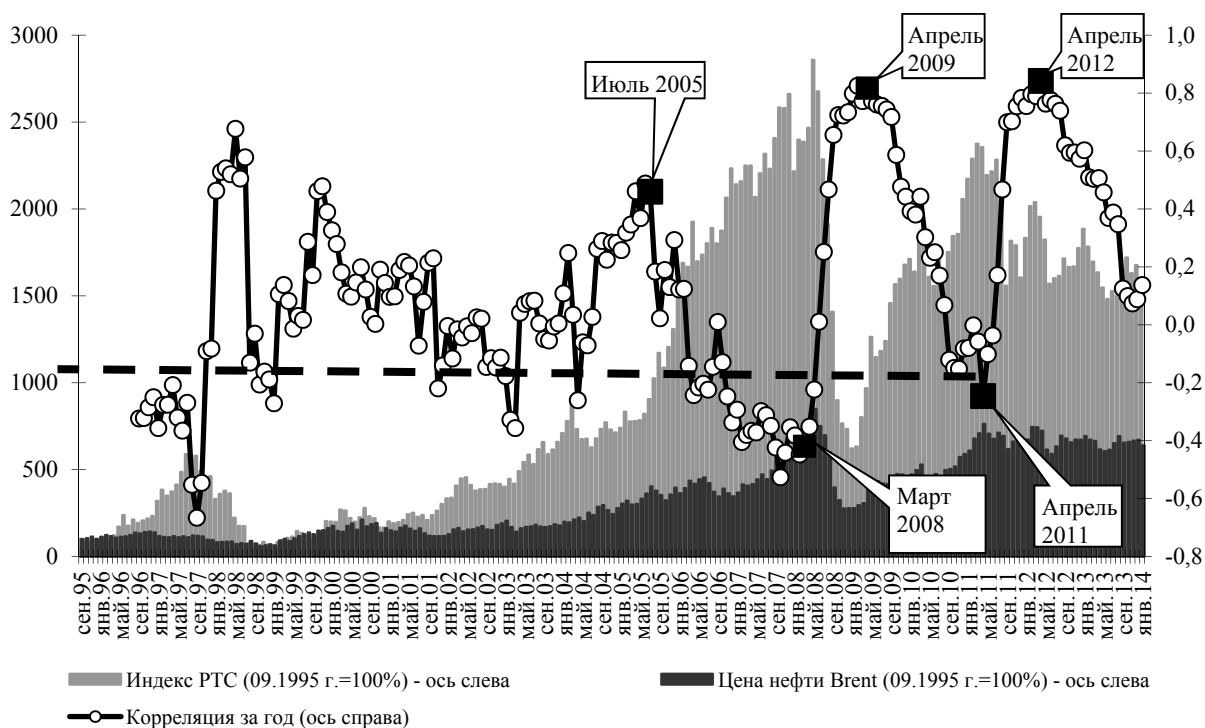
Более точное представление о зависимости фондовых индексов и нефтяных цен дает анализ относительных изменений данных показателей. На *рис. 14* приводятся результаты изменений коэффициента корреляции между месячными относительными изменениями индекса РТС и цен на нефть марки Brent в течение 12-месячного периода. Особенностью скользящей корреляционной кривой является то, что она отражает усиление или ослабление связи между двумя показателями с запаздыванием на год.

Кривая корреляции изменений индекса РТС и цен на нефть имеет циклический характер. По мере движения индекса к предкризисному пику коэффициент корреляции снижается и становится отрицательным. Это означает, что цена нефти и значение индекса неожиданно начинают меняться разнонаправленно. Во время обвала рынка акций позитивная корреляция между изменениями индекса и ценами на нефть восстанавливается. По завершении острой фазы кризиса корреляция опять устремляется к минус единице.



Источник: по данным IFS МВФ.

Рис. 13. Падение и восстановление цены на нефть марки Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены =100%) на январь 2014 г.



Источник: рассчитано по данным IFS IMF и ММВБ-РТС.

Рис. 14. Корреляция между изменениями индекса РТС и цены на нефть марки Brent с сентября 1995 г. по январь 2014 г.

В динамике кривой корреляции в течение последнего 10-летия отчетливо выделяются шесть периодов:

- с начала 2000-х по июль 2005 г. – рост коэффициента корреляции с уровня $-0,2$ до $0,5$, нефтяные цены и индекс РТС росли однонаправленно;
- июль 2005 г. – апрель 2008 г. – снижение коэффициента корреляции с $0,5$ до $-0,5$, цена нефти и индекс РТС в целом за период выросли, однако во второй половине 2006 г. и первой половине 2007 г. наблюдалось снижение нефтяных котировок;
- апрель 2008 г. – апрель 2009 г. – коэффициент корреляции с уровня $-0,5$ вырос до $0,8$, это был период обвального падения нефтяных цен и цен акций АО;
- апрель 2009 г. – апрель 2011 г. – коэффициент корреляции снизился с уровня $0,8$ до $-0,2$, цена на нефть умеренно повысилась, а индекс РТС испытал бурный восстановительный рост;
- с мая 2011 г. по апрель 2012 г. – рост коэффициента корреляции до $0,8$, в это время цены на нефть и акции российских АО в целом снижались;
- с мая 2012 г. по январь 2014 г. – вновь снижение корреляции до $0,1$, индекс РТС преимущественно снижался, а цена нефти оставалась относительно стабильной.

3.3.2. Зависимость рынка акций от иностранных портфельных инвесторов

Цикличность корреляции изменений цен на нефть и акций российских компаний объясняется существенным воздействием на динамику цен акций оттоков и притоков средств иностранных портфельных инвесторов, фиксируемых Emerging Portfolio Fund Research (EPFR)¹. По силе влияния на цены акций российских эмитентов данный фактор не уступает динамике цен на нефть, о чем свидетельствуют данные *рис. 15*.

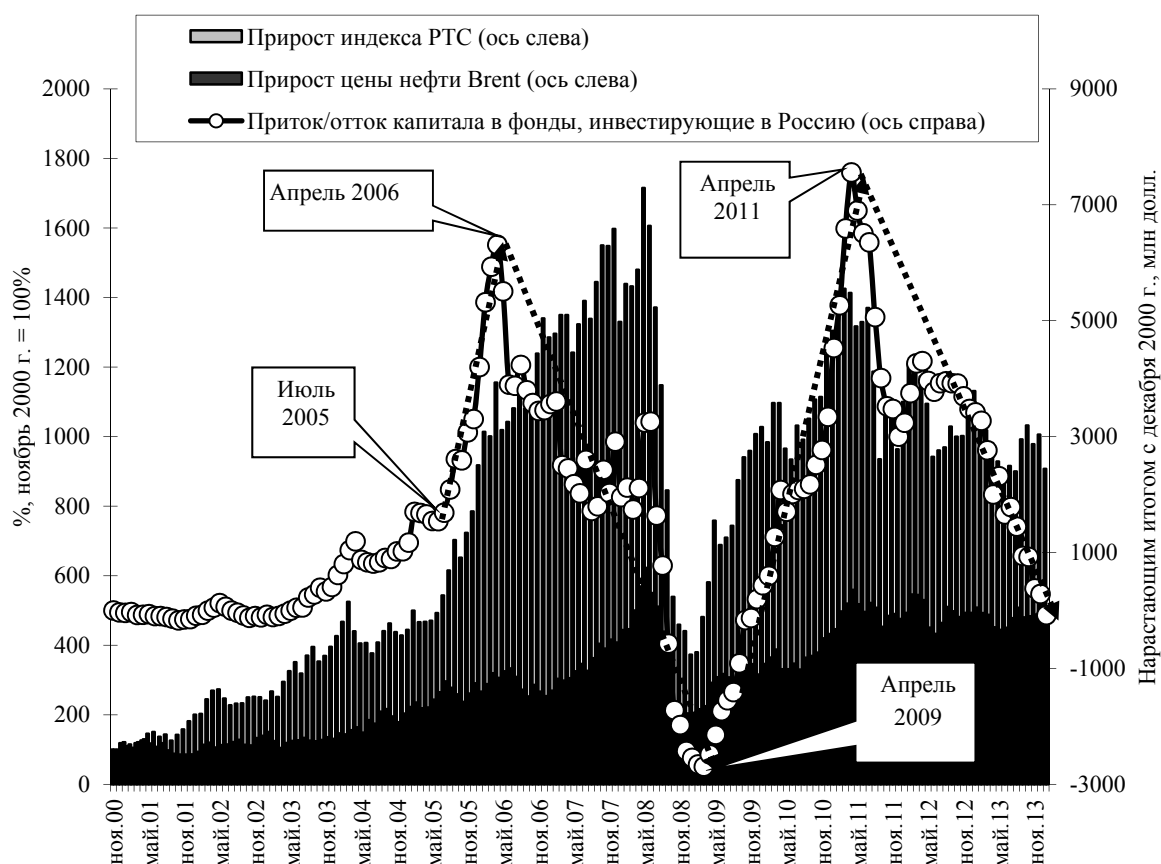
Возвращаясь к выделенным шести периодам, в течение которых менялся характер зависимости изменений индекса РТС от динамики цен на нефть, анализ накопленных инвестиций иностранных фондов, специализирующихся на России, позволяет объяснить данное явление.

Рост коэффициента корреляции индекса и цен на нефть с начала 2000-х годов по июль 2005 г. был связан с тем, что в течение этого периода оба фактора, воздействующих на динамику рынка акций, – нефтяные цены и приток средств в иностранные фонды, инвестирующие в Россию, – действовали однонаправленно. Цены на нефть повышались, портфельные инвестиции приходили, индекс РТС стабильно рос. Как показано

¹ Данные EPFR о притоке-отвоке средств из иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, можно рассматривать как индикатор инвестиционного поведения крупных иностранных портфельных инвесторов, включая глобальные и региональные фонды. По нашим оценкам, портфели специализированных фондов составляют около 50% от инвестиций в Россию региональных и глобальных инвестиционных фондов. Если инвесторы специализированного фонда, например, выводят из него свои инвестиции, это еще не означает вывода капитала из России. Он случится лишь тогда, когда для исполнения обязательств перед инвесторами фонд начнет распродажу своих вложений в акции российских АО. Если выводятся средства из глобальных или региональных фондов, то оценить в количественном выражении влияние данной операции на сокращение вложений данных фондов в акции российских компаний, составляющих, как правило, незначительную часть портфеля данных фондов, практически невозможно. Тем не менее если наблюдается вывод средств из специализирующихся на России иностранных фондов, то, скорее всего, глобальные и региональные портфельные инвесторы также сокращают вложения в Россию.

в табл. 8, с ноября 2000 г. по июнь 2005 г. в специализированные фонды поступило 1,5 млрд долл. средств инвесторов.

Снижение коэффициента корреляции в июле 2005 г. – апреле 2008 г. до $-0,5$ обусловлено разнонаправленной динамикой нефтяных цен и средств иностранных портфельных инвесторов. С июля 2005 г. по апрель 2006 г., несмотря на рост волатильности нефтяных цен в фонды, инвестирующие в Россию, поступило 4,8 млрд долл. новых средств (табл. 8 и рис. 15). Всплеск притока краткосрочных инвестиций объясняется присвоением России международными агентствами инвестиционных рейтингов. Такой рейтинг был получен от FITCH 17 ноября 2004 г., от S&P 31 января 2005 г. Однако с апреля 2006 г. практически до апреля 2008 г. произошел резкий разворот в предпочтениях инвесторов иностранных фондов, за данный период, несмотря на стабильный рост нефтяных цен, из фондов, инвестирующих в Россию, стали активно выводить средства. В результате оттока портфельных инвестиций рост индекса РТС существенно замедлился по сравнению с бурным повышением нефтяных цен.



Источник: рассчитано по данным IFS IMF, Московской биржи и ресурса EPFR.

Рис. 15. Прирост индекса РТС и цены на нефть марки Brent, приток (отток) средств в фонды, инвестирующие в Россию, рассчитанный нарастающим итогом с ноября 2000 г. по январь 2014 г.

Таблица 8

**Приток/отток средств из иностранных фондов, инвестирующих
 в акции российских эмитентов, по данным EPFR**

	Приток (+)/отток (-) средств из фондов, млн долл.
Ноябрь 00 – июнь 05	1538
Июль 05 – апрель 06	4769
Май 06 – март 09	-9005
Апрель 09 – апрель 11	10255
Май 11 – январь 14	-7640

Источник: рассчитано по данным ресурса EPFR.

С апреля 2008 г. по апрель 2009 г. рост коэффициента корреляции до 0,8 пришелся на период обвала рынка акций. В данный период времени обвал нефтяных цен сопровождался ускоренным выводом средств из иностранных фондов, инвестирующих в Россию. Соответственно за данный период снизился индекс РТС.

Падение коэффициента корреляции индекса РТС и нефтяных цен в апреле 2009 г. – апреле 2011 г. до -0,2 вновь было обусловлено тем, что ускоренный рост индекса РТС опирался в большей мере на активный приток средств в иностранные фонды при умеренном росте цены нефти. За этот период в иностранные фонды поступило 10,2 млрд долл. новых вложений от инвесторов.

Восстановление коэффициента корреляции индекса и нефтяных цен с мая 2011 г. по апрель 2012 г. произошло за счет того, что факторы нефтяных цен и иностранных инвестиций вновь стали работать однонаправленно. Цена на нефть снижалась, инвесторы забирали средства из фондов. С мая 2012 г. по январь 2014 г. корреляция пропала, потому что цена на нефть оставалась стабильной, а средства их фондов продолжали выводиться. Сам же индекс РТС с мая 2011 г. по январь 2014 г. следовал тенденции снижения вслед за выводом средств из фондов, инвестирующих в Россию.

График изменения накопленных денежных потоков зарубежных фондов, специализирующихся на вложениях в Россию, на рис. 15 показывает, что ключевые изменения в поведении иностранных инвесторов происходили в мае 2006 г. и в мае 2011 г. Согласно данным табл. 6, с мая 2006 г. по март 2009 г. из специализированных иностранных фондов было выведено 9,0 млрд долл., а с мая 2011 г. по январь 2014 г. – 7,6 млрд долл. Даже если удвоить данные оценки с учетом возможного аналогичного поведения управляющих региональных и глобальных фондов, сокращавших вложения в Россию, получается, что шоковые изменения цен акций на российском рынке способны вызвать постепенный вывод сумм, равных всего 1–2-дневному объему торгов акциями на Московской бирже.

Объяснение факторов, предопределяющих негативные изменения в поведении глобальных портфельных инвесторов на развивающихся рынках, было дано экспертами МВФ в Докладе о финансовой стабильности за сентябрь 2011 г.¹ Ими были использованы данные EPFR за период с января 2005 г. по май 2011 г. о потоках средств специализированных инвестиционных фондов акций в мире, в Азии, Латинской Америке, Европе, на Ближнем Востоке и в странах с развитой экономикой. Согласно исследованию, наиболее влиятельными факторами со значимостью на уровне 1% на приток/отток средств фондов оказались:

¹ IMF. Financial Stability Report. September 2011, с. 11–18. Публикуется на сайте www.imf.org.

- официальные прогнозы темпов роста реального ВВП¹ (со знаком «+»);
- волатильность прогнозов темпов роста ВВП (со знаком «–»);
- волатильность обменных курсов валют (со знаком «–»);
- показатель волатильности рынка акций – индекс VIX (со знаком «–»).

Показатели уровня процентных ставок и строгости валютного регулирования оказались среди слабозначащих факторов.

Данные факторы можно рассматривать как опережающие индикаторы финансовых кризисов, которые применяются управляющими портфелями инвестиционных фондов, специализирующихся на тех или иных рынках. Согласно рассматриваемому исследованию МВФ, самый сильный шок в виде максимального объема средств, выведенных из фондов, инвестирующих в страны Европы, Ближнего Востока и Африки, в размере 4,4 млрд долл. пришелся как раз на июнь 2006 г. Именно в этом месяце, как показано на *рис. 15*, случился разворот в поведении инвесторов фондов, инвестировавших в акции российских АО. В этих условиях зафиксированный МВФ в апрельском 2006 г. «Обзоре глобальной экономики» тренд на снижение прогноза темпов роста ВВП во второй половине года в наиболее значимых развитых и развивающихся экономиках², а также начавшиеся со II квартала 2005 г. возмущения индекса VIX³ могли послужить сигналами к оттоку средств портфельных инвесторов. Всплески волатильности прогнозов роста ВВП и цен акций отражали озабоченность экспертов и рынка диспропорциями в торговых балансах стран, нарастанием кризиса на рынке ипотечных ценных бумаг США и иными факторами, которые в итоге и привели к рецессии 2008 г.

Данные исследования позволяют понять относительно простую модель поведения инвесторов иностранных фондов, ориентированных на российский фондовый рынок. При инвестициях в Россию их цель – войти в рынок при низкой стоимости акций местных эмитентов и успеть покинуть данный рынок при первых признаках снижения цен на нефть и девальвации рубля. Сигналы к действиям они получают, например, из информационной системы Consensus Economics, в которой на основе прогнозов аналитиков крупнейших инвестиционных банков составляется консенсус-прогнозы нескольких ключевых макроэкономических и финансовых показателей разных стран глубиной 24 месяца (два года). Наиболее влиятельным является показатель прогнозов роста ВВП. Момент существенного изменения прогноза на текущей или следующий за ним год является сигналом смены инвестиционного поведения. Например, если прогнозы существенно снижаются, инвесторы начинают вывод средств из фондов, инвестирующих в Россию. И это поведение инвесторов изменится лишь при появлении противоположного сигнала о перспективном ускорении экономического роста России и крупнейших развитых стран. Этим и задается цикличность в поведении пайщиков иностранных фондов, инвестирующих в России, которая отчетливо видна на *рис. 15*.

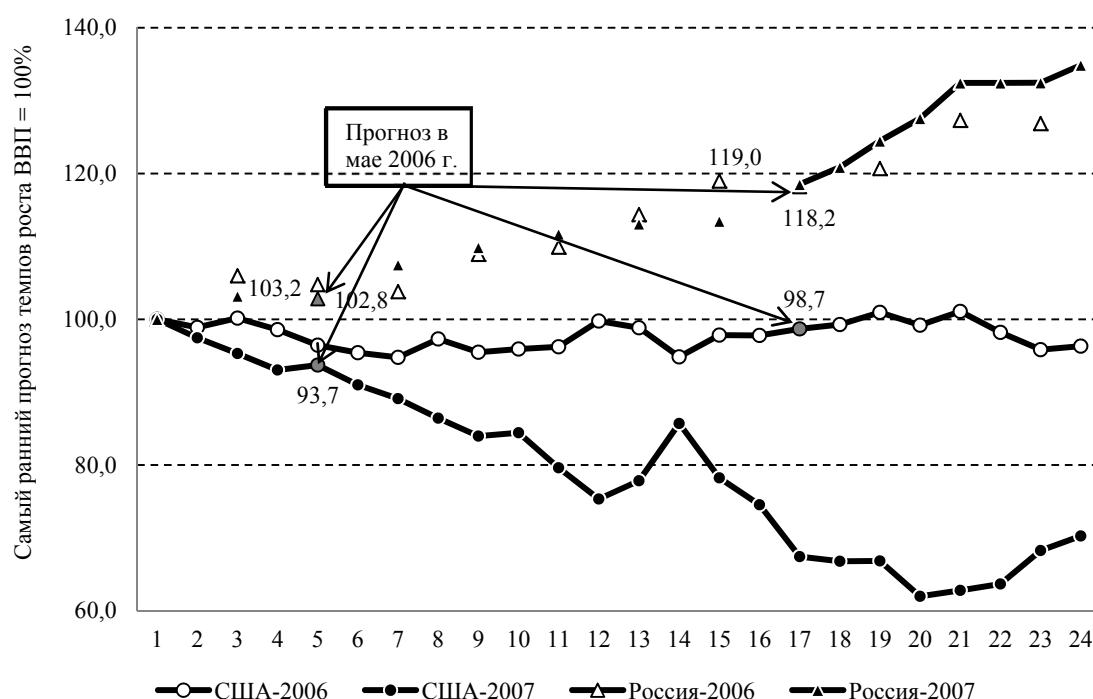
В качестве иллюстрации влияния данных Consensus Economics на принятие иностранными инвесторами решения о выводе средств из фондов, инвестирующих в Рос-

¹ Прогнозы роста ВВП и их волатильности рассчитывались по данным базы Consensus Economics.

² World Economic Outlook (WEO). April 2006, *рис. 1.8*. Опубликовано на сайте www.imf.org.

³ В книге Р. Раджана «Линии излома» (М.: Дело, 2011. С. 272) отмечено, что со II квартала 2005 г. до II квартала 2007 г. двухгодичная прогнозируемая волатильность цен на опционы компаний, входящих в индекс S&P 500 (two-year implied volatility of S&P500 option price) – рыночные ожидания волатильности цен на акции на два года вперед, – была на 30–40% выше, чем краткосрочная одномесячная волатильность (short-term one-month volatility).

сию, в мае 2006 г. на *рис. 16* приводятся сведения о прогнозах роста ВВП США и России из указанного аналитического ресурса, которые видели перед собой инвесторы в мае 2006 г. В данном случае самый ранний прогноз роста ВВП на 2006 и 2007 гг. принят за 100%. На каждой из четырех кривых стрелочкой показана точка последнего прогноза на 2006 и 2007 гг., которую увидели пользователи в мае 2006 г. Отрезок кривой слева от этой точки показывает те значения прогнозов, которые пользователь мог видеть в мае 2006 г. Справа от выделенной точки показаны ежемесячные прогнозы, выходявшие уже после рассматриваемой даты. При этом прогнозные показатели по России в течение указанных периодов сводились, как правило, один раз в два месяца.



Источник: расчеты по данным Consensus Economics.

Рис. 16. Изменение значения консенсус-прогнозов аналитиков по росту ВВП на 2006 и 2007 гг.

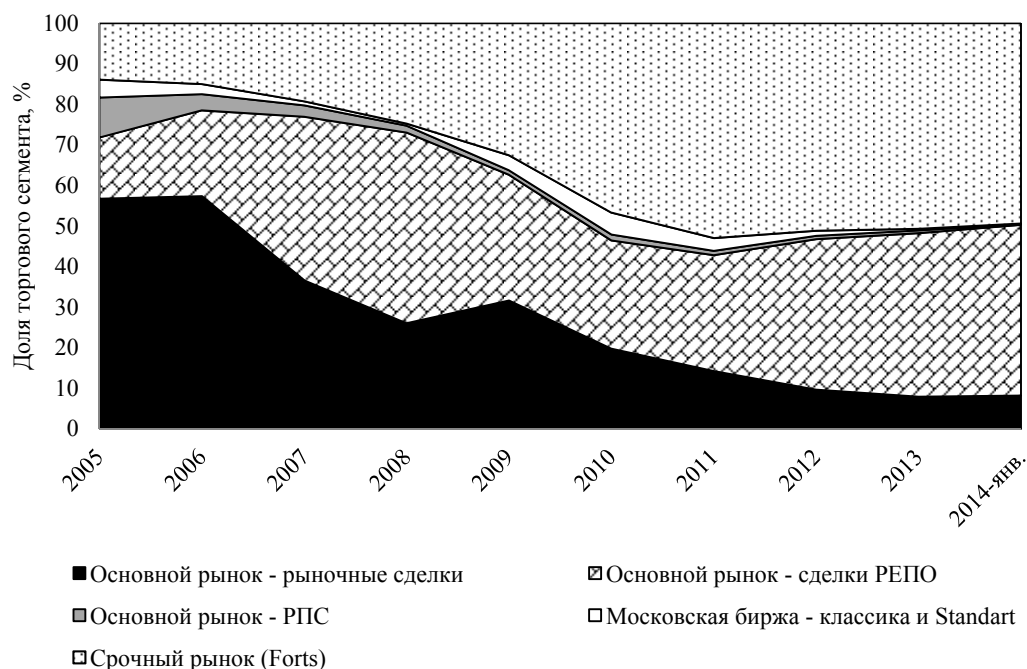
Из представленных на *рис. 16* данных видно, что из четырех кривых устойчиво ухудшался только прогноз роста американской экономики в 2007 г. Видимо, именно эти прогнозы будущего роста американской экономики в 2007 г. внушили наибольший пессимизм инвесторам фондов, ориентированных на Россию. Замедление роста США грозило замедлением роста в других регионах, падением спроса на сырьевые ресурсы, падением цены на нефть, сокращением валютной выручки России и соответственно девальвацией рубля. К маю 2006 г. прогноз роста американской экономики снижался уже четвертый месяц подряд, и этого было достаточно, чтобы инвесторы стали забирать средства из фондов, работающих на развивающихся рынках. Дальнейшее снижение прогнозов роста в США на 2007 г. (отрезок справа от выделенной точки на кривой «США-2007») после мая 2006 г. лишь усиливало пессимизм инвесторов, заставляя их выводить средства из фондов.

Интересно, что, выводя средства из фондов, инвестирующих в акции компаний Европы, включая Россию, Ближний Восток и Африку, в июне 2006 г. глобальные портфельные инвесторы проявили чудеса прозорливости, намного опередив самых смелых пророков финансового кризиса. Знаменитое заявление американского профессора Н. Рубини о надвигающемся ипотечном кризисе на конференции МВФ было оглашено только в сентябре 2006 г. В феврале 2008 г. на конференции в швейцарском Давосе министр финансов России А.Л. Кудрин утверждал, что в мировом финансовом кризисе Россия останется тихой гаванью. Кристин Лагарт, нынешняя глава МВФ, в интервью в фильме «Инсайдеры», снятом режиссером Чарльзом Фергюсоном в 2010 г., призналась, что она поняла, что наступает кризис, лишь в феврале 2008 г. при присутствии в качестве министра экономики и финансов Франции на саммите G7, на котором министр финансов США Д. Полсон заявлял, что «у нас все под контролем».

Однако уже с мая 2006 г. иностранные инвесторы побежали из России и других развивающихся рынков. Теперь же можно более ясно представить причину такой прозорливости иностранных портфельных инвесторов по сравнению с самыми известными экспертами фондового рынка и представителями монетарных властей. То, что показывали рассмотренные индикаторы в 2012 г., будет показано ниже в разделе о рисках фондового рынка.

3.3.3. Сегменты рынка акций на Московской бирже

На *рис. 17* и в *табл. 9* показаны изменения в структуре разных режимов торгов на российских биржах, включая сделки на срочном рынке Forts. После объединения бирж в декабре 2011 г. значимость наиболее рыночных сегментов биржевого рынка второй год продолжает снижаться, в то время как единственным сегментом рынка, демонстрирующим устойчивый рост, являются сделки РЕПО.



Источник: расчеты автора по данным российских бирж.

Рис. 17. Структура рынка на Московской бирже с января 2005 г. по январь 2014 г.

Доля рыночных сделок с акциями сократилась с 14,3% в 2011 г. до 9,7% в 2012 г. и 8,0% в 2013 г. Доля сделок на срочном рынке уменьшилась с 53,0% в 2011 г. до 51,1% в 2012 г. и 50,7% в 2013 г., что является серьезным негативным фактором, поскольку именно рыночные (анонимные) сделки отражают эффективность биржи как ценового центра, и на их основе формируются справедливые цены финансовых активов. Доля таких сегментов рынка, как классика и Standart, которые росли ускоренными темпами в РТС до объединения бирж, в настоящее время близки к нулю, что объясняется созданием на Московской бирже унифицированного режима расчета по сделкам T+2. Лишь доля рынка РЕПО демонстрировала устойчивый рост с 28,6% в 2011 г. до 37,1% в 2012 г. и 40,3% в 2013 г.

Таблица 9

**Структура рынка акций на Московской бирже
с января 2005 г. по январь 2014 г**

	2005	2010	2011	2012	2013	2014 (январь)
Основной рынок – рыночные сделки	56,7	19,8	14,3	9,7	8,0	8,2
Основной рынок – сделки РЕПО	15,1	26,7	28,6	37,1	40,3	42,1
Основной рынок – РПС	9,8	1,5	1,1	0,8	0,7	0,2
Московская биржа – классика и Standart	4,4	5,4	3,1	1,3	0,4	0,1
Срочный рынок (Forts)	13,9	46,7	53,0	51,1	50,7	49,4
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты автора по данным российских бирж.

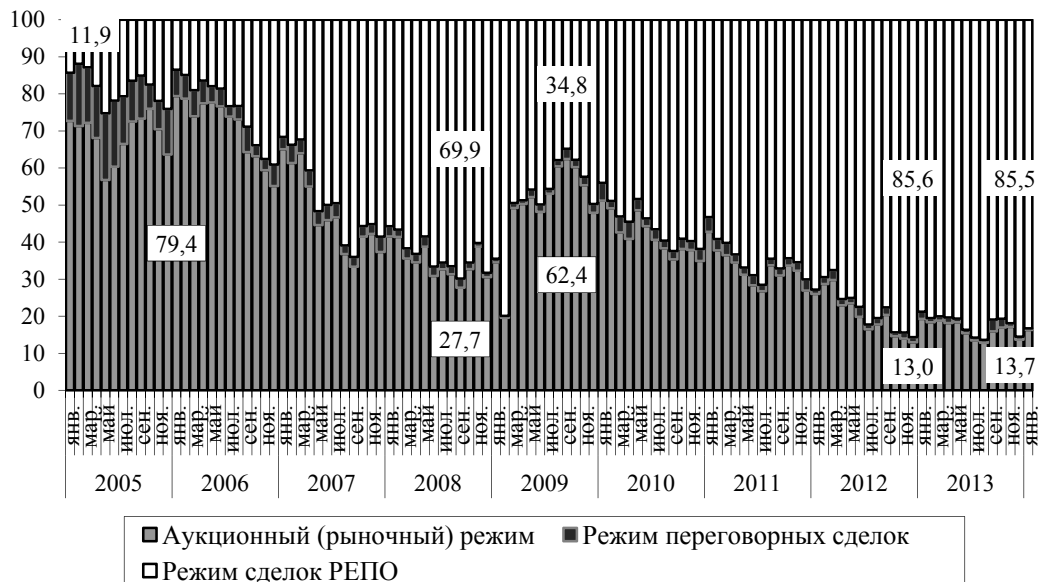
В 2013 г. доля рыночных (анонимных) сделок на рынке акций Московской биржи составила 13,7% (рис. 18), практически не изменившись по сравнению с уровнем 2012 г. Доля сделок РЕПО достигла 85,5%. С помощью сделок РЕПО на рынке акций брокеры реализуют рискованные стратегии по привлечению денежных ресурсов для поддержания ликвидности и для маржинального кредитования своих клиентов. По оценкам СМИ, арбитраж на рынке РЕПО акций был одной из причин проблем, возникших в 2012 г. у крупного российского инвестиционного банка «Ренессанс», что привело к смене его контрольного владельца¹.

Основные причины низкой доли рыночных сделок на Московской бирже в 2013 г. связаны с непопулярностью акций российских эмитентов у иностранных портфельных инвесторов, а также с ограниченностью внутренних источников ликвидности из-за неразвитости институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых организаций). Эти недостатки российского рынка акций были усилены замораживанием инвестирования новых пенсионных накоплений 2013 г. и «мораторием» на формирование пенсионных накоплений в 2014 г. Относительно высокие объемы рынка РЕПО акций сохранялись благодаря тому, что данный рынок является механизмом перераспределения на уровне более мелких участников той ликвидности, которую крупные государственные банки получали от Банка России через сделки прямого РЕПО.

Низкая доля рыночных сделок порождает риски манипулирования ценами акций, используемых для расчета фондовых индексов и иных базисных активов для срочного рынка. Доля рыночных сделок с акциями на Московской бирже в 2013 г. могла бы оказаться ниже 13,7% в случае отсутствия такого механизма, как программа поддержки ликвидности на рынке акций с расчетами T+2, предполагающей возврат брокерам ча-

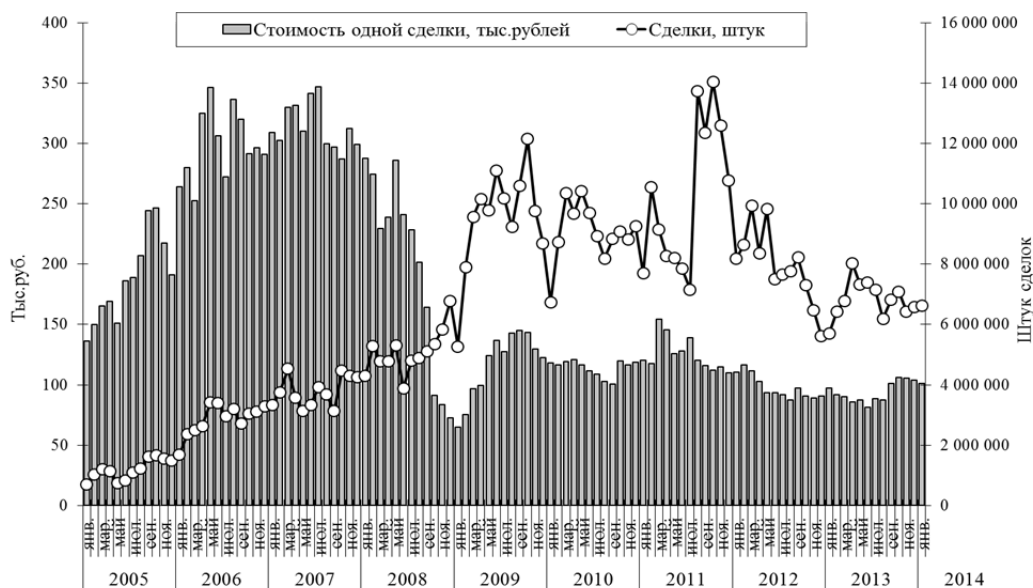
¹ Тофанюк Е. В Африку гулять // Forbes. 2013. № 1 (106). С. 100–101.

сти биржевой комиссии, уплачиваемой по сделкам с 31 выпуском акций. По экспертным оценкам, оборот маркетмейкеров составляет 15–20% сделок с акциями в режиме T+2¹. В 2013 г. на программу поддержки шла примерно четверть комиссии, изначально уплачиваемой брокерами бирже².



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 18. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи, %



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 19. Рыночные сделки с акциями на основном рынке Московской биржи

¹ Орлова Ю., Казмин Д. Москва вытягивает торги из Лондона // Ведомости. 10 декабря 2013 г.

² Кузнецов И., Гайдаев В. Без четверти комиссия // Коммерсантъ. 25 августа 2013 г.

Как показано на *рис. 19*, в 2013 г. количество рыночных сделок на Московской бирже и средний размер одной сделки сохранились примерно на уровне показателей 2012 г. Это свидетельствует о том, что на бирже временно прекратился опережающий рост высокочастотной торговли, что до 2012 г. вело к росту количества сделок. В то же время стабильность показателей количества сделок и размера одной сделки косвенным образом свидетельствует о том, что в 2013 г. не произошло существенных перемен в активности участия в торгах внутренних и иностранных институциональных инвесторов, поскольку их приход на рынок при прочих равных условиях означал бы рост среднего объема сделок.

3.3.4. Конкуренция между участниками внутреннего рынка акций

В 2013 г. продолжалось укрепляться влияние государственных структур на рынке акций. Это проявлялось в росте доли государственных финансовых организаций в объемах биржевых торгов акциями, в повышении их роли в управлении Московской биржей, в расширении полномочий Банка России и Минфина в сферах и регулирования, надзора.

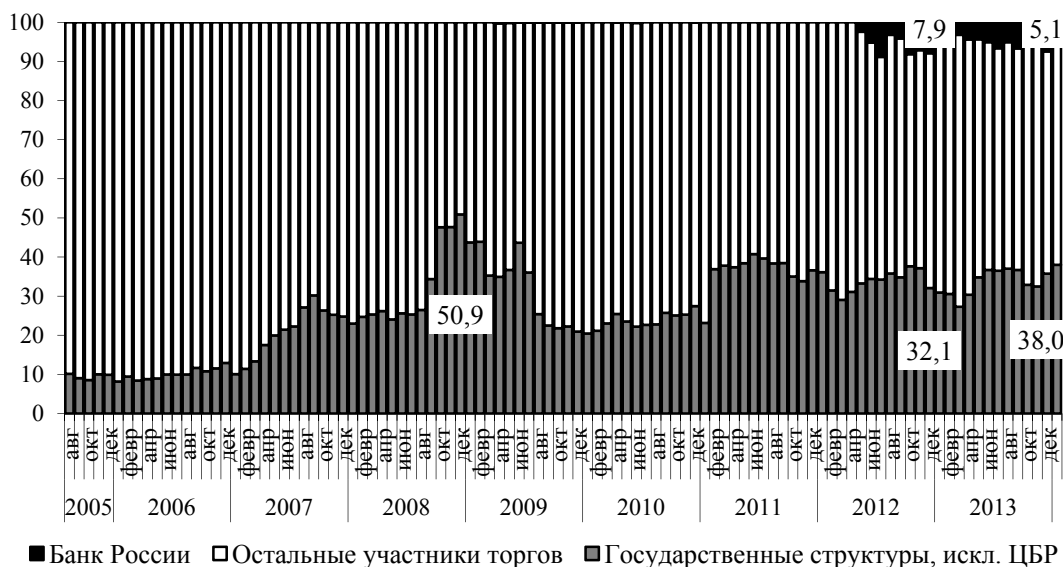
На *рис. 20* представлены результаты сделок с акциями на основном рынке Московской биржи Банка России, государственных банков и связанных с ними структур¹. В острую фазу кризиса – с сентября 2008 г. по июль 2009 г. – на данном сегменте рынка наблюдался заметный рост активности государственных игроков. В декабре 2008 г. доля государственных структур в объемах биржевых сделок с акциями выросла до 50,9%. Во многом это было обусловлено тем, что ряд крупных участников («КИТ-Финанс», Связь-банк) из-за финансовых проблем перешли под контроль государственных банков, а также реализацией ВЭБом программы поддержки фондового рынка за счет 175 млрд руб., полученных им на возвратной основе из фонда национального благосостояния. В период восстановления рынка доля государственных банков и их дочерних структур в объеме биржевых торгов акциями снизилась, однако с февраля 2011 г. вновь стала расти, достигнув 36,1% в декабре 2011 г. Это объясняется приобретением Сбербанком России инвестиционной компании «Тройка Диалог» (Сбербанк КИБ). В 2012 г. доля государственных финансовых организаций не выросла, однако с мая 2012 г. на биржевой рынок акций вышел Банк России, на который в декабре 2012 г. пришлось 7,9% стоимости сделок. В декабре 2013 г. доля государственных финансовых организаций выросла до 38,0%, доля Банка России составила 5,1%.

В 2013 г. на Московской бирже продолжились ухудшаться антимонопольные характеристики рынка корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг. Характеристики концентрации рынка акций остались неизменными по сравнению с 2012 г., по рынку региональных облигаций они несколько улучшились. Об этом свидетельствуют данные *рис. 21*, где приводятся сведения о динамике индекса Херфиндаля–Хиршмана (ННН)² по сегментам рынка Московской биржи с января 2005 г. по январь 2013 г. По оценкам ФАС, рынок является низкоконцентрированным при значении ННН менее 800, умеренно концентрированным при $800 < \text{ННН} < 1800$ и высококонцентрированным, ес-

¹ ВЭБ, ВТБ, «ВТБ Капитал», ВТБ24, Газпромбанк, Сбербанк, «КИТ Финанс», Связь-банк, Банк Москвы, Транскредитбанк, а с 2011 г. – Сбербанк КИБ.

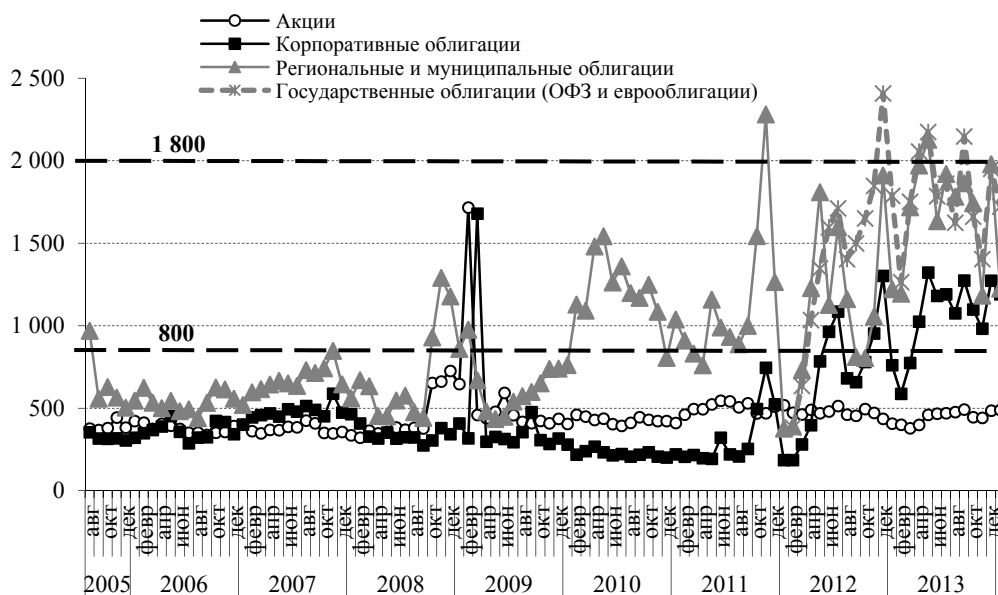
² Индекс концентрации рынка Херфиндаля–Хиршмана (ННН) рассчитывается путем возведения в квадрат процентной доли в объемах биржевых торгов каждого участника и суммированием полученных результатов: $\text{ННН} = (D1)^2 + (D2)^2 + \dots + (Dm)^2$, где D_i – доля на рынке i -го участника, выраженная в процентах; $i = 1, 2, \dots, m$.

ли ННІ превышает 1800¹. На протяжении 2013 г. ННІ по сделкам на основном рынке акций Московской биржи стабильно находился на уровне около 500, т.е. данный сегмент рынка был низкоконцентрированным.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 20. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов акциями на Московской бирже, %

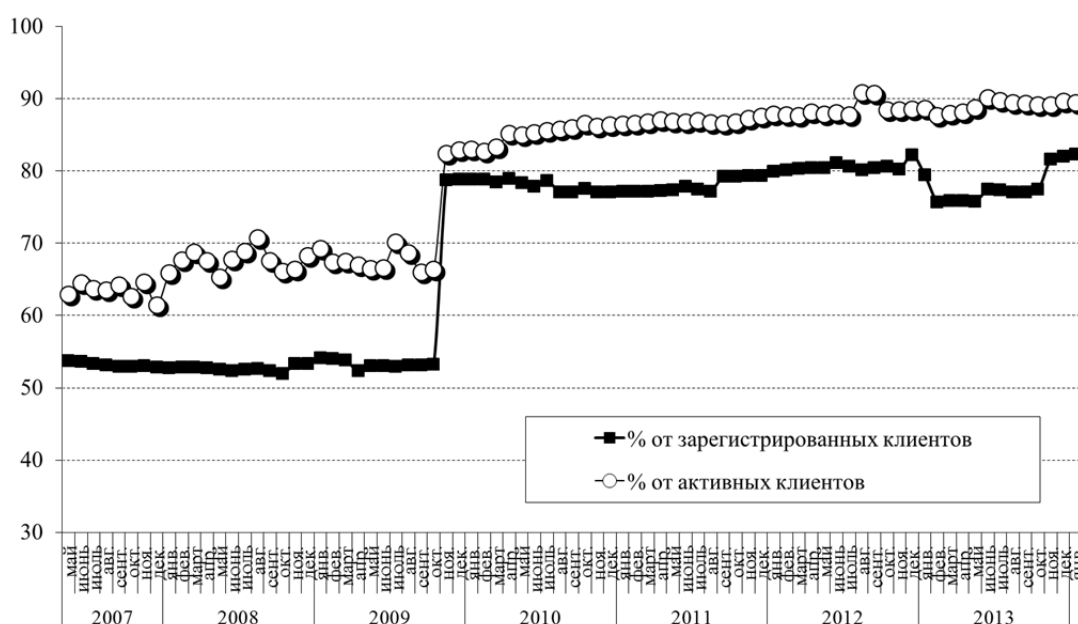


Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 21. Индекс Херфиндаля–Хиршмана: по объему вторичных биржевых торгов на основном рынке Московской биржи (все режимы)

¹ См. п. 2.6.4 Методических рекомендаций по порядку проведения анализа и оценки состояния конкурентной среды на рынке финансовых услуг, утвержденных Приказом МАП России от 31.03.2003 г. № 86.

На *рис. 22* приведены данные о доле семи крупнейших брокерских компаний в общем числе зарегистрированных и активных клиентов¹ Московской биржи. В течение 2010–2013 гг. доля данных компаний в обоих показателях стабильно росла и по состоянию на январь 2013 г. достигла 89,5% по всем зарегистрированным клиентам и 82,3% по активным клиентам брокеров. Рост уровня концентрации брокерского бизнеса сам по себе не свидетельствует об ослаблении конкуренции на рынке соответствующих финансовых услуг. Наоборот, он может говорить о более эффективном проявлении эффекта масштаба брокерского бизнеса. Для брокеров все более актуальной становится задача не усиления собственных позиций при обслуживании сокращающегося числа активных клиентов (см. разд. 3.6.2), а переход к привлечению более массовых слоев консервативных инвесторов, заинтересованных в долгосрочных сбережениях. Однако, для того чтобы рост концентрации брокерского бизнеса не привел к нарушениям принципов свободной конкуренции, необходимо создание условий для свободного входа и выхода с данного сегмента рынка новых участников, обеспечивающих достаточный уровень конкурентного давления на «ветеранов» отрасли.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 22. Доля семи крупнейших брокеров в общем количестве зарегистрированных и активных клиентов российских брокеров, %

Сокращение объемов биржевой активности частных инвесторов и повышение роли государственных структур на финансовом рынке, пользующихся преимуществами при привлечении финансовых ресурсов от монетарных властей, ставит вопрос о сохранении бизнеса многих частных компаний – брокеров и управляющих компаний. В связи с этим важное позитивное значение для развития отрасли имеет инициатива Службы по финансовым рынкам Банка России (СФР), прозвучавшая в начале 2014 г.,

¹ Согласно правилам Московской биржи активным признается клиент, который совершает на бирже хотя бы одну сделку в месяц.

по снижению требований по собственному капиталу брокеров и дилеров с нынешних 35 млн до 1 млн руб.¹

Однако простого устранения избыточного административного давления на бизнес небанковских финансовых организаций оказывается недостаточно. Уже в течение четырех лет подряд, начиная с 2009 г., число профессиональных участников рынка ценных бумаг продолжает сокращаться (табл. 10). В 2013 г. количество брокеров сократилось по сравнению с предшествующим годом с 983 до 885, или на 10,0%, дилеров – с 994 до 888, или на 10,7%.

Таблица 10

Число профессиональных участников фондового рынка

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Число организаций, имеющих лицензию на право осуществления:							
1. Брокерской деятельности	1445	1475	1335	1213	1090	983	885
изменение в % к предыдущему периоду	0,8	2,1	-9,5	-9,1	-10,1	-9,8	-10,0
2. Дилерской деятельности	1422	1470	1337	1198	1088	994	888
изменение в % к предыдущему периоду	2,0	3,4	-9,0	-10,4	-9,2	-8,6	-10,7

Источник: по данным ФСФР России и Банка России.

3.4. Рынок рублевых облигаций

3.4.1. Рынок государственных ценных бумаг

В 2013 г. рынок рублевых федеральных облигаций продолжал успешное развитие благодаря предпринятым в предыдущие годы усилиям по унификации на внутреннем рынке правил торговли, расчетов, а также либерализации с февраля 2013 г. доступа на рынок ОФЗ нерезидентов, прежде всего за счет счетов Евроклир и Клирстрим в НРД.

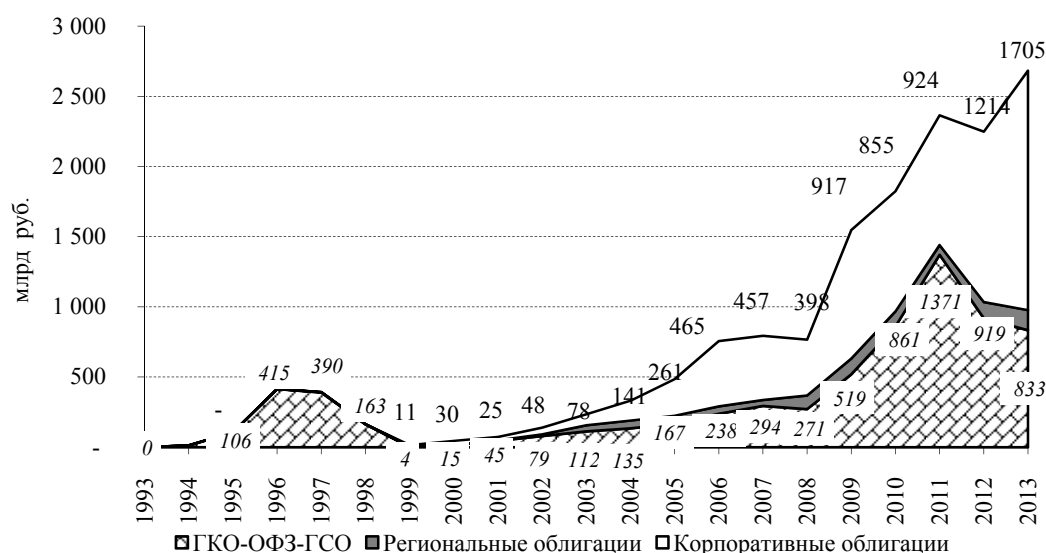
Вместе с тем в 2013 г. по объемам размещения новых выпусков ОФЗ не поставили новых рекордов. Более того, второй год подряд продолжалась тенденция сокращения эмиссии федеральных облигаций (рис. 23). В 2011 г. объем размещений ОФЗ составил 1371 млрд руб., в 2012 г. он снизился до 919 млрд руб., а в 2013 г. – до 833 млрд руб. В данном случае более скромная эмиссионная активность на рынке ОФЗ в большей мере объяснялась умеренными потребностями Минфина в привлечении заемных средств с рынка, чем пропускной способностью фондового рынка.

По мнению Банка России, открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в начале 2013 г. привело к значительному притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок государственного долга. Иностранная инвестиционная база является достаточно диверсифицированной и включает участников, придерживающихся самых разных инвестиционных стратегий². Однако данные на рис. 24 показывают, что повышение доли нерезидентов в структуре владельцев ОФЗ произошло несколько ранее – до официального объявления о начале операций по счетам Евроклир и Клирстрим в НРД в феврале 2013 г. Доля нерезидентов в структуре владельцев ОФЗ выросла с 3,9% в феврале

¹ Яковенко Д. Брокерам облегчат жизнь // Эксперт. 27 января – 2 февраля 2014 г. № 5. С. 51.

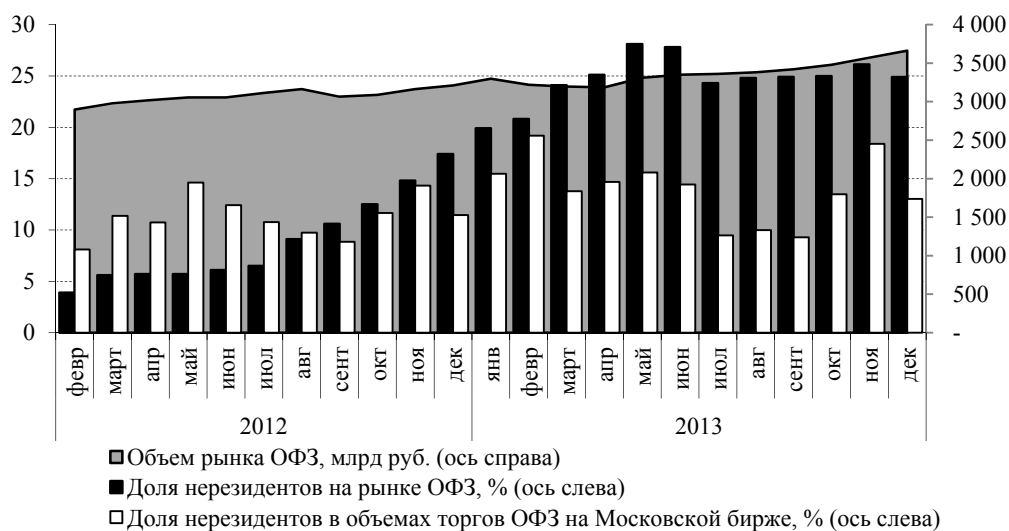
² Центральный банк Российской Федерации. Обзор денежного рынка, IV квартал 2014 г. С. 22.

2012 г. до 19,9% в январе 2013 г., к концу 2013 г. она составила 24,9%. Видимо, иностранные инвесторы решили приобрести основную часть ОФЗ в процессе переговоров и апробации новой технологии их обслуживания в НРД. Быстрый рост доли нерезидентов на рынке ОФЗ стал несколько неожиданным для Минфина России. Согласно «Основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.»¹ (с. 25) ожидалось, что указанный показатель повысится до 10% в среднесрочной перспективе и до 25% – в долгосрочной перспективе.



Источник: по данным Московской биржи и sBonds.

Рис. 23. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2012 гг.



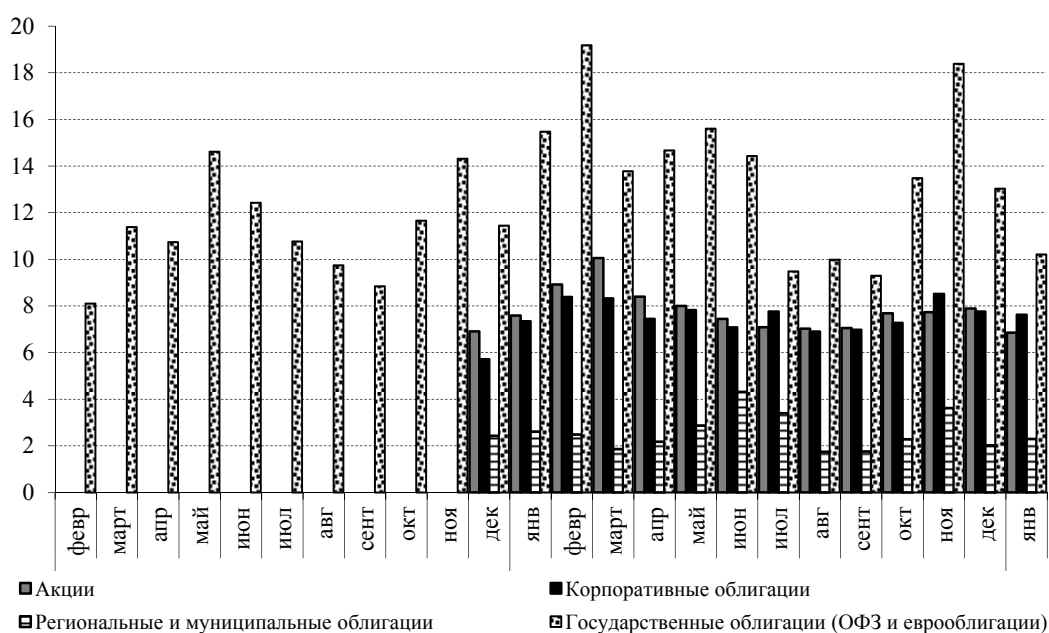
Источник: расчеты автора по данным Московской биржи и Банка России.

Рис. 24. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ

¹ Опубликовано на: http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2012/12/DOLGOVAYA_POLITIKA_ROSSIYSKOY_FEDERATSII_NA_2013-1015.pdf

Введение новой схемы обслуживания нерезидентов через мост между НРД и международно-клиринговыми организациями пока не привело к заметному росту объемов операций дилеров, обслуживающих нерезидентов, на вторичном рынке государственных облигаций. Доля дилеров (банков), ориентированных на обслуживание нерезидентов¹, в декабре 2013 г. составила 13,0% объема торгов государственными облигациями на Московской бирже по сравнению с 11,4% в декабре 2012 г.

В 2013 г. показатель доли тех же 12 банков-нерезидентов в объеме вторичного рынка государственных облигаций заметно превышал аналогичный показатель по тем же финансовым организациям, рассчитанный для вторичного рынка акций, корпоративных и региональных облигаций на Московской бирже (рис. 25). Это свидетельствует о том, что для многих нерезидентов пока остается более интересным биржевой сегмент торговли государственными облигациями по сравнению с остальными ценными бумагами.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

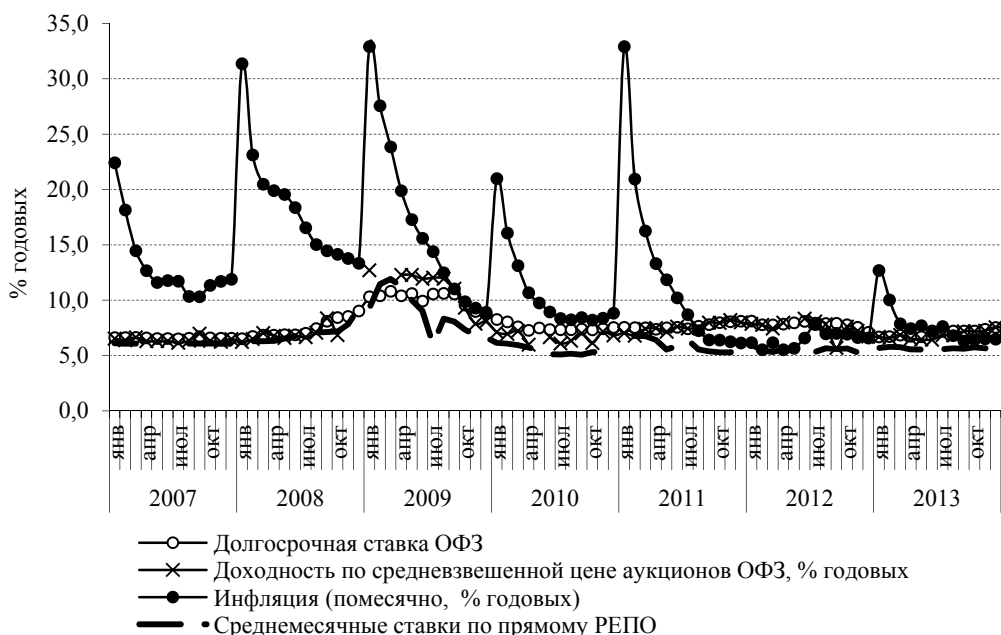
Рис. 25. Доля нерезидентов в объемах торгов ценными бумагами на Московской бирже, %

Согласно «Основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.» (с. 25) ожидалось, что повышение доли иностранных инвесторов в ОФЗ неизбежно приведет к снижению их доходности на 1 процентный пункт. Именно так произошло в 2012 г., на который пришелся основной прирост доли нерезидентов на рынке ОФЗ. Уровень инфляции в 2012 г. вырос, составив 6,6% по сравнению с 6,1% в 2011 г., а среднемесячная долгосрочная ставка ОФЗ в декабре 2012 г. понизилась до 7,10% годовых вместо 8,10% год назад (рис. 26). Однако в 2013 г.

¹ Рассчитывается автором на основании официальных данных Московской биржи по 12 банкам-нерезидентам: Группа «Голдман Сакс», Дойче Банк, ИНГ Банк (Евразия) ЗАО, ЗАО «Банк Кредит Свисс (Москва)», ЗАО «Райффайзенбанк», ЗАО «КБ Ситибанк», ЗАО «ЮниКредит», Банк «КБ Дж. П. Морган Банк Интернешнл (ООО)», ОАО «АКБ Росбанк», ООО «Барклайс Капитал», ООО «Морган Стэнли Банк», ООО «Эйч-эс-би-си Банк (РР)». Данный показатель позволяет оценить реальное увеличение торговой активности нерезидентов на вторичном рынке Московской биржи.

наблюдалась иная тенденция. Несмотря на продолжавшийся, но замедлившийся рост доли нерезидентов на рынке ОФЗ, уменьшение инфляции до уровня 6,5%, долгосрочная ставка по ОФЗ выросла с 7,10% годовых в декабре 2012 г. до 7,53% годовых в декабре 2013 г.

Превышение ставок ОФЗ над инфляцией, достигнутое за последние два года, существенным образом повысило их привлекательность в глазах инвесторов. Однако существенным риском для российской экономики является значительное превышение ставок ОФЗ над ключевой ставкой, по которой Банком России осуществляется активное рефинансирование банковской системы. В декабре 2012 г. среднемесячная ключевая ставка по операциям прямого РЕПО равнялась 5,6% при долгосрочной ставке ОФЗ 7,1% годовых. В декабре 2013 г. соответствующие ставки составили 5,6 и 7,53%¹. В данной ситуации для банков становится выгоднее получать прибыль от практически безрисковой арбитражной стратегии, построенной на разнице в ставках, чем заниматься кредитованием заемщиков в сфере реальной экономики. Это может отрицательно сказаться на потенциале экономического роста.



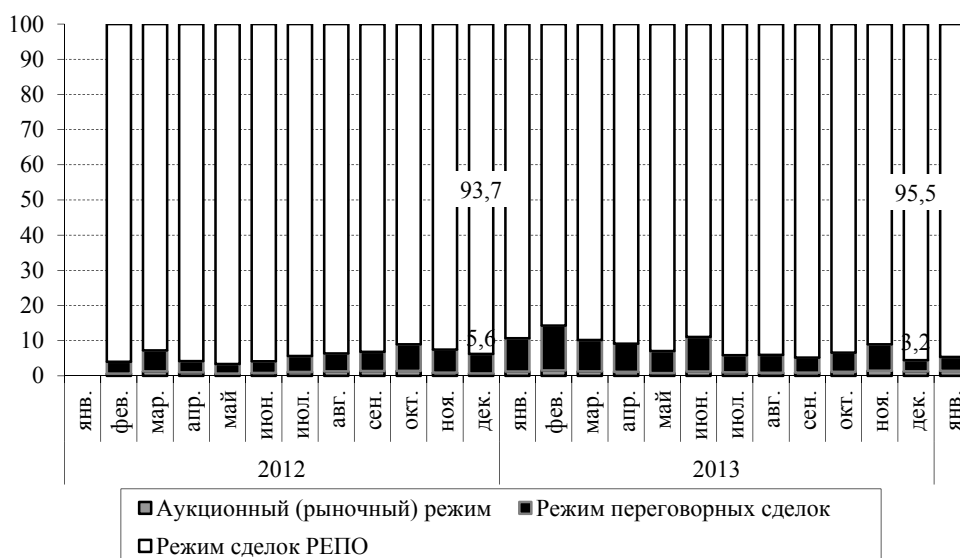
Источник: расчеты автора по данным Банка России и Росстата.

Рис. 26. Среднемесячные ставки рынка ОФЗ и инфляция, % годовых

В 2012–2013 гг. благодаря статистике Московской биржи стали публично доступными данные о разных режимах сделок на рынке государственных облигаций. До этого в обзорах финансового рынка Банк России раскрывал лишь информацию об объемах рыночных (аукционных) сделок и об операциях в режиме переговорных сделок по ОФЗ. Из данных рис. 27 видно, что доля сделок РЕПО на рынке государственных облигаций в 2013 г. составляла 95,5%. На рыночные сделки приходилось всего 1,3% торгового оборота. В такой ситуации не вполне ясно, какую функцию выполняют собственно

¹ В декабре 2012 и 2013 гг. среднемесячная доходность по средневзвешенной цене аукционов по ОФЗ примерно соответствовала указанным долгосрочным доходностям ОФЗ.

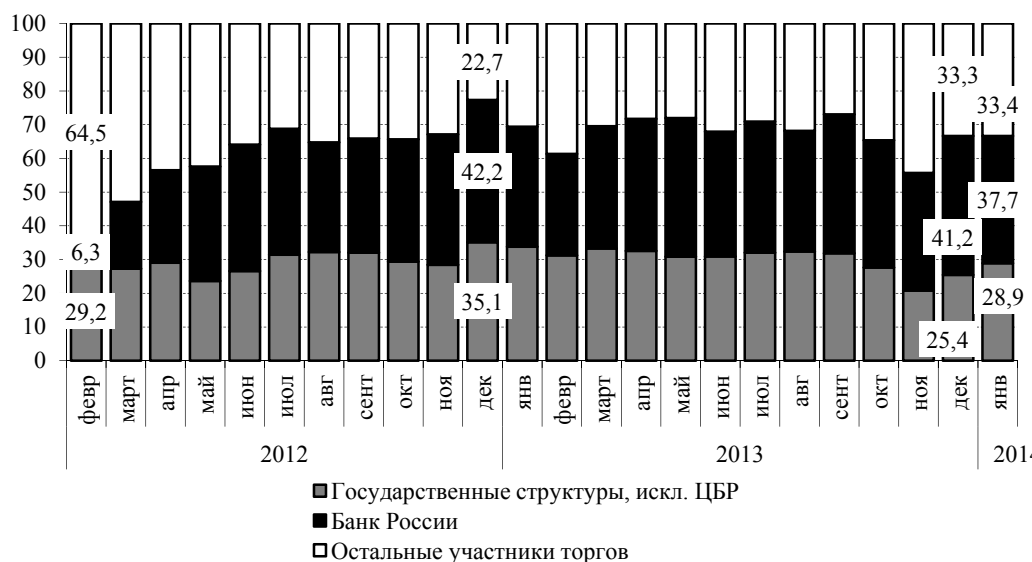
рыночные сделки, насколько они позволяют получить объективную рыночную информацию о параметрах рынка ОФЗ и еврооблигаций.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 27. Структура сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г., %

На рис. 28 приводятся данные о доле государственных структур и Банка России на биржевом рынке федеральных облигаций, которые Московская бирже стала раскрывать с февраля 2012 г. Здесь на долю государственных структур и Банка России приходилось соответственно 33,8 и 35,6% сделок на бирже с госбумагами с учетом всех режимов торгов.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 28. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов облигациями федерального займа и еврооблигациями РФ на Московской бирже, %

По значениям индекса Херфиндаля–Хиршмана (НН) в 2013 г. вторичный рынок государственных облигаций оставался одним из самых высококонцентрированных сегментов фондового рынка Московской биржи (рис. 21). Большую часть времени по значениям НН он находился в зоне высококонцентрированного рынка и лишь периодически проявлял признаки рынка умеренно концентрированного. Это говорит о том, что на рынке государственных ценных бумаг работает меньшее количество участников, чем на рынках акций и корпоративных облигаций. Ограниченность конкуренции может проявляться в повышенных транзакционных издержках инвесторов и в менее выгодных для них параметрах сделок.

3.4.2. Рынок корпоративных облигаций

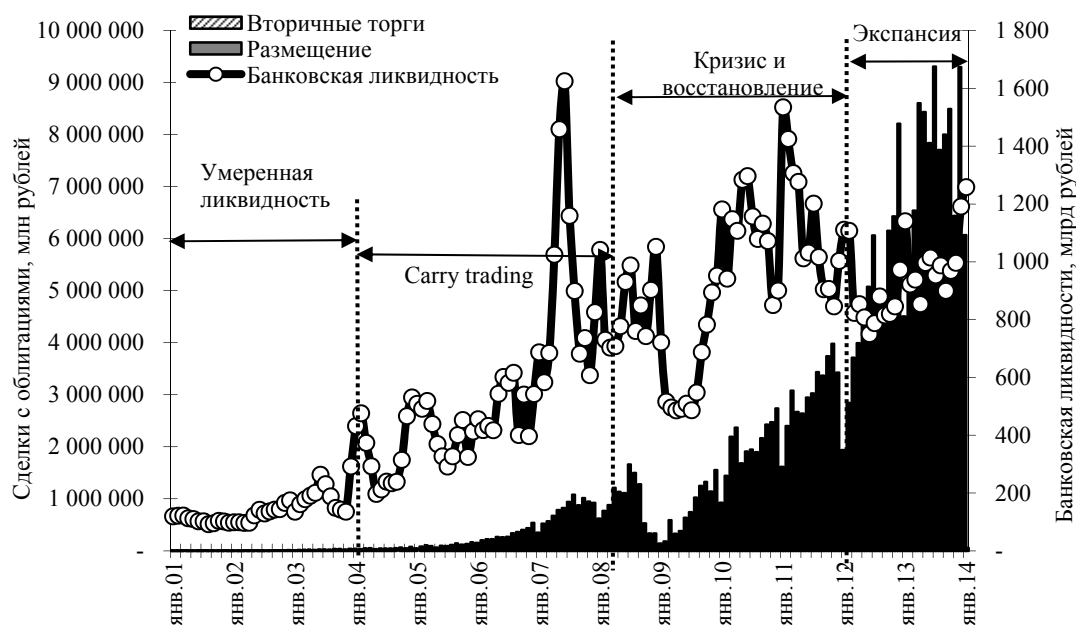
На рис. 29 приводятся помесечные данные об объемах эмиссии и оборотах вторичного рынка рублевых корпоративных облигаций на Московской бирже с 2001 г. по январь 2014 г. Дополнительно показаны данные по банковской ликвидности, которая представляет собой среднемесячные остатки средств банков на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России. В 2013 г. объемы вторичного рынка корпоративных облигаций выросли до 90,3 трлн руб. по сравнению с 58,0 трлн руб. в 2012 г. С 2012 г. объемы биржевых торгов корпоративными облигациями превышают объем биржевого рынка акций, который составлял 47,4 трлн руб. в 2013 г. и 47,7 трлн руб. в 2012 г.

Ликвидность рынка корпоративных облигаций в значительной мере зависит от уровня ликвидности в банковской системе, поэтому в динамике биржевых торгов данными инструментами можно выделить разные этапы: carry trading, кризис и восстановление, государственная экспансия. В предкризисные годы рост оборотов на рынке корпоративных облигаций опирался преимущественно на стратегию carry trading. В период кризиса и восстановления он опирался на ресурсы Банка России, поступающие в банковскую систему в виде беззалоговых и других форм кредитов. С апреля 2012 г. ликвидность рынка корпоративных облигаций поддерживается преимущественно за счет прямого РЕПО с Банком России. Из инструмента временной поддержки ликвидности банков кредиты прямого РЕПО превратились в главный инструмент рефинансирования банковской системы, масштабы данных операций выросли до беспрецедентного уровня (подробнее см. в разделе 3.3.2).

Другой отличительной чертой рынка корпоративных облигаций стало то, что значимость вторичного рынка по сравнению с процессом размещения облигаций постоянно увеличивается. Соотношение между объемами эмиссии и вторичных торгов корпоративными облигациями снизилось с 3,7% в 2010 г. до 1,9% в 2013 г. С одной стороны, опережающий рост ликвидности вторичного рынка корпоративных облигаций позитивно влияет на ставки и сроки заимствований. В то же время фондирование краткосрочными ресурсами долгосрочных займов повышает риски этого рынка, в том числе возможности эмитентов рефинансировать займы в будущем.

Для рынка рублевых облигаций наиболее актуальной остается проблема привлечения средств внутренних инвесторов. Пока в источниках денег на данном рынке преобладают банки. Доля банков в структуре владельцев корпоративных облигаций снизилась с 40,9% в 2011 г. до 30,9% в 2012 г. и 27,5% в 2013 г. Доля пенсионных накоплений в управляющих компаниях, включая ВЭБ, в стоимости облигаций выросла с 4,9% в 2011 г. до 7,6% в 2012 г. и 12,0% по итогам 9 месяцев 2013 г. Доля паевых инвестиционных фондов облигаций в структуре владельцев корпоративных облигаций составляла

всего 0,6% в 2011 г., 0,7% в 2012 г. и 1,5% в 2013 г. Некоторое снижение роли банков на рынке корпоративных облигаций в 2013 г. было компенсировано ростом вложений со стороны внутренних институциональных инвесторов и нерезидентов.

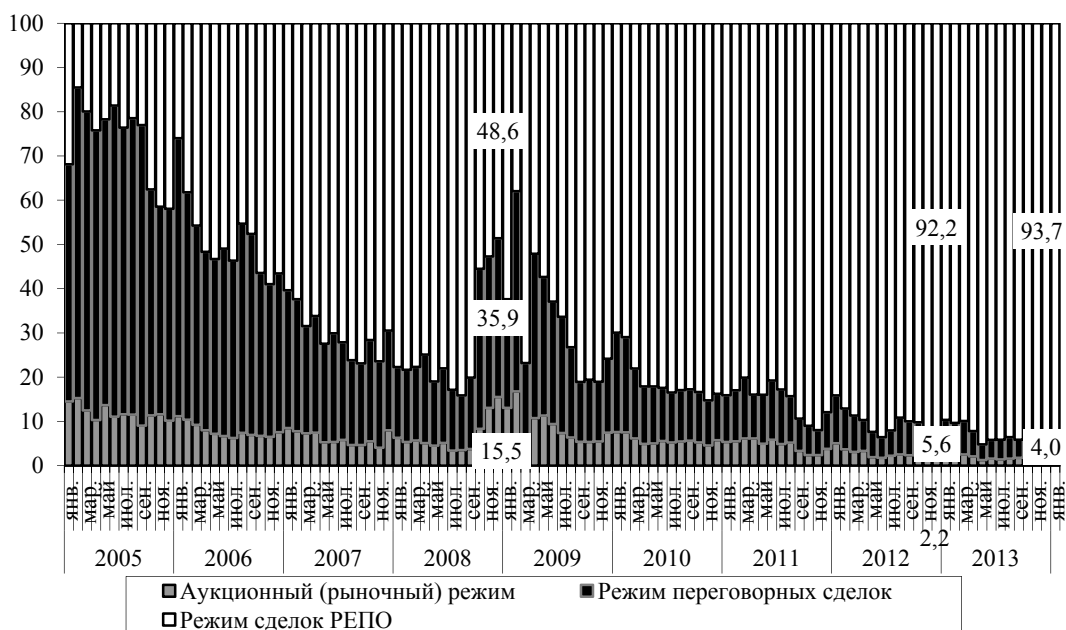


Источник: расчеты автора по данным Банка России и Московской биржи.

Рис. 29. Операции с корпоративными облигациями и банковская ликвидность с января 2001 г. по январь 2014 г.

С февраля 2014 г. нерезиденты получили доступ к рублевым корпоративным облигациям с помощью счетов Евроклира и Клирстрима в НРД. В настоящее время доля операций банков, обслуживающих нерезидентов, на вторичных торгах корпоративными облигациями на Московской бирже не превышает 8% (см. рис. 25 в разд. 3.4.1). По нашему мнению, в условиях текущих ожиданий девальвации рубля открытие технологического шлюза для операций нерезидентов с внутренними корпоративными облигациями в 2014 г. не приведет к существенному повышению их доли на данном сегменте фондового рынка.

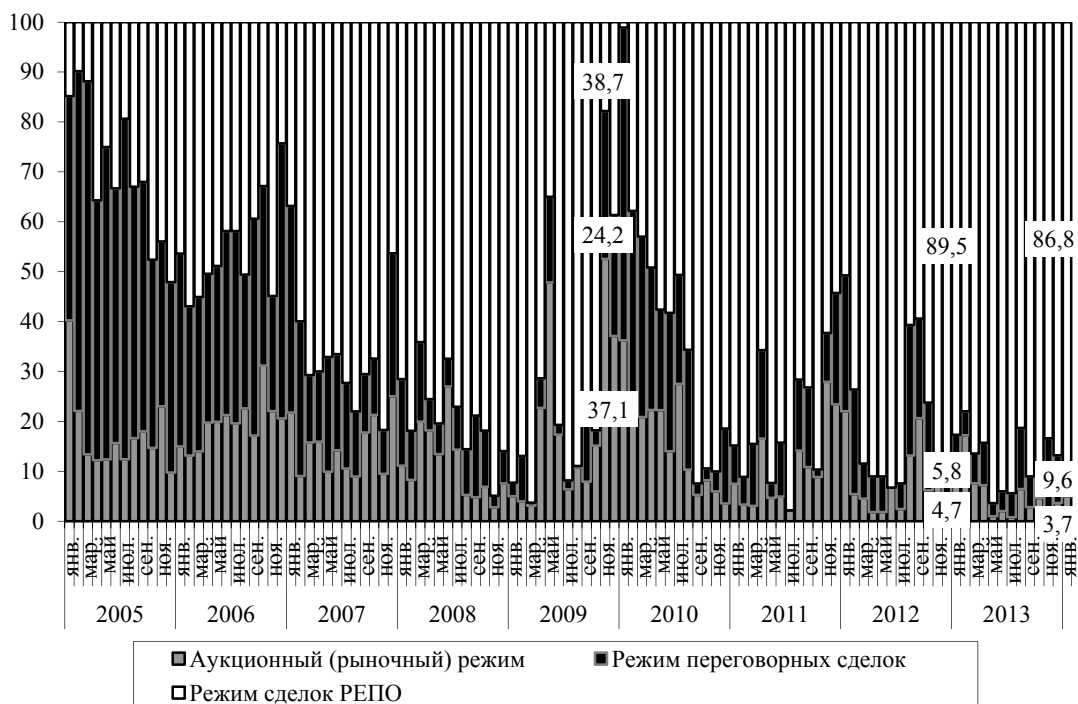
То, что рынок корпоративных облигаций все больше превращается в инструмент денежного рынка в противовес долгосрочной природе самих корпоративных облигаций, показывает структура сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже (рис. 30). В декабре 2013 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с корпоративными облигациями достигла абсолютного рекорда – 93,7%, превывсив показатели 2012 г. В это же время только 2,3% сделок с корпоративными облигациями являются рыночными. Столь резкое снижение удельного веса рыночных сделок существенно повышает риски объективности ценообразования корпоративных облигаций при совершении сделок на Московской бирже. Наши исследования факторов, влияющих на спреды доходности рублевых корпоративных облигаций, проведенные в 2013 г. для Национальной фондовой ассоциации, показывают, что такие фундаментальные факторы, как кредитоспособность эмитента, финансовые показатели его деятельности и ликвидность выпуска облигаций, не имеют существенного влияния на размеры спредов по корпоративным облигациям.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 30. Структура сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже, %

Аналогичные проблемы, связанные с сокращением доли рыночных сделок, испытывает биржевой рынок региональных облигаций (рис. 31). В декабре 2013 г. доля рыночных сделок здесь снизилась до 3,6%, доля сделок РЕПО достигла 86,8%.



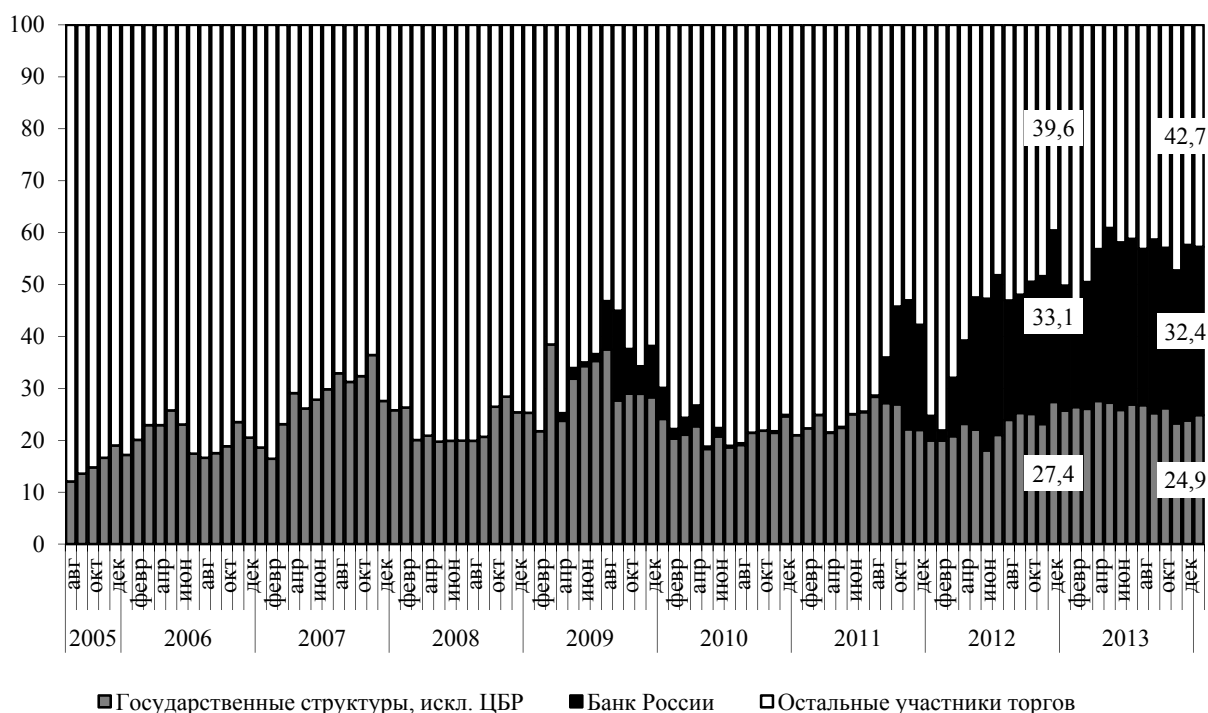
Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 31. Структура сделок с региональными облигациями на Московской бирже, %

3.4.3. Конкуренция на рынке корпоративных и региональных облигаций

На *рис. 32* анализируются доли разных групп участников торгов – частных и государственных финансовых организаций (ВЭБ, ВТБ, «ВТБ Капитал», ВТБ24, Газпромбанк, Сбербанк, «КИТ Финанс», Связь-банк, Банк Москвы, Транскредитбанк, а с 2011 г. – Сбербанк КИБ), Банка России – в объемах биржевых торгов корпоративными облигациями на Московской бирже во всех режимах, включая рыночные, переговорные сделки и сделки РЕПО. В декабре 2013 г. доля государственных структур и Банка России в объемах сделок с корпоративными облигациями на бирже составила соответственно 24,9 и 32,4%. Масштаб участия банка в сделках на рынке корпоративных облигаций существенно превышал объемы его активности во время кризиса 2008–2009 гг.

На *рис. 33* отражена доля государственных финансовых организаций и Банка России в объемах биржевых торгов региональными облигациями. В 2012 г. она была даже выше, чем на биржевом рынке корпоративных облигаций. В декабре 2013 г. доля государственных структур и Банка России в сделках с региональными облигациями достигла соответственно 20,5 и 32,4%. Данные показатели немного снизились по сравнению с 2012 г., когда они составляли 22,3 и 34,8%.

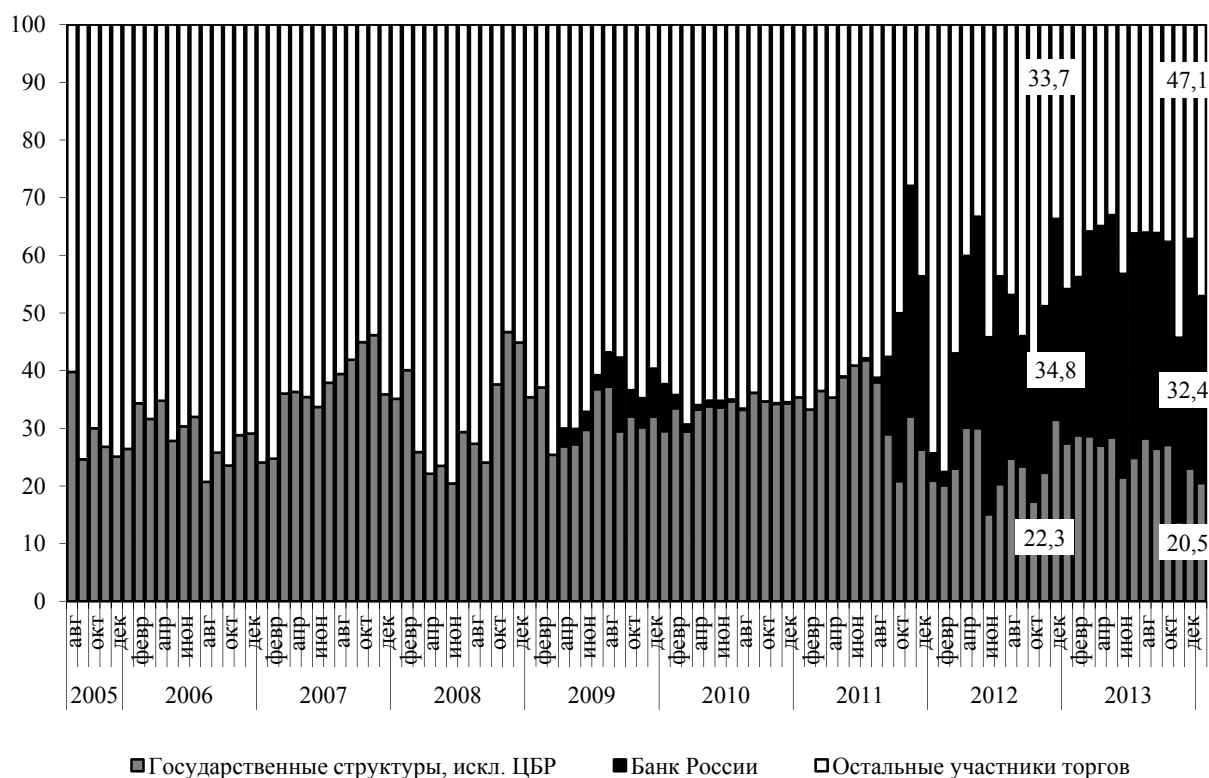


Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 32. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов корпоративными облигациями на Московской бирже, %

В 2012–2013 гг. произошло существенное ухудшение характеристик концентрации вторичного рынка корпоративных облигаций на Московской бирже (*рис. 21* в разделе 3.3.4). С мая 2012 г. индекс Херфиндаля–Хиршмана (ННІ) по сделкам на вторичном рынке корпоративных облигаций превысил 800 пунктов. С этого момента значение ННІ по корпоративным облигациям, как правило, держалось в диапазоне от 800 до

1800 пунктов, что означает, что данный сегмент рынка перешел от низкоконцентрированного рынка к умеренно концентрированному. По сравнению с корпоративными облигациями рынок региональных облигаций на Московской бирже является более концентрированным. В 2012 г. по критериям ННІ он находился в зоне умеренной концентрации рынка. В 2013 г. большую часть времени рынок региональных облигаций был высококонцентрированным, ННІ по нему превышал 1800 пунктов. По нашему мнению, дальнейшее поддержание курса на опережающий рост сделок прямого РЕПО на бирже должен сопровождаться мерами по усилению надзора за разными сегментами биржевого рынка со стороны органа антимонопольного регулирования.

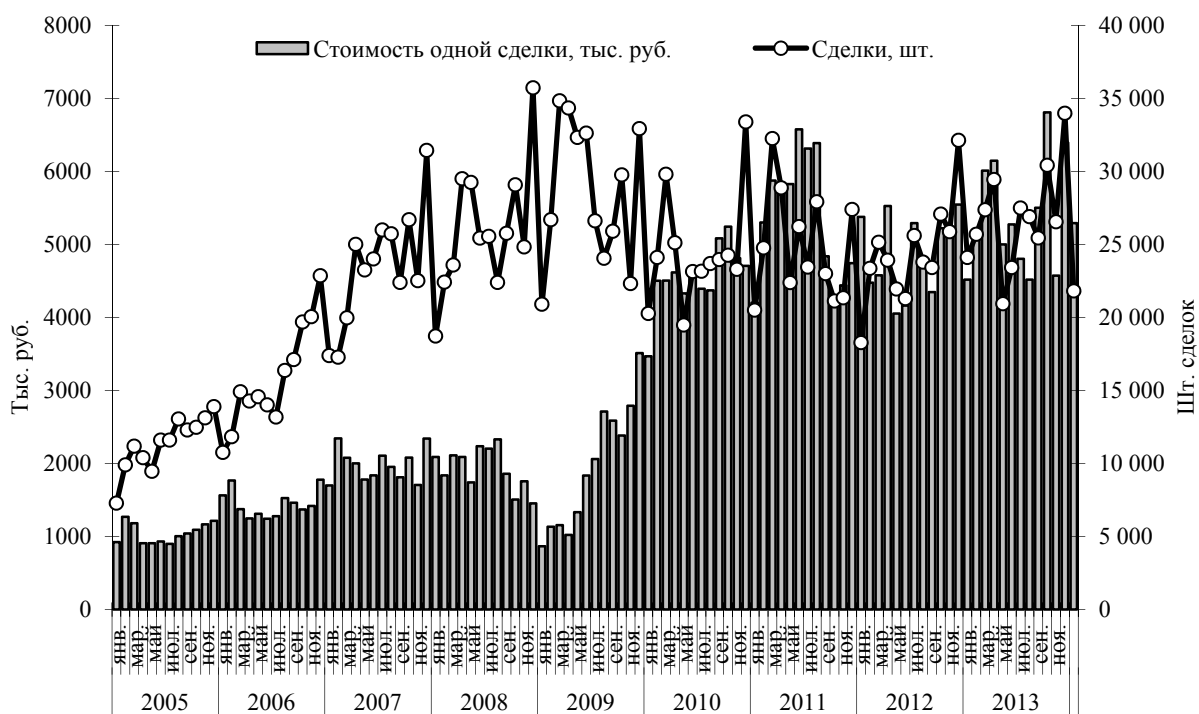


Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 33. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов региональными облигациями на Московской бирже, %

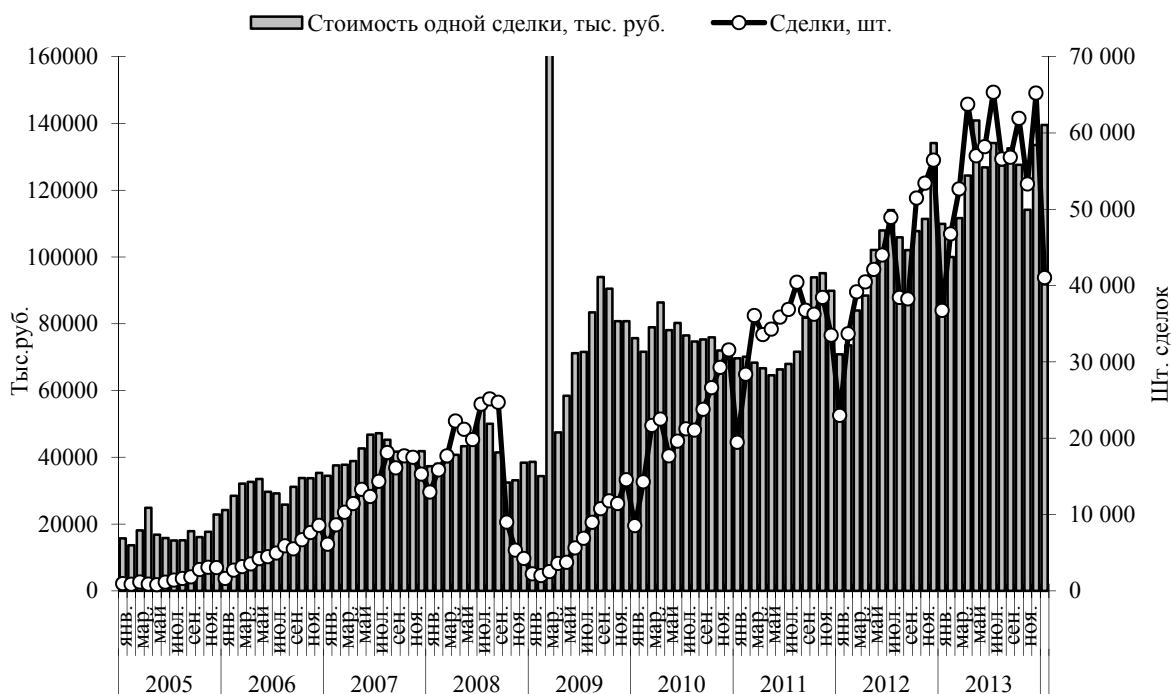
На рис. 34 приводятся данные о количестве сделок и стоимости одной сделки с корпоративными облигациями в режиме анонимных торгов на Московской бирже. Аналогично рыночному сегменту торгов с акциями (рис. 19 в разделе 3.3.3) в 2013 г. наблюдалась тенденция стабилизации количества рыночных сделок с корпоративными облигациями и среднего объема сделки.

На рис. 35 анализируется сегмент сделок РЕПО с корпоративными облигациями на Московской бирже. В отличие от рыночного режима сделок в сегменте РЕПО в 2013 г. наблюдался стабильный рост как числа сделок, так и среднего объема одной сделки. Размеры средней сделки РЕПО также примерно вдвое выше стоимости рыночных сделок с корпоративными облигациями, что неудивительно, поскольку размер банковских кредитов для финансовых компаний не может быть мелким.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 34. Рыночные сделки с корпоративными облигациями на Московской бирже



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 35. Сделки РЕПО с корпоративными облигациями на Московской бирже

В посткризисный период основную роль на первичном рынке корпоративных облигаций стали играть крупные государственные компании. В 2013 г. на 24 эмитента с самыми крупными объемами выпусков корпоративных облигаций приходилось 59,4% суммарной эмиссии данных облигаций, из этого круга эмитентов на государственные компании пришлось 47,7% суммарной эмиссии корпоративных облигаций (табл. 11). По разным показателям концентрации выпусков корпоративных облигаций, приводимым в табл. 11, в 2013 г. по сравнению с 2012 г. наблюдались две тенденции: повышения уровня концентрации выпусков самых крупных эмитентов и в том числе выпусков облигаций государственных компаний. Например, доля 10 эмитентов с самыми большими эмиссиями корпоративных облигаций в 2013 г. составила 40,5% по сравнению с 35,7% в 2012 г. Из них доля государственных компаний в суммарных объемах эмиссии корпоративных облигаций увеличилась с 27,9% в 2012 г. до 36,8% в 2013 г.

С каждым годом рынок корпоративных облигаций все больше обслуживает денежные потоки между государственными структурами. Государственные компании заимствуют деньги у государственных структур. Вторичный рынок также поддерживается преимущественно государственными банками вместе с Банком России. Более того, андеррайтерами и инвестиционными консультантами при размещении корпоративных облигаций также выступают преимущественно государственные инвестиционные банки (табл. 12). В 2007 г. государственные банки являлись андеррайтерами у 36,3% выпусков корпоративных облигаций (по стоимости). В 2013 г. их доля выросла до 60,1%. Похожая ситуация с инвестиционно-банковскими услугами на рынке региональных облигаций. В 2007 г. доля государственных организаторов займов по стоимости выпусков региональных облигаций составляла 14,2%. В 2013 г. она выросла до 51,9%.

Таблица 11

Концентрация эмитентов рублевых корпоративных облигаций в 2009–2013 гг.

	Первые 5 эмитентов		Первые 10 эмитентов		Первые 24 эмитента		Всего по рынку
	Всего	В том числе государственные	Всего	В том числе государственные	Всего	В том числе государственные	
2009							
Млрд руб.	440	390	610	441	803	513	917
Доля, %	48,1	42,5	66,8	48,1	87,8	55,9	100,0
2010							
Млрд руб.	177	147	304	200	513	317	855
Доля, %	20,6	17,2	35,4	23,4	59,9	37,1	100,0
2011							
Млрд руб.	241	191	389	309	642	405	1089
Доля, %	22,0	17,5	35,7	28,4	58,9	37,2	100,0
2012							
Млрд руб.	265	265	429	334	690	443	1199
Доля, %	22,1	22,1	35,7	27,9	57,8	36,9	100,0
2013							
Млрд руб.	550	550	705	640	1035	830	1741
Доля, %	31,6	31,6	40,5	36,8	59,4	47,7	100,0

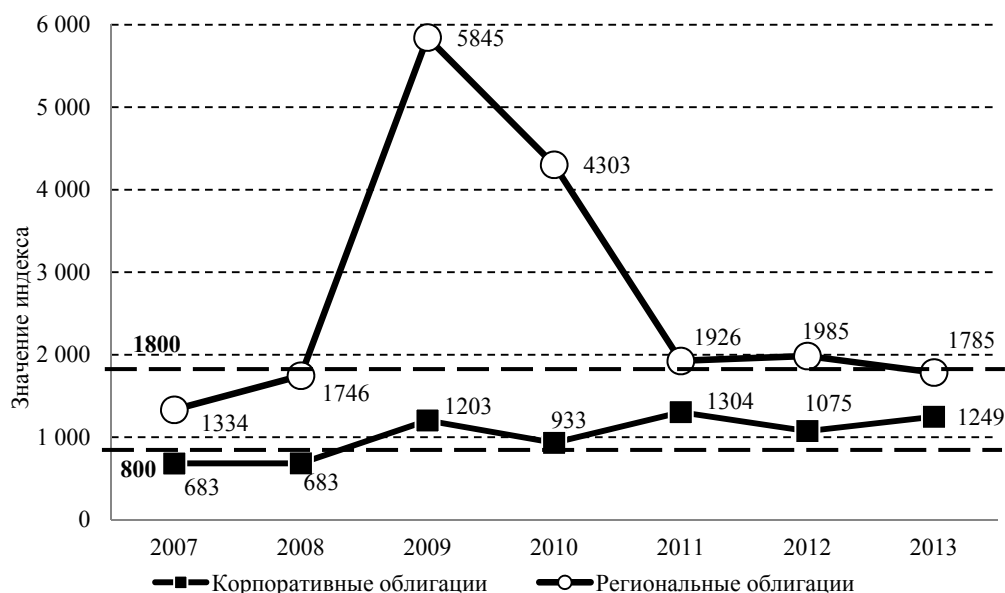
Источник: расчеты автора по данным www.cbonds.ru, www.rusbonds.ru и Московской биржи.

Таблица 12

Доля государственных и частных финансовых организаций на рынке услуг организаторов внутренних облигационных займов в России

	Организаторы выпусков					
	корпоративных облигаций			региональных облигаций		
	Государственные финансовые организации	Частные финансовые организации	Всего	Государственные финансовые организации	Частные финансовые организации	Всего
2007						
Млн руб.	169668	298302	467970	7551	45481	53032
Доля, %	36,3	63,7	100	14,2	85,8	100
2008						
Млн руб.	219892	249900	469792	42227	29716	71943
Доля, %	46,8	53,2	100	58,7	41,3	100
2009						
Млн руб.	620044	373978	994022	133325	22511	155836
Доля, %	62,4	37,6	100	85,6	14,4	100
2010						
Млн руб.	393743	461292	855035	86613	28288	114901
Доля, %	46	54	100	75,4	24,6	100
2011						
Млн руб.	620698	374146	994844	7767	46177	53944
Доля, %	62,4	37,6	100	14,4	85,6	100
2012						
Млн руб.	734697	502831	1237528	61925	57637	119562
Доля, %	59,4	40,6	100	51,8	48,2	100
2013						
Млн руб.	1033849	686894	1720743	79980	74259	154239
Доля, %	60,1	39,9	100	51,9	48,1	100

Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций www.cBonds.ru за 2007–2013 гг.



Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций www.cBonds.ru за 2007–2013 гг.

Рис. 36. Индекс Херфиндаля–Хиршмана: услуги по организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций

О недостаточном уровне конкуренции на рынках андеррайтинговых и консалтинговых услуг при размещении корпоративных и региональных облигаций свидетельствуют данные индекса Херфиндаля–Хиршмана (*рис. 36*). Начиная с 2009 г. рынок инвестиционно-банковских услуг на рынке корпоративных облигаций превратился из высококонкурентного в умеренно концентрированный, когда ежемесячные значения ННІ попадают в диапазон от 800 до 1800. До 2013 г. рынок услуг по выпускам региональных облигаций являлся устойчиво высококонцентрированным с показателем ННІ выше 1800. Лишь в 2013 г. со значением ННІ 1785 он переместился в категорию рынков с умеренным уровнем концентрации. Все это ставит вопрос о необходимости повышения роли антимонопольного регулирования на рынке ценных бумаг.

3.5. Вклад финансовой системы и посредников в экономический рост

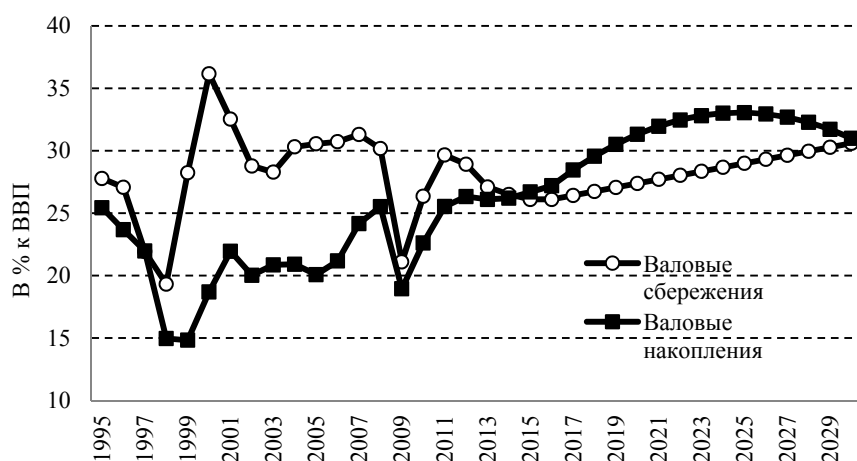
3.5.1. Пути влияния финансовой системы на экономический рост

В условиях замедления экономического роста, проявившегося в 2013 г., неизбежно повышаются требования к финансовой системе с точки зрения ее потенциала в ускорении роста ВВП. Одним из факторов, препятствующих реализации такого потенциала финансовой системой, является несогласованность программно-целевых документов по экономическому росту и развитию финансовых рынков, принимаемых на ведомственном уровне. Ключевые параметры развития финансового рынка определяются в разрабатываемой Минфином России Государственной программе Российской Федерации «Развитие финансовых и страховых рынков, создание международного финансового центра» (Государственная программа) и в ключевых показателях деятельности (так называемых КРІ), которые Банк России разрабатывает для своих подразделений и предлагает к принятию Московской биржей¹. Основные инструменты экономического роста определяются в «Прогнозе долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 г.», разрабатываемом Министерством экономического развития России (Прогноз-2030). Проблема заключается в том, что в текущей версии Прогноза-2030, принятой в марте 2013 г., ни один из инструментов, предусмотренных в Государственной программе и обсуждаемых КРІ, не задействован в качестве драйвера экономического роста. Тем более отсутствуют какие-либо количественные оценки того, как фондовый рынок сейчас и в перспективе может повлиять на ускорение экономического роста.

Применительно к финансовой системе основными стимуляторами экономического роста в мартовском 2013 г. Прогнозе-2030 были предусмотрены сокращение разрыва между нормами сбережения и накопления и рост внутреннего потребления, поддерживаемый за счет форсированного кредитования населения. При этом переход к опережающему росту кредитного портфеля для населения по сравнению с его депозитами согласно прогнозу Минэкономразвития должен был привести к долговременному снижению нормы сбережения домашних хозяйств и соответственно спроса на инвестиционно-финансовые инструменты.

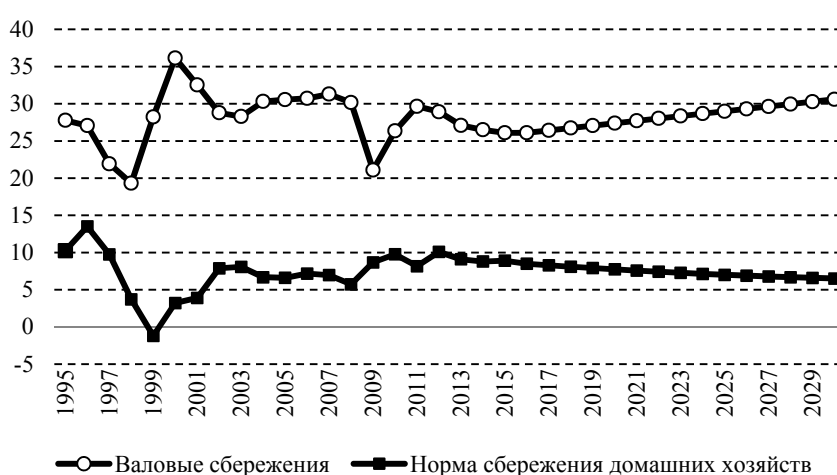
¹ Ориентиры политики в области регулирования финансового рынка при участии СФР были рассмотрены на заседании рабочей группы по созданию МФЦ 17 октября 2013 г. Подробнее см. <http://mfcmoscow.com/index.php?id=119>.

Для ускорения экономического роста согласно форсированному варианту развития в Прогнозе-2030 предполагалось повысить норму накопления с 26,0% в 2012 г. до рекордных для современной экономической истории России 33,0% в 2025 г. при ее небольшом последующем понижении до 31% в 2030 г. (рис. 37). За счет роста нормы накопления в 2015 г. она должна была превзойти норму сбережения. Это означает, что в долгосрочной перспективе Россия превратится из экономики, экспортирующей «переизбыток» сбережений на глобальных рынках капитала, в страну, где ввоз капитала из-за рубежа превышает объемы его вывоза. Иными словами, данный путь стимулирования роста означает направление неиспользуемых излишков золотовалютных резервов на цели внутренних инвестиций, поскольку нынешняя разница между внутренними сбережениями и накоплениями это и есть прирост централизованных фондов государства. Основными агентами по инвестированию данных ресурсов являются институты развития и крупнейшие государственные компании и банки.



Источник: расчеты автора по данным Росстата за период 1995–2012 гг. и по данным Прогноза-2030.

Рис. 37. Валовые сбережения и накопления в России

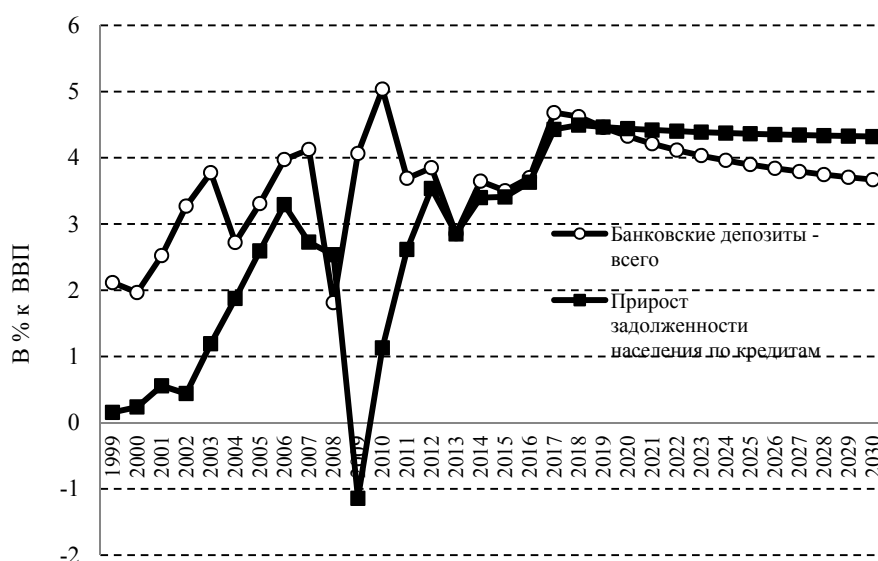


Источник: расчеты автора по данным Росстата за период 1995–2012 гг. и по данным Прогноза-2030.

Рис. 38. Валовая норма сбережения и норма сбережения домашних хозяйств в 1995–2030 гг.

Другим источником экономического роста согласно Прогнозу-2030 должен был стать опережающий рост потребления домашних хозяйств за счет заметного снижения нормы сбережения данного сектора экономики. Как показывают наши расчеты показателей указанных прогнозов, норма сбережения домашних хозяйств должна была снизиться с 10,3% ВВП в 2012 г. до 7,7% ВВП в 2020 г. и 6,5% в 2030 г. (рис. 38).

Рост кредитов населению должен был происходить за счет не только наращивания депозитной базы, но и рефинансирования банков со стороны государства. В результате уже к 2020 г. прирост стоимости кредитов, выдаваемых домашним хозяйствам, составил бы 4,4% ВВП, а суммарный прирост банковских депозитов – лишь 4,3% (рис. 39). К 2030 г. разрыв между ежегодным приростом кредитного портфеля и депозитами домашних хозяйств мог достичь 0,6% ВВП.



Источник: расчеты автора по данным Росстата за период 1995–2012 гг. и по данным Прогноза-2030.

Рис. 39. Прирост банковских депозитов и задолженности по кредитам у домохозяйств в России

Как показали итоги 2013 г., ориентация на приоритетное стимулирование потребительского спроса и рост портфеля кредитов населения в условиях замедления роста доходов домашних хозяйств привела к росту рисков нарушения стабильности финансовой системы. Агрессивная кредитная политика спровоцировала рост проблемной задолженности населения перед банками. По данным Банка России, в январе – октябре 2013 г. доля просроченных долгов по потребительским кредитам выросла с 5,9 до 7,7%, при этом, по прогнозу представителей банка, ухудшение качества кредитного портфеля продолжится до середины 2014 г.¹ По оценкам авторов доклада Bank of America Merrill Lynch «Необеспеченное розничное кредитование в России: новая эра», у 40% населения средний платеж только по кредитам на покупку товаров в торговых сетях к средней заработной плате составляет 20%, а для тех, у кого есть еще и карточный кредит, этот показатель возрастает до 50% зарплаты и более.² Формирование плохих долгов у до-

¹ Биянова Н. и др. «Ненормальные» кредиты // Ведомости. 1 ноября 2013 г.

² Цитируется по: Шестопал О. Занимательная бедность // Коммерсантъ. 18 октября 2013 г.

машинных хозяйств и ухудшение их финансового состояния, как правило, приводят к длительной стагнации их потребительского спроса.

По нашему мнению, действующие механизмы стимулирования экономического роста могли бы быть дополнены в виде стимулирования внутренних инвестиций за счет формирования длинных денег у институциональных инвесторов (подробнее см. раздел 3.6.1) и форсированного роста сбережений граждан (см. раздел 3.6.2)¹. В соответствии с «Принципами долгосрочных инвестиций, финансируемых институциональными инвесторами», разработанными OECD и G20 в сентябре 2013 г.², правительствам рекомендовано создавать благоприятные условия для финансирования долгосрочных инвестиций. По мнению разработчиков документа, долгосрочные инвестиции помогают достижению финансовой стабильности, долговой устойчивости, созданию новых рабочих мест, достижению экономического роста, более высоких стандартов жизненного уровня, конкурентоспособности, устойчивому экономическому развитию и развитию зеленой экономики. В решении данных проблем особую роль могут сыграть институциональные инвесторы, которые должны адекватным образом регулироваться и подлежать надзору с учетом их специфики и рисков, с которыми они сталкиваются.

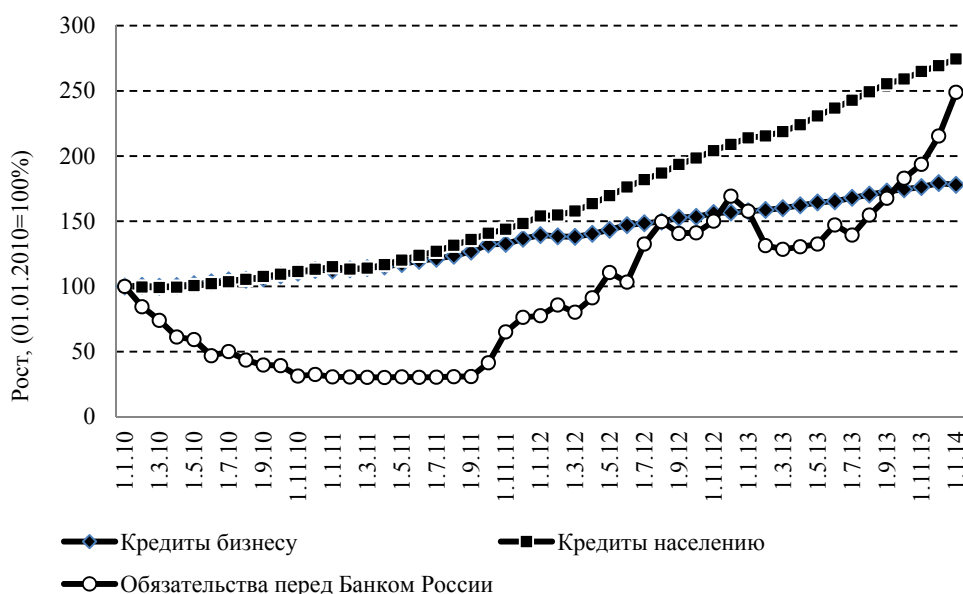
Дополнительные возможности стимулирования экономического роста может обеспечить сближение темпов роста кредитной задолженности банкам домашних хозяйств и нефинансовых организаций. На *рис. 40* показано, что произошедший со второй половины 2011 г. стремительный рост поддержки банковской системы со стороны Банка России за счет сделок прямого РЕПО вызвал прежде всего опережающий рост кредитов населению, а не компаниям реального сектора экономики. Выбор данного приоритета кредитной политики банков логически объясним: кредитование населения более маржинальная операция по сравнению с финансированием бизнеса. Кроме того, фондирование данных операций за счет краткосрочного финансирования от Банка России также располагает к выбору в пользу более краткосрочных по своей сущности кредитов физическим лицам.

Однако выбор в пользу кредитования населения не принес ускорения экономического роста за прошедшие два с половиной года. С конца 2013 г. Центральный банк стал принимать меры по удлинению сроков рефинансирования банков и расширению круга активов, под которые им могут выдаваться кредиты. С 2014 г. сроки кредитов по сделкам прямого РЕПО стали недельными, был введен новый механизм кредитования банков под залог нерыночных активов, которые прежде всего связаны с кредитованием бизнеса. В перспективе Банк России планирует отработать механизмы рефинансирования проектных облигаций, секьюритизированных активов, пулов кредитов для малого бизнеса³. По нашему мнению, данные меры необходимо продолжать с тем, чтобы все более серьезно переориентировать механизм рефинансирования банков на поддержку кредитов, выдаваемых компаниям реального сектора экономики.

¹ Данная мера также является одним из путей сокращения разрыва между нормами внутренних сбережений и накоплений за счет сокращения вывоза капитала домашними хозяйствами.

² G20/OECD High-Level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors. OECD, September 2013.

³ Юдаева К. Перелом в экономике может произойти неожиданно // Ведомости. 24 февраля 2014 г.



Источник: расчеты автора по данным Банка России.

Рис. 40. Рост кредитных портфелей и поддержки банков со стороны Банка России с января 2010 г. по декабрь 2013 г.

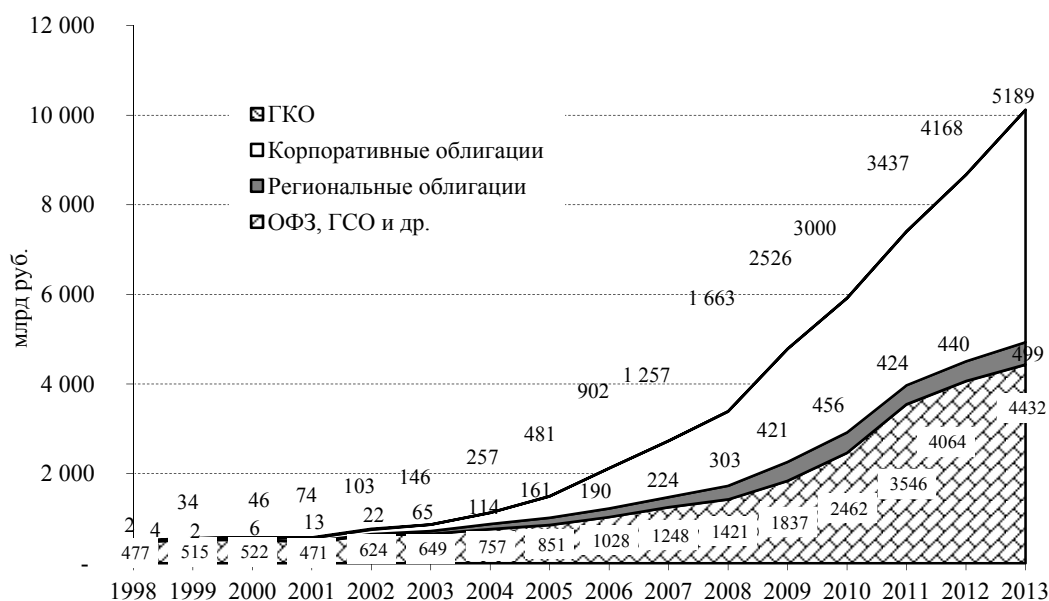
3.5.2. Корпоративные облигации и экономический рост

Одним из ключевых направлений мер по стимулированию экономического роста, применяемых Банком России, является поддержание вложений банков в корпоративные облигации с помощью сделок РЕПО. Суть данного механизма заключается в предоставлении Банком России под залог корпоративных облигаций банкам дешевых краткосрочных денежных ресурсов по базовой ставке, составлявшей в 2013 г. 5,5% годовых. Данный механизм позволял банкам получать ресурсы для приобретения корпоративных облигаций плюс дополнительную доходность от вложений в облигации за счет их перезакладывания в Банке России.

В период государственной экспансии механизм прямого РЕПО превратился из инструмента покрытия временных разрывов в ликвидности банков в способ их непрерывного покрытия. Благодаря этому поддерживался стабильный рост рынка корпоративных обязательств (рис. 41). Возможность использовать облигации для рефинансирования в Банке России способствует формированию дополнительного спроса на облигации и стимулирует эмиссионную активность на рынке ценных бумаг¹.

Капитализация рынка рублевых облигаций выросла с 0,6 трлн руб. в 2000 г. до 10,1 трлн руб. в 2013 г., или в 16,8 раза. Из всех рублевых облигаций наиболее быстро рос рынок корпоративных облигаций. Их совокупная капитализация выросла с 46 млрд руб. в 2000 г. до 5,2 трлн руб. в 2013 г., или в 113 раз.

¹ Центральный банк Российской Федерации. Обзор денежного рынка. IV квартал 2013 г. С. 19.



Источник: по данным Минфина России и Cbonds.ru.

Рис. 41. Объемы рублевых облигаций в обращении, млрд руб.

Однако факт позитивного влияния роста рынка корпоративных облигаций на экономический рост, а значит, механизма прямого РЕПО, является неочевидным. Об этом, в частности, свидетельствуют официальные данные Росстата о роли средств, привлекаемых компаниями с помощью эмиссий корпоративных облигаций, как источника инвестиций. В табл. 13 отражены параметры рынка рублевых корпоративных облигаций в 2000–2013 гг., пересчитанные в долларовом выражении. Несмотря на быстрый рост объемов эмиссии корпоративных облигаций с 1,1 млрд долл. в 2000 г. до 54 млрд долл. в 2012 г., объем данных средств, направляемых на прирост основного капитала, пока остается низким.

В 2012 г. из общего объема эмиссии корпоративных облигаций в размере 1214,2 млрд руб. на инвестиции в основной капитал, согласно официальным данным Росстата, было направлено всего 4,2 млрд руб., или 35% эмиссионной выручки компаний. В 2013 г. из общего объема эмиссии корпоративных облигаций за год в размере 1705,2 млрд руб. на инвестиции в основной капитал за 9 месяцев года поступило всего 5,0 млрд руб., или 0,29% эмиссионной выручки компаний за год. На основании данной статистики можно сделать вывод о том, что искусственно поддерживаемый Банком России с помощью сделок РЕПО рынок корпоративных облигаций не оказывает никакого позитивного влияния ни на инвестиции в основной капитал, ни на экономический рост. Видимо, поддерживаемые за счет фондирования с денежного рынка корпоративные облигации де-факто являются слишком краткосрочными источниками финансирования для компаний реального сектора, поэтому последние предпочитают использовать их для пополнения оборотных средств и на рефинансирование старых долгов. Все это ставит вопрос о поиске альтернативных форм рефинансирования банковской системы Банком России с таким расчетом, чтобы данный механизм реально заинтересовывал банки в финансировании долгосрочных проектов компаний реального сектора экономики, позитивно влияющих на экономический рост.

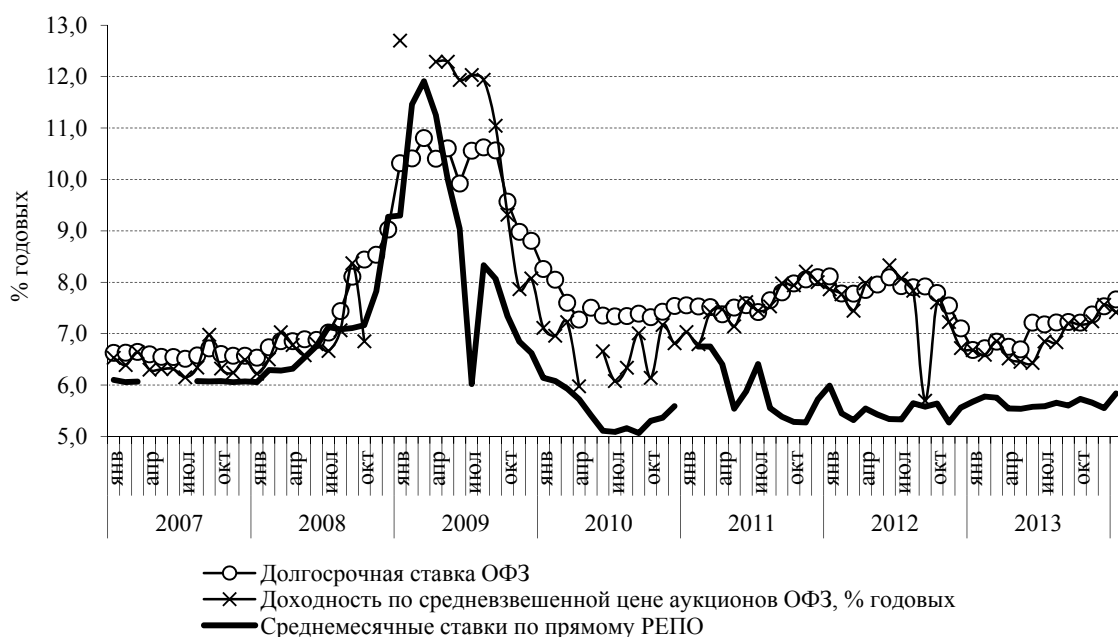
Таблица 13

Параметры рынка рублевых корпоративных облигаций млрд долл.

	Капитализация	Вторичный рынок, включая РЕПО	Размещения	Поступления в основной капитал от размещений		
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему размещения
2000	2	0,2	1,1			
2001	3	1	0,8			
2002	3	2	2	0,1	3,0	6,7
2003	5	8	3	0,1	2,1	3,8
2004	9	15	5	0,1	1,1	2,0
2005	17	44	9	0,3	1,8	3,3
2006	33	135	17	0,1	0,3	0,6
2007	49	371	18	0,2	0,4	1,1
2008	67	457	16	0,2	0,3	1,2
2009	80	293	29	0,1	0,1	0,3
2010	99	757	28	0,03	0,03	0,1
2011	117	1237	31	0,014	0,01	0,05
2012	134	1866	39	0,14	0,1	0,4
2013	163	2839	54	0,16*	0,1	0,3

* За январь – сентябрь 2013 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, сBonds, Банка России и Росстата.



Источник: расчеты автора по данным Банка России.

Рис. 42. Среднемесячные ставки рынка ОФЗ и прямого РЕПО

Другой проблемой влияния финансового рынка на экономический рост является влияние процентной политики на заинтересованность банков в кредитовании компаний реального сектора экономики. Ускоренный рост объемов финансирования банков с помощью сделок прямого РЕПО в 2012–2013 гг. происходил на фоне превышения на 1–2 процентных пункта доходности вложений в государственные ценные бумаги (ОФЗ) над размерами ставок на рынке прямого РЕПО (рис. 42). То есть крупные государственные банки, являвшиеся основными бенефициарами рынка прямого РЕПО, вместо кредито-

вания организаций реального сектора экономики могли без существенных рисков получать прибыль просто от размещения средств, полученных от Банка России, в государственные ценные бумаги.

3.5.3. Влияние IPO акций на экономику

Более эффективным инструментом привлечения средств для финансирования основных фондов, чем выпуск корпоративных облигаций, являются размещения акций в форме IPO и SPO. Это обусловлено тем, что средства от проведения IPO являются более долгосрочными. В *табл. 14* приводятся параметры рынка акций российских компаний. Из них видно, что наиболее активно IPO акций проходили в 2006 и 2007 гг., когда компании привлекли соответственно 17,0 млрд и 33,0 млрд долл. Из суммы поступлений от IPO-SPO в 2006 г. 18,8% было направлено компаниями на приобретение основных фондов, в 2007 г. данный показатель снизился до 10,9%. В отдельные годы – например, в 2008 г. – на основные фонды направлялось 110,5%, а в 2009 г. – 117,6% объемов IPO. Это связано с тем, что часть инвестиций в основные средства компании получали путем проведения закрытой подписки акций, а не IPO-SPO.

В 2013 г. из общей стоимости публичных размещений в размере 9,0 млрд долл. в основной капитал за 9 месяцев года было направлено 1,6 млрд долл., или 17,8%. В 2012 г. из общей стоимости IPO в размере 9,5 млрд долл. в основной капитал было направлено 3,1 млрд долл., или 32,6% объема публичных размещений акций. Часть ресурсов, привлекаемых на фондовом рынке, направлялась на выкуп бизнеса у прежних собственников, на рефинансирование долгов и обслуживание сделок слияний-поглощений, включая приобретение крупных пакетов акций. Пока же сами объемы IPO и инвестиций в реальный капитал за счет выпусков акций существенно уступают сделкам слияний-поглощений. С 2000 по 2013 г. общий объем IPO-SPO российских компаний составил 100,5 млрд долл., в то время как объем сделок слияний-поглощений – 941,8 млрд долл., или в 9,4 раза больше.

Таблица 14

Параметры рынка акций российских компаний, млрд долл.

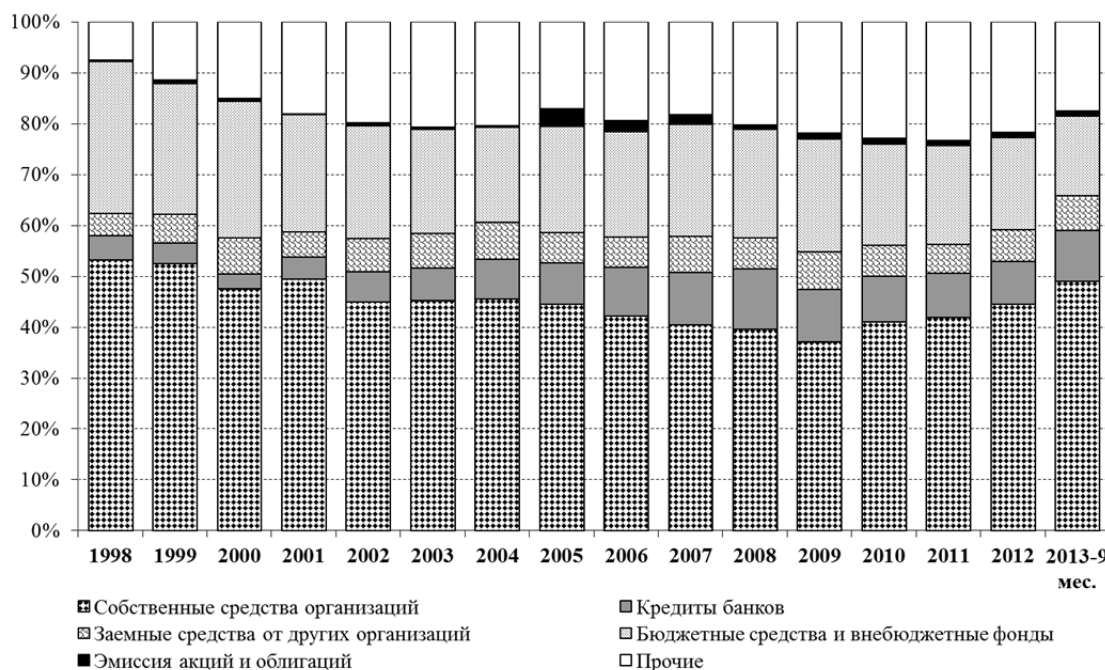
	Капитализация	Вторичный рынок, включая иностранные биржи	IPO акций	Поступления в основной капитал от IPO			Объем сделок слияний-поглощений
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему IPO	
2000	41	47	0,5	0,2	0,5	40,0	5
2001	75	49	0,2	0,1	0,1	50,0	12
2002	106	87	1,3	0,2	0,2	15,4	18
2003	176	188	0,6	0,2	0,1	33,3	32
2004	230	541	3	0,1	0,0	3,3	27
2005	549	374	5,2	3,2	0,6	61,5	60
2006	1057	914	17	3,2	0,3	18,8	62
2007	1503	1687	33	3,6	0,2	10,9	126
2008	397	1983	1,9	2,1	0,5	110,5*	110
2009	861	1156	1,7	2,0	0,2	117,6*	56
2010	1379	1431	6,3	2,4	0,2	37,9	56
2011	1096	2222	11,3	2,6	0,2	23,1	79
2012	1079	2128	9,5	3,1	0,3	32,6	135
2013	1041	2095	9,0	1,6**	0,2	17,8	163

* Значение больше 100%, поскольку часть инвестиций в основной капитал могли производиться за счет частных размещений акций.

** За январь – сентябрь 2013 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, sBonds, Банка России и Росстата.

Объем средств, которые компании привлекают с помощью размещения акций и корпоративных облигаций и затем направляют на приобретение основных фондов, составляет небольшую часть в источниках финансирования основных средств. Об этом свидетельствуют данные *рис. 43* об источниках финансирования инвестиций в основные фонды.



Источник: расчеты по данным Росстата.

Рис. 43. Структура источников инвестиций в основные фонды

С 2000 по 2012 г. доля средств, привлекаемых с помощью эмиссии облигаций и акций, в источниках финансирования основного капитала колебалась в диапазоне от 0,1% в 2001 г. до 3,4% в 2005 г. В 2012 г. и за 9 месяцев 2013 г. данный показатель составлял 1,0%.

3.6. Инвесторы на российском фондовом рынке

3.6.1. Внутренние институциональные инвесторы

Для повышения нормы сбережений населения и привлечения долгосрочных ресурсов, как и в случае с резервами государства, нужны стабильно работающие институциональные инвесторы. Их низкий относительный уровень развития в России (табл. 15) является ключевой проблемой для отечественного финансового рынка. Первый этап пенсионной реформы привел к замедлению роста пенсионных накоплений за счет предоставления права выбора застрахованным лицам между нулевой ставкой и 6%-ми отчислениями в накопительную часть пенсии, а также временного отказа от формирования пенсионных накоплений в 2014 г. Однако в 2015 г. с введением системы гарантирования сохранности пенсионных накоплений и проведением массовой ревизии финансовой стабильности негосударственных пенсионных фондов рост пенсионных накоплений, вероятнее всего, возобновится.

На фоне других стран, включая крупные страны с развивающейся экономикой, все три типа институциональных инвесторов (пенсионные и взаимные фонды, страховые организации) в России находятся на низком уровне развития. Российская банковская система по стоимости активов коммерческих банков по отношению к ВВП занимает среднее место (табл. 15). Из стран, по которым ведется статистика активов взаимных фондов, Россия занимает 64-е место из 67 стран; по критерию размеров автономных пенсионных фондов – 53-е место из 67 стран; по активам страховщиков – 47-е место из 50 стран. В 2012 г. стоимость активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов в России составляла 0,2% ВВП, пенсионных накоплений и резервов – 5,0%, активов страховых организаций – около 1,7%. При этом из 168 стран, по которым Всемирный банк раскрывает данные о доле активов коммерческих банков в ВВП, Россия занимает 100-е место.

Таблица 15

Институциональные инвесторы и банки в России (по средним показателям за 2001–2012 гг.)

	Число стран в выборках ICI ¹ , OECD и Всемирного банка	Место России в выборках	Доля в % к ВВП	
			Среднее за 2001–2011 гг.	2012 г.
Активы открытых инвестиционных фондов*	67	64	0,3	0,2
Накопления и резервы автономных пенсионных фондов**	67	53	2,1	5,0
Активы страховых организаций***	50	47	1,4	1,7****
Активы коммерческих банков*****	168	100	33,0	45,6****

* Россия – открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды (ПИФы).;

** Россия – пенсионные накопления и резервы, всего (в НПФ и в управляющих компаниях).

*** Россия – страховые резервы.

**** 2011 г.

***** Без учета банков развития. По всем коммерческим банкам России среднее за 2001–2011 гг. равно 55,0%; показатель 2012 г. составил 76,9%.

Источник: расчеты автора по данным Investment Company Institute, ресурсов www.stat.org OECD, www.econ.worldbank.org Всемирного банка и IFS МФФ.

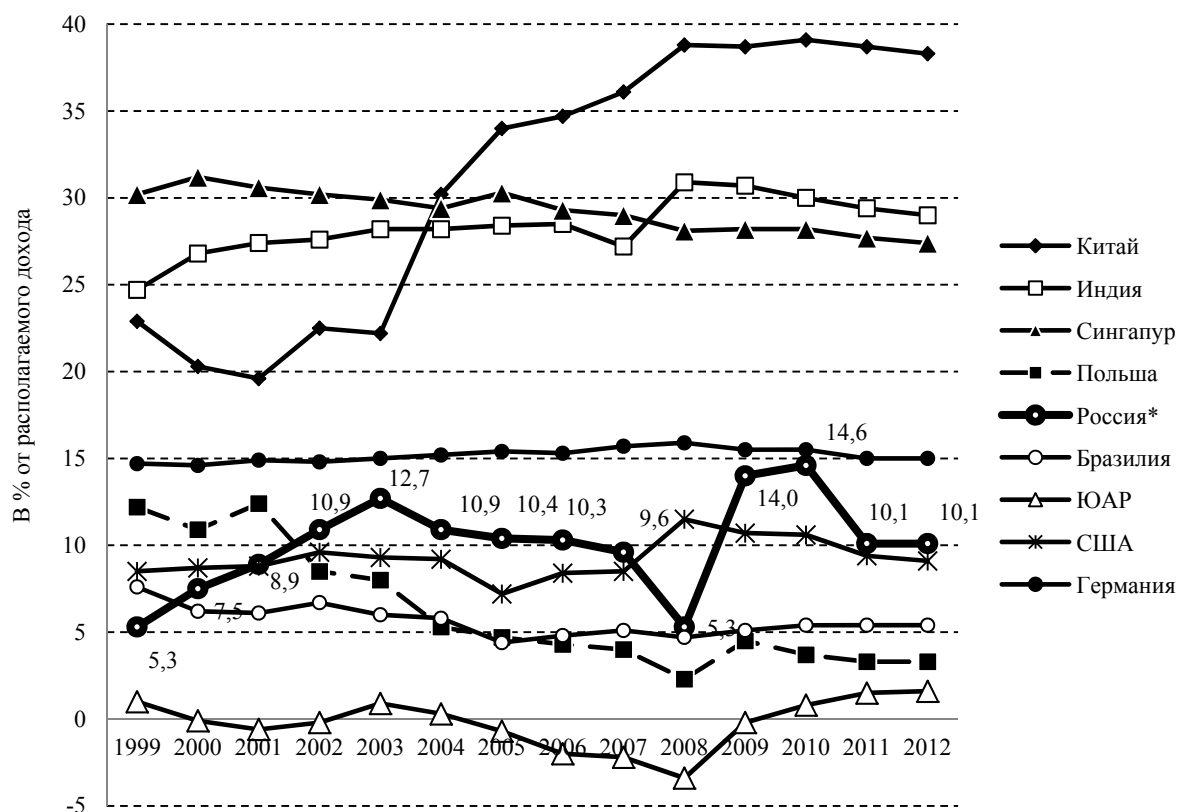
В целях поддержания инвестиционной активности России необходимо сокращать отставание в развитии институциональных инвесторов. Это означает, что основной акцент в банковской сфере заключается в поддержании надежности и укреплении банковской системы, а применительно к пенсионным фондам, страховым организациям, открытым и интервальным ПИФам более актуальной является реализация политики развития, направленной на формирование эффективных компаний, которым доверяет население. Для этого необходимы поддержание конкуренции на рынке финансовых услуг и обеспечение защиты прав инвесторов, т.е. то, что принято относить не к надзорной, а к регулирующей функции государства.

3.6.2. Индивидуальные внутренние инвесторы

Для поддержания темпов роста и модернизации экономики России необходимо поддерживать высокие нормы внутренних накоплений. Резервом роста накоплений является повышение нормы сбережений домашних хозяйств. По официальной статистике Росстата, российские домашние хозяйства сберегают около 10% своих доходов

¹ Investment Company Institute.

(рис. 44). В странах – лидерах по экономическому росту и модернизации (Китай, Индия, Сингапур, Гонконг) норма сбережений домашних хозяйств к располагаемому доходу значительно выше. Социальная и демографическая ситуация в данных странах, конечно, отличается от российской, но необходимо признать, что любая масштабная модернизация предполагает опору на внутренние финансы. К тому же высокая норма потребления в России в нынешних условиях фактически означает стимулирование за счет внутреннего спроса иностранных производителей.

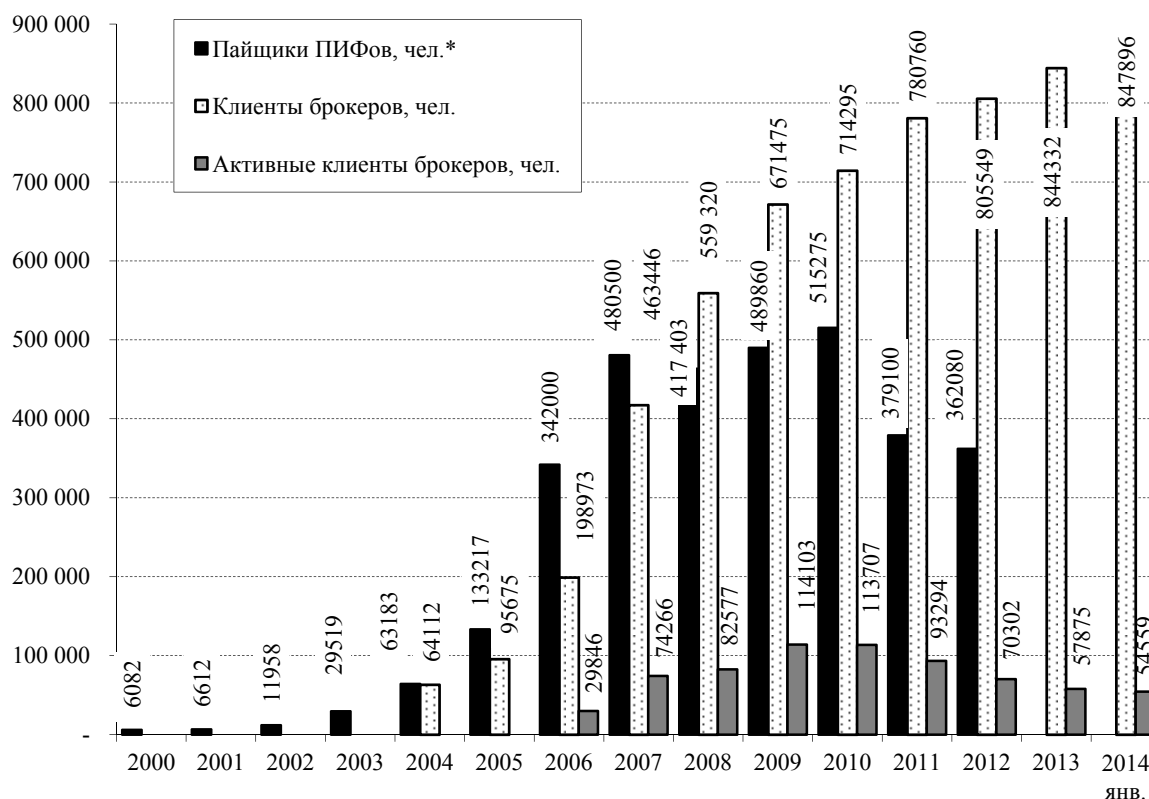


* Данные Росстата, не включающие сбережения в валютных депозитах и в иностранной валюте.
Источник: расчеты по данным Euromonitor International.

Рис. 44. Норма сбережений домашних хозяйств,
% к располагаемому доходу

На рис. 45 приводятся данные о количестве счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и лицевых счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. Особенностью 2010–2013 гг. является проявившийся тренд замедления роста числа клиентов брокеров, регистрируемых в торговой системе ММВБ. Если в 2009 г. прирост зарегистрированных клиентов за год составил 112,2 тыс. человек, то в 2010 г. – лишь 42,8 тыс., в 2011 г. – 66,5 тыс., в 2012 г. – 24,8 тыс., в 2013 г. – 38,8 тыс. человек. Число активных клиентов брокеров и вовсе сократилось со 114,1 тыс. в 2009 г. до 54,6 тыс. человек в январе 2014 г. Это может свидетельствовать о том, что действовавшая до сих пор модель привлечения клиентов на российский фондовый рынок начинает исчерпывать себя. Число людей, которых привлекают биржевые спекуляции, в любой стране ограничено. Новая модель роста требует вовлечения на рынок долгосрочных инвесто-

ров, что невозможно осуществить без создания эффективной системы пенсионных сбережений и перестройки модели оказания услуг финансовыми институтами.



* Данные «Эксперта РА» за 2013 г. пока не опубликованы.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, НЛУ и «Эксперта РА».

Рис. 45. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений в 2013 г. стало принятие революционных поправок в законодательство, предусматривающих введение с 1 января 2013 г. существенных льгот по НДФЛ при налогообложении доходов по ценным бумагам при сроке владения ими не менее трех лет, а также с 1 января 2015 г. льгот по взносам граждан на так называемые индивидуальные инвестиционные счета (ИИС)¹.

В соответствии с Федеральным законом от 28.12.2013 г. № 420-ФЗ «О внесении изменений в статью 27.5-3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации» доходы от инвестирования во вновь приобретаемые ценные бумаги будут освобождены от налогов, если физическое лицо владело ими три года и более. В настоящее время со всех доходов, полученных гражданами от инвестиций в ценные бумаги – через ПИФы, доверительное управление или прямое владение через брокерские счета, – взимается НДФЛ по ставке 13%. Предельный размер вычета из налоговой базы составляет 3 млн руб. за каждый год пребы-

¹ По своему статусу данные счета являются аналогом двух инвестиционных механизмов, популярных во многих странах: индивидуальных пенсионных счетов (IRAs), распространенных в США, Польше, Республике Корея, Канаде и в других странах, а также индивидуальных сберегательных счетов (ISAs), применяемых в Великобритании.

вания ценных бумаг (паев) в собственности. Льгота по НДФЛ не распространяется на доходы в виде дивидендов по акциям и купонных выплат по облигациям, за исключением случаев, когда лицо владеет данными ценными бумагами не напрямую, а через открытый паевой инвестиционный фонд. По этой причине наибольшую выгоду данная налоговая льгота будет приносить пайщикам открытых паевых фондов, инвестирующим на длительный срок.

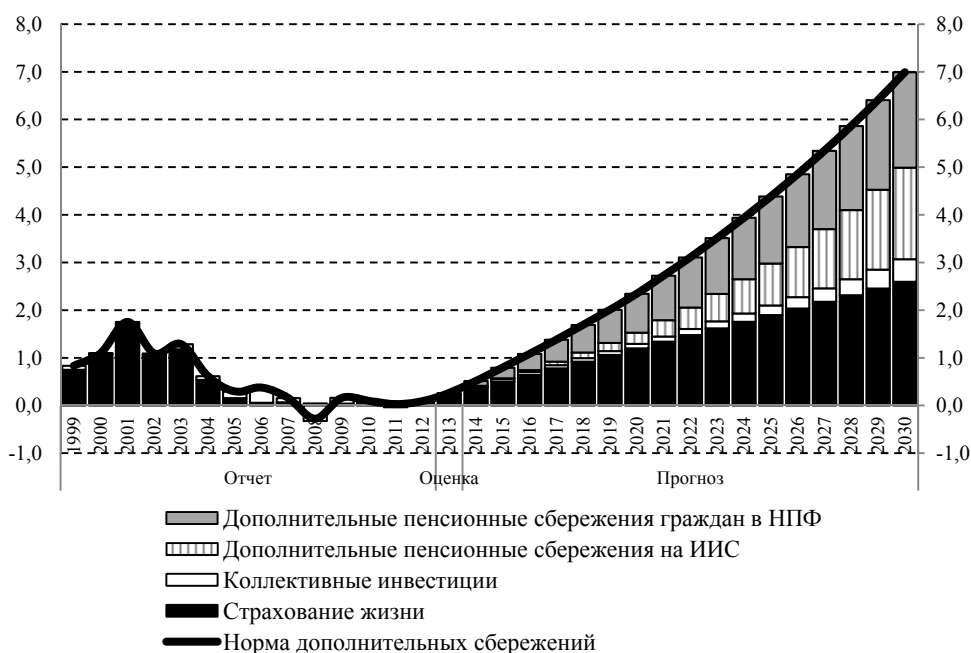
Кроме того, в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и в Налоговый кодекс РФ введено понятие индивидуальных инвестиционных счетов, которые частные инвесторы смогут открывать у брокеров и доверительных управляющих с 2015 г. Гражданин вправе иметь только один договор на ведение ИИС. Данный счет может пополняться на сумму до 400 тыс. руб. в год. По выбору владельца ИИС может применяться одна из двух форм инвестиционного вычета. Первый вариант предполагает, что при закрытии ИИС, если оно происходит не ранее чем через три года после открытия, инвестор получает право на налоговый вычет в размере 13% от суммы всех взносов. Второй вариант не предусматривает получения налогового вычета на взносы, однако вся сумма, выплачиваемая владельцу ИИС при его погашении, не облагается НДФЛ.

По нашему мнению, обе льготы создают серьезные стимулы для частных инвесторов, вкладывающих сбережения в ценные бумаги на срок не менее трех лет. Мы попытались оценить влияние мер по стимулированию сбережений домашних хозяйств за счет роста дополнительных пенсионных отчислений граждан в НПФ и на ИИС, увеличения вложений населения в полисы страхования жизни и в паи открытых и интервальных ПИФов. При этом ориентиры роста страхования жизни, коллективных инвестиций и НПФ были рассчитаны исходя из предложений представителей соответствующих отраслей, высказанных в ходе стратегической сессии «Ориентиры политики в области регулирования финансового рынка» в рамках проекта по созданию Московского финансового центра с участием руководителя СФР Банка России¹. Данные о росте активов на ИИС были рассчитаны отдельно исходя из понимания потенциала данного рынка, предположения, что уровень проникновения данного продукта среди среднего класса составит около 40% к 2030 г., средняя норма сбережений на ИИС у их пользователей постепенно достигнет 10% от дохода, а средняя номинальная доходность инвестиций в 2014–2030 гг. будет составлять 8% годовых.

Основные результаты расчетов приводятся на *рис. 46*. При базовом прогнозе совокупная норма дополнительных сбережений может составить 0,5% ВВП в 2014 г., 2,3% в 2020 г. и около 7,0% в 2030 г. Основной рост придется на продукты по страхованию жизни, добровольные взносы в НПФ и на индивидуальные инвестиционные счета.

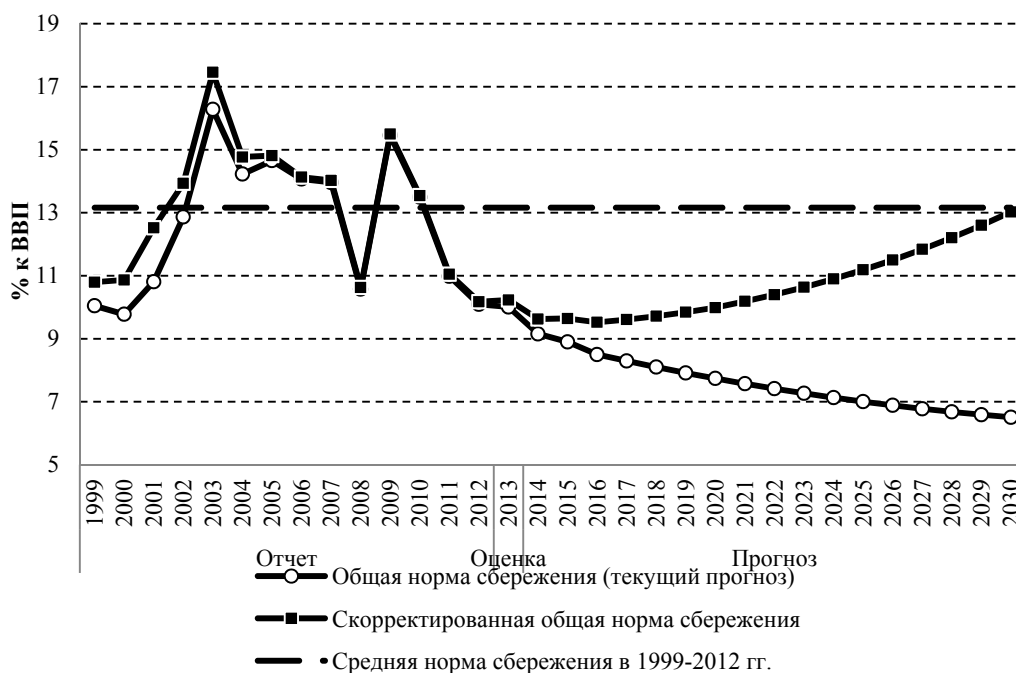
В качестве естественного ограничителя роста нормы сбережений в нашем прогнозе была использована средняя норма сбережений домашних хозяйств за период 1999–2012 гг. (*рис. 47*). При этом в случае реализации базового сценария по развитию дополнительных долгосрочных сбережений домашних хозяйств скорректированная норма сбережений (в % к ВВП) в 2030 г. как раз вернется к своему естественному среднему уровню.

¹ Подробнее см. <http://mfc-moscow.com/index.php?id=119>.



Источник: расчеты автора.

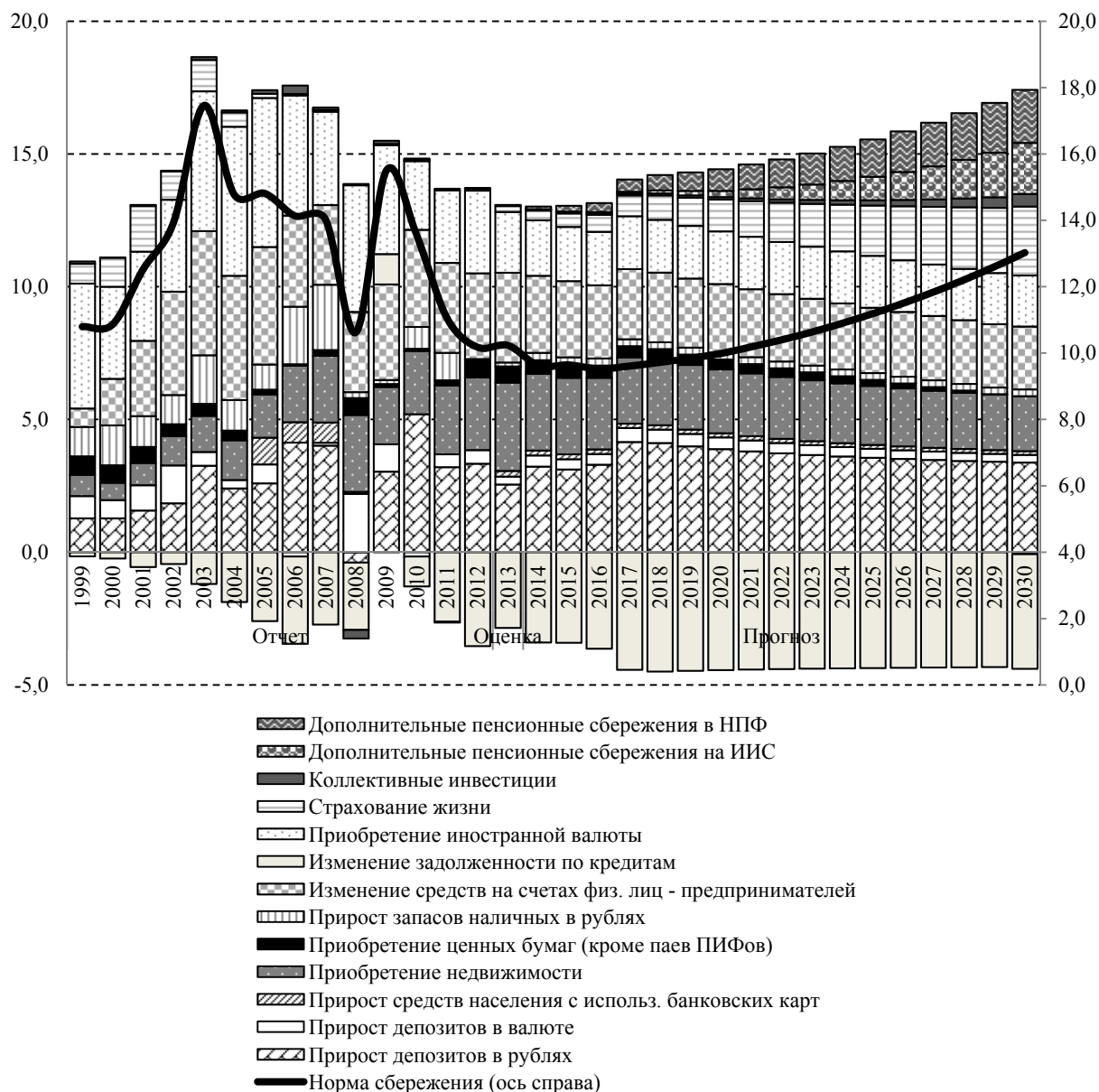
Рис. 46. Структура дополнительных сбережений, % ВВП



Источник: расчеты авторов исследования.

Рис. 47. Действующая и скорректированная нормы сбережения домашних хозяйств, % ВВП

На рис. 48 показана примерная структура сбережений домашних хозяйств в случае реализации базового прогноза по росту добровольных сбережений у институциональных инвесторов.



Источник: расчеты авторов исследования.

Рис. 48. Структура сбережений домашних хозяйств с учетом дополнительных форм сбережений (доля – % в ВВП)

По нашим оценкам, при сохранении преобладания таких традиционных форм сбережений, как банковские депозиты, денежные запасы индивидуальных предпринимателей, покупка иностранной валюты и недвижимость, новые типы сбережений через институциональных инвесторов будут играть все более заметную роль и существенно превысят сбережения в прямых инвестициях в ценные бумаги. В 2020 г. сбережения

домашних хозяйств через институциональных инвесторов достигнут 3 трлн руб., а к 2030 г. – около 17 трлн руб.

3.6.3. Иностранные консервативные инвесторы

Отношение к российскому фондовому рынку со стороны крупных институциональных инвесторов за рубежом пока остается консервативным. Об этом свидетельствуют данные о вложениях в акции российских АО крупнейшего государственного пенсионного фонда в США – California Public Employeers' Retirement System (Calpers), стоимость активов которого в 2013 г. составила 258 млрд долл. (табл. 16).

Таблица 16

Инвестиции Calpers в депозитарные расписки и акции (долевые ценные бумаги) российских компаний, млн долл.

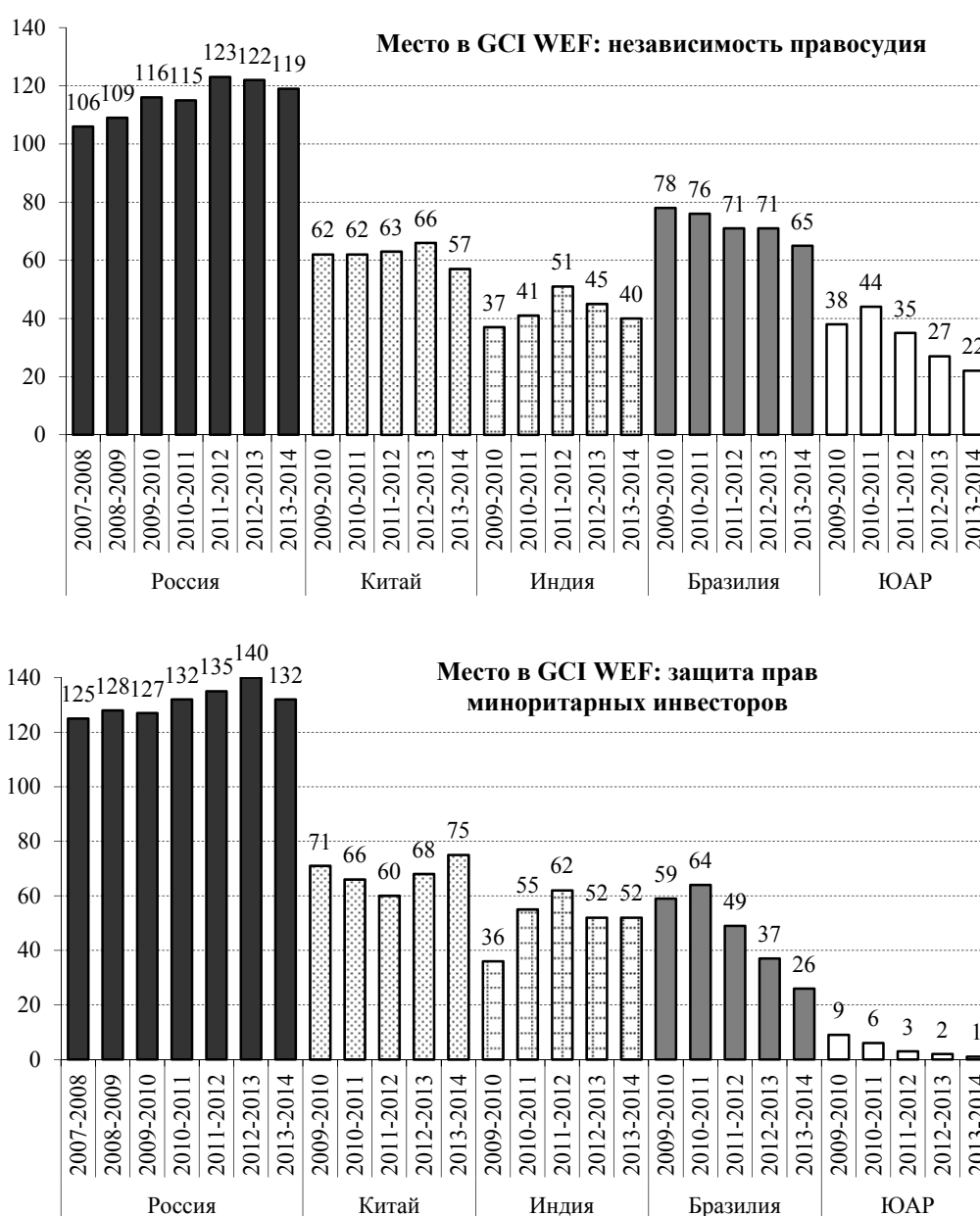
	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*
«Газпром»	144,7	46	55,1	154,4	56,4
«ЛУКОЙЛ»	189,1	93,5	80,6	78,7	68,2
«Мечел»	9,1	1	1,8	9,8	0,6
ГМК «Норильский никель»	4,6	1,4	14,3	12,1	0,0
«НОВАТЭК»		20,6	10,4	45,4	36,2
Новороссийский торговый порт	10,3	8,4	7,7	6,3	4,4
«Роснефть»	11,4	31,4	15,7	59,7	26,4
«Полюс Золото»		5,5	2,3	5,8	0,0
Ростелеком		3,4	1	16,4	14,0
Сбербанк России	5,5	30,8	9,3	53,7	114,3
«Северсталь»	7	4,7	7	9,4	6,5
АФК Система	9,7	3,8	62	71,9	50,3
«Сургутнефтегаз»	4,5	20,5	18,9	23,5	21,7
«Вимм-Билль-Данн»		20,2	2,2	0	0,0
«Магнит»		7,3	15,5	37,5	38,7
ММК		6,1	2	2,8	1,8
ВТБ	31,6	6,9	14,3	22,8	12,5
ЛСР		2,9	4,4	4,5	4,1
Иные ОАО			12,9	60,1	72,0
Расписки и акции российских компаний – всего	427,4	314,4	337,4	674,8	528,0
Долевые ценные бумаги, приобретенные на внутреннем и внешнем рынках – всего	122281,2	80728,6	91776,3	117640,8	112299,4
Доля расписок и акций российских компаний в портфеле Calpers	0,35	0,39	0,37	0,57	0,47
Доля акций российских компаний в мировой капитализации	1,23	1,80	2,51	2,31	1,97

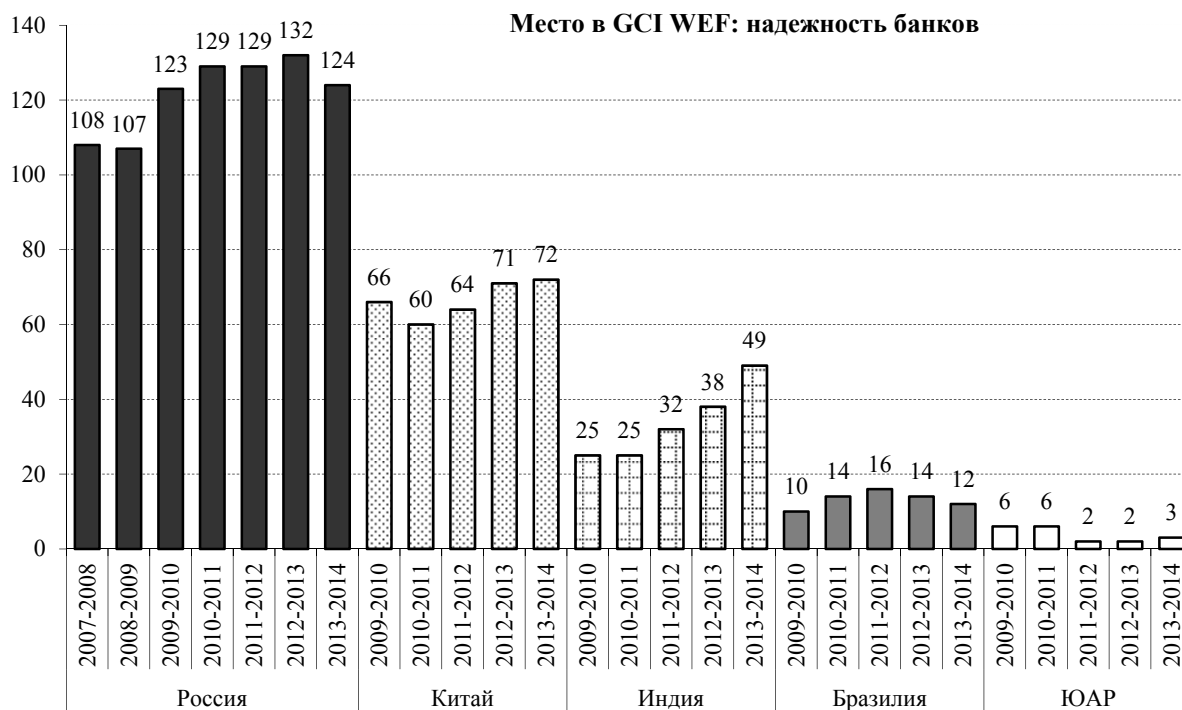
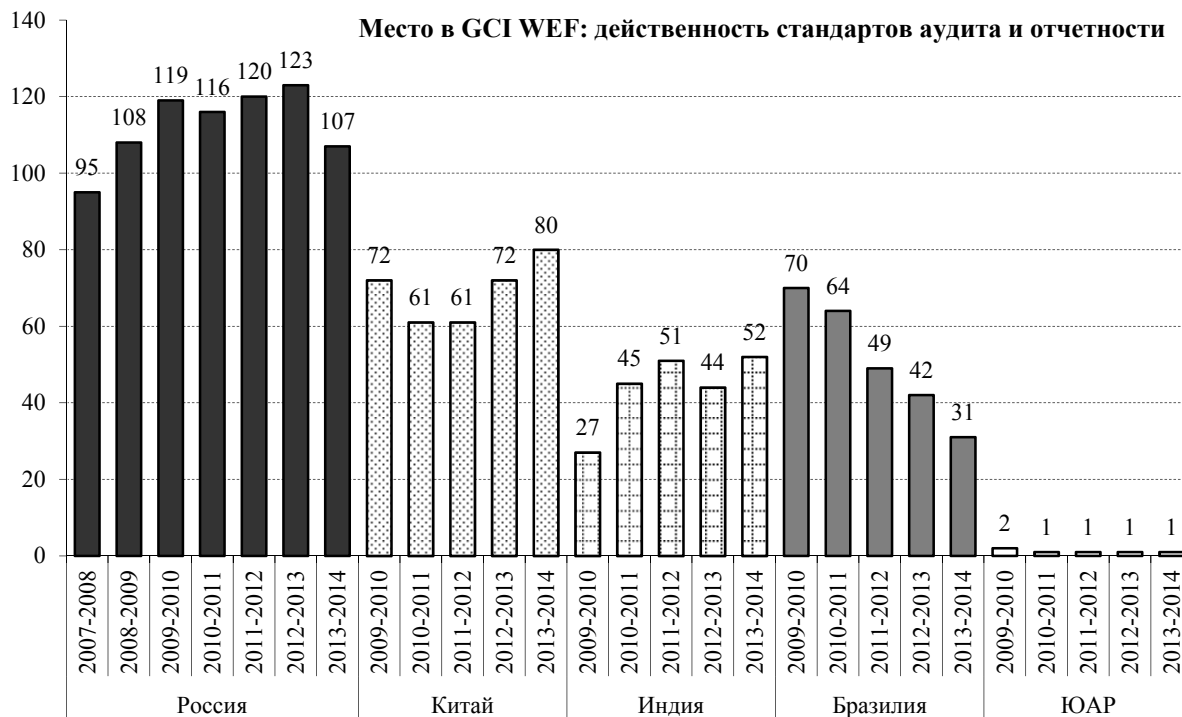
* Финансовый год, заканчивающийся в июне. Подробные данные о составе и структуре портфеля Calpers на его сайте в Интернете публикуются примерно с годовым опозданием, видимо, для того, чтобы ограничить стратегии следования портфелю данного пенсионного фонда.

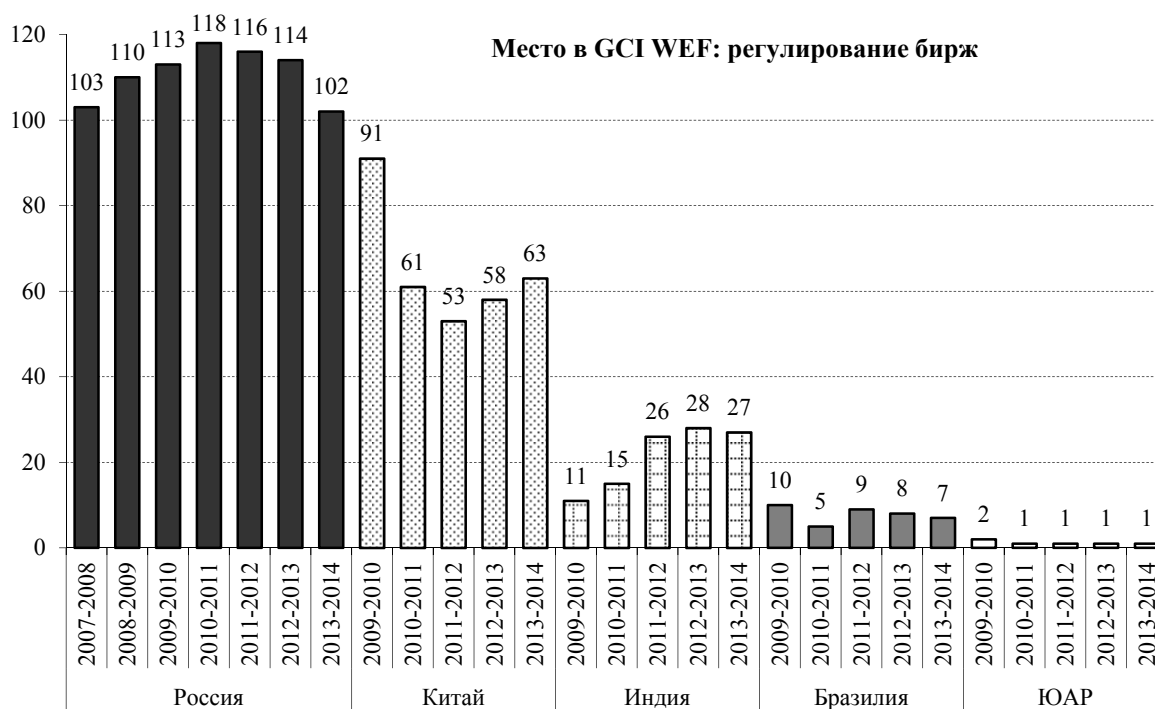
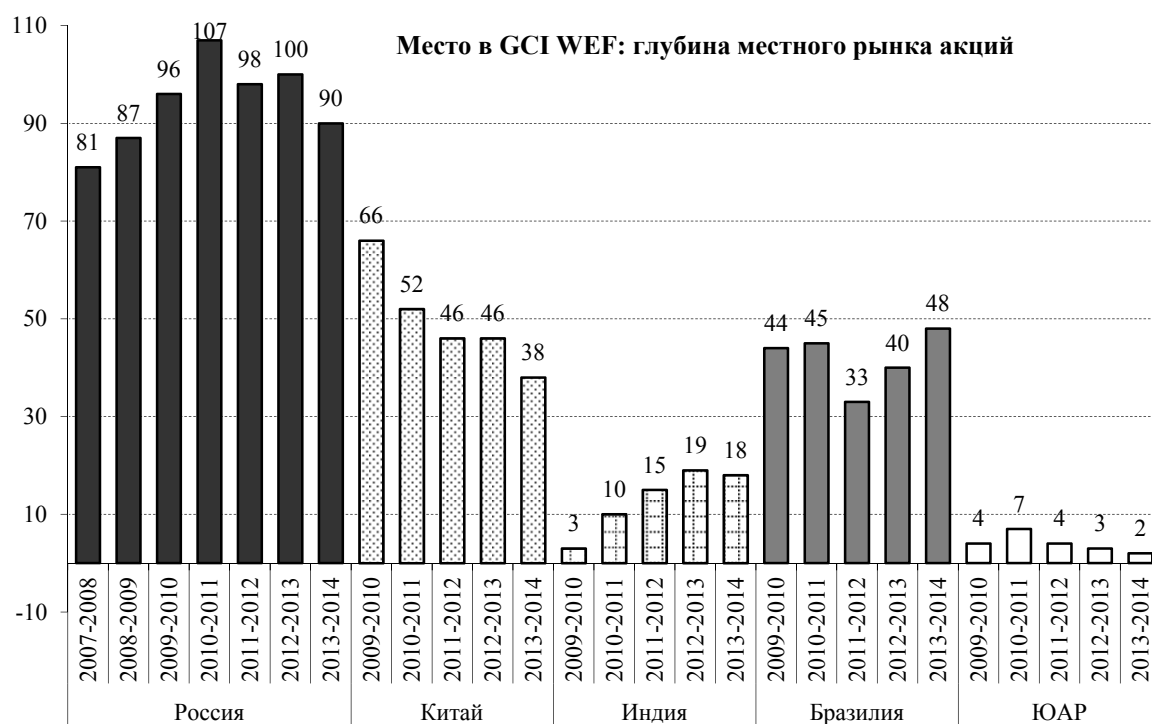
Источник: по данным отчета об инвестициях Calpers за ряд лет.

Стоимость вложений в акции российских компаний Calpers ограничена. Они выросли с 427 млн долл., или 0,35% стоимости портфеля акций пенсионного фонда в 2008 г., до 528 млн долл., или 0,47% стоимости портфеля фонда в 2013 г. Для сравнения: доля акций российских компаний в мировой капитализации составляла в 2008 г. 1,23% и в 2013 г. 1,97%. Вес портфеля российских долевых ценных бумаг в портфеле Calpers является заниженным, что показывает опасение фонда по поводу рисков инвестирования в них.

В депозитарные расписки на акции российских АО Calpers начал инвестировать только с 2008 г. До этого в течение многих лет Calpers использовал методику составления рейтинга развивающихся рынков с точки зрения возможности инвестирования в них активов данного фонда, в которой Россия долгое время относилась к развивающимся рынкам, куда не разрешалось инвестировать активы калифорнийского пенсионного фонда. В 2007 г. отказались от обязательного следования данной методике, позволив портфельным управляющим на развивающихся рынках самостоятельно принимать решения об инвестировании в акции тех или иных эмитентов. Однако анализ прежней методики позволил нам выделить ключевые факторы, которые многие годы удерживали Calpers от инвестиций в России. Данные факторы и их оценка по методике рейтинга глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума показаны на рис. 49.







Источник: Рейтинг глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума за ряд лет.

Рис. 49. Положение стран БРИКС в Рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума по ряду критериев, существенных для принятия решений консервативными портфельными инвесторами

По наиболее проблемным вопросам – независимость правосудия, уровень защиты прав миноритарных инвесторов, действенность стандартов аудита и отчетности, глубина рынка акций, эффективность регулирования бирж и надежность банков – Россия существенно отстает от рынков других стран БРИКС. При этом в 2012 г. по четырем из шести рассматриваемых показателей оценки России ухудшились. В 2013 г. по всем шести рассматриваемым показателям положение России в рейтинге немного улучшилось, однако отрыв от показателей других стран БРИКС остался.

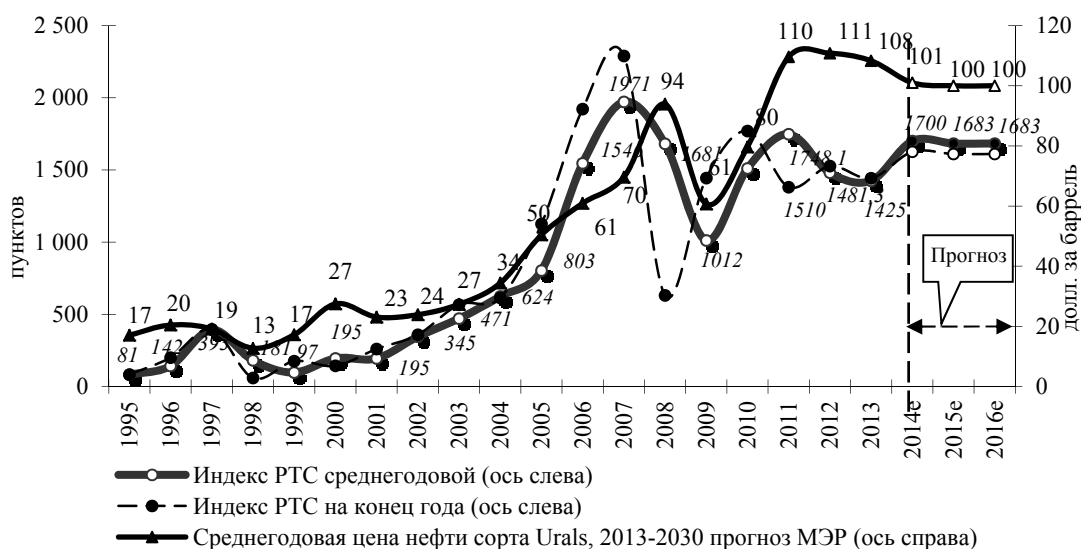
3.7. Риски на финансовом рынке

Основные риски финансового рынка связаны со следующими факторами: стагнация рынка акций из-за остановки роста цен на энергоносители; риски оттока иностранного капитала; риск девальвации рубля; опережающий рост внешних заимствований банков и нефинансового сектора; возобновление СТ; рост объемов торгов на срочном рынке при недостаточном уровне обеспеченности сделок.

3.7.1. Цены акций и динамика цен на нефть

Как было показано в разделе 3.3.1, российский фондовый рынок зависим от цен на нефть. Данная цена является индикатором состояния глобальной экономики, стабильности финансовой системы и уровня денежной ликвидности в ней. Текущие прогнозы Минэкономразвития и международных финансовых организаций схожи в том, что в среднесрочной перспективе нефтяные цены повышаться не будут из-за развития новых технологий добычи нефти и газа, позволяющих многим странам постепенно перейти на самообеспечение нефтью и газом.

Если применить уравнение зависимости между ценой на нефть и индексом, указанным на *рис. 12*, к среднесрочному прогнозу нефтяных цен МЭР на период 2014–2016 гг., получается, что среднегодовой индекс РТС будет расти, но медленными темпами. В 2014 г. он может повыситься до 1700 пунктов при значении в 2013 г., равном 1425 пунктов, т.е. среднегодовой индекс вырастет на 19,3% (*рис. 50*).



Источник: расчета автора по данным МЭР и Московской биржи.

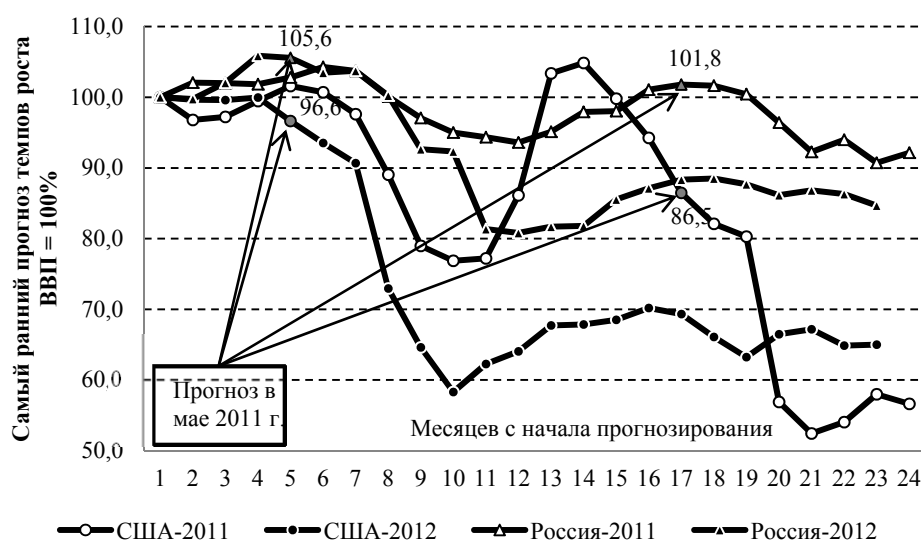
Рис. 50. Прогноз индекса РТС до 2016 г. исходя из прогноза цен нефти МЭР

Приведенный метод прогнозирования роста среднегодового значения фондового индекса не является идеальным, впрочем, как и иные методы прогнозирования индикаторов фондового рынка. Причина неточности прогноза, основанного на историческом соотношении цен на нефть и значений индекса РТС, состоит в том, что в настоящее время более сильное, чем в среднем за историю существования индекса РТС, понижающее воздействие оказывает на него отток иностранных инвестиций из России.

3.7.2. Отток иностранного капитала

В разделе 3.3.2 анализировалась зависимость российского рынка акций от движения средств иностранных инвестиционных фондов, инвестирующих в Россию. Как было показано со ссылкой на исследование МВФ, инвестиционные решения портфельных инвесторов опираются на динамику и волатильность прогнозов темпов роста ВВП, оценку волатильности валютных курсов, индексы предполагаемой волатильности развитых и развивающихся рынков.

В 2013 г. продолжала действовать начавшаяся в мае 2011 г. тенденция оттока средств из иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию. Как показано на *рис. 51*, начало оттока средств из фондов в мае 2011 г. совпало с моментом резкого ухудшения прогнозов роста американской экономики на 2012 г., что подтверждает нашу гипотезу о том, что наиболее сильное воздействие на поведение иностранных портфельных инвесторов, инвестирующих в фонды, ориентированные на Россию, оказывают изменения прогнозов роста глобальной экономики, фиксируемые в базе Consensus Economics. В январских 2013 г. прогнозах МВФ на 2013 г. вновь было зафиксировано небольшое снижение прогнозов роста глобальной экономики. По России и США прогноз роста ВВП на 2013 г. был снижен на 0,1 п.п. Это свидетельствует в пользу того, что в первой половине 2013 г. на российском рынке будет наблюдаться небольшой отток средств портфельных инвесторов, который может прекратиться, как только прогнозы экономического роста на 2013–2014 гг. станут повышаться.

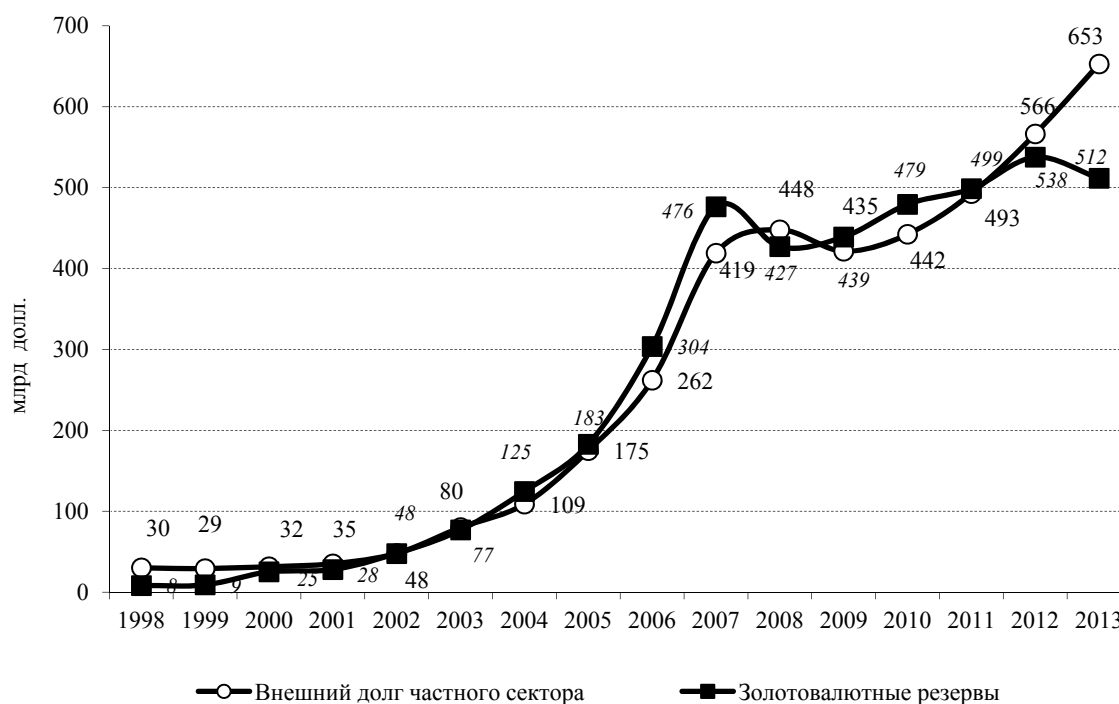


Источник: расчеты автора по данным Consensus Economics.

Рис. 51. Изменение значения консенсус-прогнозов аналитиков по росту ВВП на 2011 и 2012 гг.

3.7.3. Риски внешнего долга банков и нефинансового бизнеса

Внешний долг российских банков и нефинансовых компаний в 2013 г. вырос на 87 млрд долл., или на 15,4%, все сильнее превышая стоимость золотовалютного резерва Российской Федерации (рис. 52). Его объем составил 653 млрд долл. по сравнению с 512 млрд долл. ЗВР. С одной стороны, опережающий рост внешних заимствований бизнеса может рассматриваться как позитивная тенденция активного привлечения им средств, необходимых для экономического роста и развития. С другой стороны, накопление внешней задолженности бизнеса в размерах, существенно превышающих ЗВР, снижает возможности государства по поддержке бизнеса в случае кризиса и падения стоимости активов. Кроме того, более дешевые заимствования на зарубежных рынках по сравнению с внутренним рынком возрождают СТ, что в итоге при повышенном уровне инфляции ограничивает возможности развития внутренних институциональных инвесторов и возможности инвестирования ими активов под реальную ставку процента.

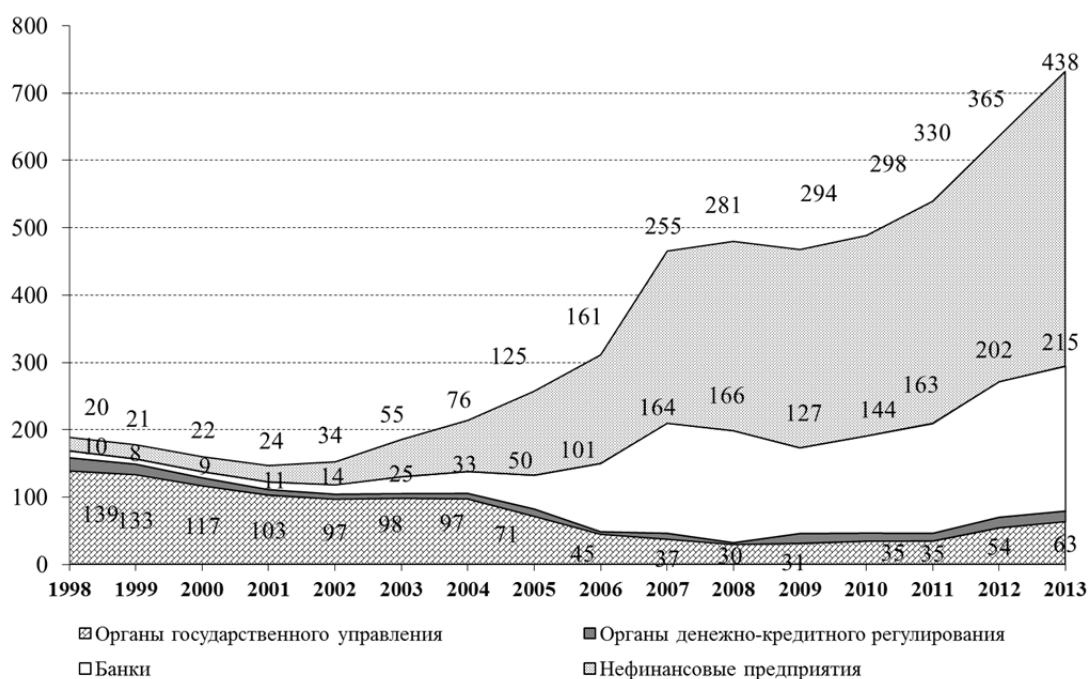


Источник: расчеты автора по данным платежного баланса за ряд лет.

Рис. 52. Рост долгов частного сектора и финансового излишка государства

На рис. 53 данные о внешней задолженности приводятся отдельно по банкам и небанковским компаниям. Внешний долг банков увеличился с 202 млрд долл. в 2012 г. до 215 млрд долл. в 2013 г., или на 6,4%.

Долг небанковских компаний вырос с 365 млрд долл. в 2012 г. до 438 млрд долл. в 2013 г., или на 20,0%. Как и в предшествующем году, в 2013 г. внешний долг частного сектора вырос вопреки значительному чистому оттоку капитала из России. Отток капитала из России связан с комплексом факторов, включая слабость институциональной среды, замедление роста и ожидания девальвации рубля.



Источник: по данным платежного баланса за ряд лет.

Рис. 53. Внешний долг Российской Федерации в 1998–2012 гг., млрд долл.

3.7.4. Риски спекулятивной стратегии carry trading

В 2012 г. и в начале 2013 г. на финансовом рынке появилась масса проявлений возрождения стратегии СТ, которые уже приводили Россию к банковским кризисам 1998 и 2008 гг. Через счета международных расчетно-клиринговых систем созданы технологические возможности для притока спекулятивного иностранного капитала, снижены НОР, ограничивавшие заимствования банками средств у нерезидентов. Опережающими темпами растет внешний долг банковского сектора, банковский сектор все более активно прибегает к использованию финансового рычага (левереджа) для наращивания кредитного портфеля.

Чем опасны стратегия carry trading и ее последствия? Выделим три момента: рост рисков кризиса ликвидности в банковской системе; угроза «проедания» золотовалютных резервов государства на поддержку неэффективного бизнеса; подавление внутренних стимулов населения к долгосрочным сбережениям с использованием рублевых облигаций.

В банковской системе она ведет к накоплению дисбаланса между валютными активами и обязательствами банков в виде существенного превышения стоимости валютных обязательств над валютными активами. Это является основным фактором риска кризиса ликвидности банковской системы. Вовлеченность банков из развивающихся стран в carry trading в целях фондирования роста кредитования населения, по мнению экспертов МВФ, является одним из основных рисков финансовых рынков в этих странах¹.

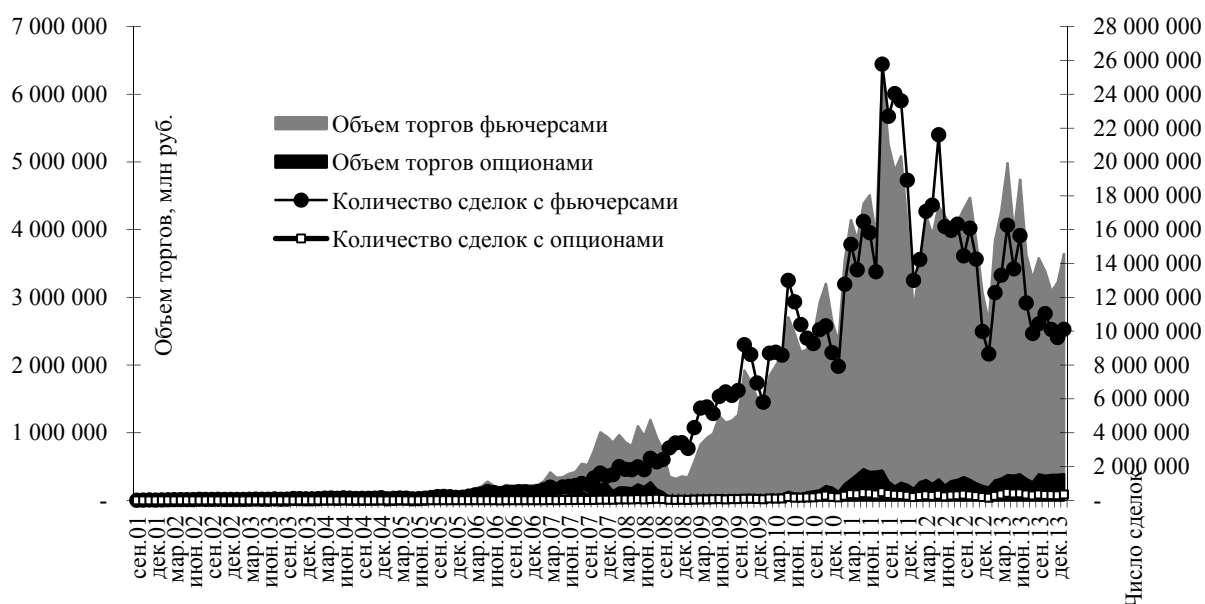
¹ IMF. Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies. September 2007. P. 22–25.

3.7.5. Операционные риски фондового и срочного рынков

Характерной чертой фондового рынка акций последних лет является опережающий рост объемов торгов по сравнению с активами участников рынка и их клиентов. Растет популярность высокочастотной торговли. Ежегодные конкурсы бирж за звание лучшего частного инвестора, по существу, превратились в скрытую рекламу высокочастотной торговли. Эпизодически публикуемые в СМИ данные о клиентских операциях позволяют предполагать, что у крупных брокерских компаний частный клиент в среднем в два-три дня полностью обновляет свой портфель¹.

Повышенная торговая активность часто не только вредит инвестиционным результатам основной массы частных инвесторов, но и создает повышенные операционные риски для торговых систем. Каждый год биржа все активнее вовлекается в борьбу за возможность обработки все более растущего потока заявок, где ей противостоят около 700 участников, обладающих всеми необходимыми ресурсами для роста операционной активности. При этом влияние данной конкуренции на рост капитализации эмитентов, привлечение новых денег, улучшение результативности инвестирования вовсе не очевидны. Поэтому в предстоящие годы следует ожидать продолжения операционных проблем в инфраструктурных организациях, которые, возможно, поставят вопрос о необходимости разработки дальнейших мер, регулирующих высокочастотную торговлю.

Срочный рынок Forth вызывает опасения аналогичного порядка. Количество сделок и объемы торгов на нем растут быстрыми темпами (рис. 54), активы клиентов увеличиваются медленнее, информация о количестве участников данного рынка и об их операционной активности является непрозрачной.



Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 54. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке Московской биржи с 1.09.2001 г. по 31.01.2014 г.

¹ БКС строит планы // Ведомости. 22 июня 2010 г.

3.8. Проблемы регулирования и надзора в сфере финансовых рынков

Позитивным событием 2012 г. и начала 2013 г. стала разработка Минфином России в рамках программно-целевого принципа построения бюджета «Программы по развитию финансовых и страховых рынков, созданию международного финансового центра». Однако пока рано говорить об эффективности этих мер. Данная программа носит фрагментарный характер, из нее выпали такие секторы рынка, как пенсионные резервы и накопления, коллективные инвестиции, инвестиционные компании, налоговые меры стимулирования внутренних инвесторов, экспансия российского финансового бизнеса за рубеж. Из программы не ясна роль саморегулируемых организаций в развитии рынка, в числе ее исполнителей поименованы только ведомства. Не вполне понятно, кто будет реализовывать данную программу, написанную одним госорганом (Минфином) для другого (мегарегулятор). Не является полным и оптимальным набор количественных показателей программы, порядок их расчета. Например, включают ли показатели по объему биржевых торгов акциями только рыночные сделки или они рассчитываются и с учетом иных, нерыночных сделок (РЕПО, переговорные сделки и т.п.)? По итогам 2013 г. большинство ориентиров Государственной программы оказались невыполненными, что ставит вопрос о ее корректировке.

В соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 25.07.2013 г. № 645 с 1 сентября 2013 г. ФСФР России была упразднена, ее полномочия по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков переданы Банку России. Соответствующие изменения были закреплены Федеральным законом от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ. Для обеспечения исполнения Банком России функций по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков была образована Служба Банка России по финансовым рынкам (СФР).

Создание мегарегулятора в России лежит в русле глобальных изменений на мировых финансовых рынках. Данная мера может способствовать решению ключевых проблем развития внутреннего финансового рынка и формирования доверия к нему со стороны инвесторов; повышению квалификации персонала, ответственного за регулирование, надзор и развитие финансовых рынков. Повысится эффективность надзора за небанковскими финансовыми организациями по использованию опыта пруденциального надзора за банками. Создание мегарегулятора позволяет устранить дублирование одних и тех же функций у государственных органов исполнительной власти. Например, согласно новому распределению обязанностей положен конец ситуации распыления ответственности в сфере регулирования и надзора над негосударственными пенсионными фондами.

Финансовое регулирование включает пруденциальный надзор (prudential supervision) и надзор за предпринимательской деятельностью (business conduct supervision). Пруденциальный надзор призван обеспечить надежность и устойчивость финансовых институтов, уменьшить системные риски. Надзор за предпринимательской активностью, или регулирование, поддерживает функционирование конкурентных рынков и защищает права потребителей финансовых услуг.

Финансовое регулирование должно устанавливать баланс между разными задачами, которые решают пруденциальный надзор и регулирование. Чрезмерное усиление пруденциального надзора может подорвать конкуренцию; наоборот, дерегулирование нередко ослабляет устойчивость финансовых организаций. По оценкам ряда авторов, из-за чрезмерного повышения пруденциальных требований к институциональным инве-

сторам они начинают все больше ориентироваться на краткосрочные (short-termist) интересы¹. Это проявляется в сокращении сроков владения финансовыми активами и в повышении оборачиваемости инвестиционных портфелей, в уменьшении вложений в менее ликвидные и более рискованные активы, например, в инфраструктуру и венчурные проекты, в склонности портфельных управляющих к «стадному поведению». В подготовленной экспертами ЕС в рамках реализации «Стратегии развития Европы до 2020 г.» «Зеленой книге о долгосрочных источниках финансирования европейской экономики» поставлен вопрос о необходимости проводить мониторинг пруденциальных реформ, чтобы минимизировать негативные последствия для долгосрочных инвестиций². В частности, системы регулирования и надзора должны поддерживать конкуренцию между банками и институциональными инвесторами.

Очевидно, что оптимальной модели организации регулирования и надзора не существует. По уровню интеграции Всемирный банк разделяет системы пруденциального надзора на шесть категорий, а регулирования – на пять (табл. 17). По мере возрастания степени интеграции надзора и регулирования порядковый номер соответствующих моделей повышается.

Таблица 17

Классификация стран по степени интеграции регулирования и надзора

Пруденциальный надзор	Порядковый номер	Регулирование	Порядковый номер
Секторальный надзор: надзор за банками и небанками находится вне ЦБ	1	Отсутствие регулирования в области банковской деятельности ^а	1
Секторальный надзор: в ЦБ – только надзор за банками; остальной надзор – вне ЦБ	2	Регулирование осуществляет не орган пруденциального надзора ^б	2
Частично интегрированный надзор вне ЦБ	3	Секторальное регулирование ^а	3
Частично интегрированный надзор в ЦБ	4	Регулятор – орган, осуществляющий интегрированный надзор	4
FSA – интегрированный пруденциальный надзор вне ЦБ	5	Twin Peaks (двойные вершины) – интегрированное регулирование в специализированном органе, не являющемся органом надзора	5
Интегрированный пруденциальный надзор осуществляет ЦБ	6		

Примечание. Данная классификация не включает регулирование и надзор над пенсионными фондами и планами.

^а Предполагается, что отсутствует орган, уполномоченный осуществлять регулирование, включая обеспечение конкуренции и защиту прав потребителей, прежде всего в банковском секторе. При этом определенными регулирующими функциями могут быть наделены ведомства в сфере фондовых рынков и страховой деятельности.

^б Фрагментарное регулирование рынка, когда в стране создана организация, наделенная функциями защиты прав потребителей финансовых услуг, включая клиентов банков.

^в Для разных видов финансовой деятельности назначен «свой» орган пруденциального надзора, который одновременно уполномочен осуществлять регулирование.

Источник: World Bank, 2013.

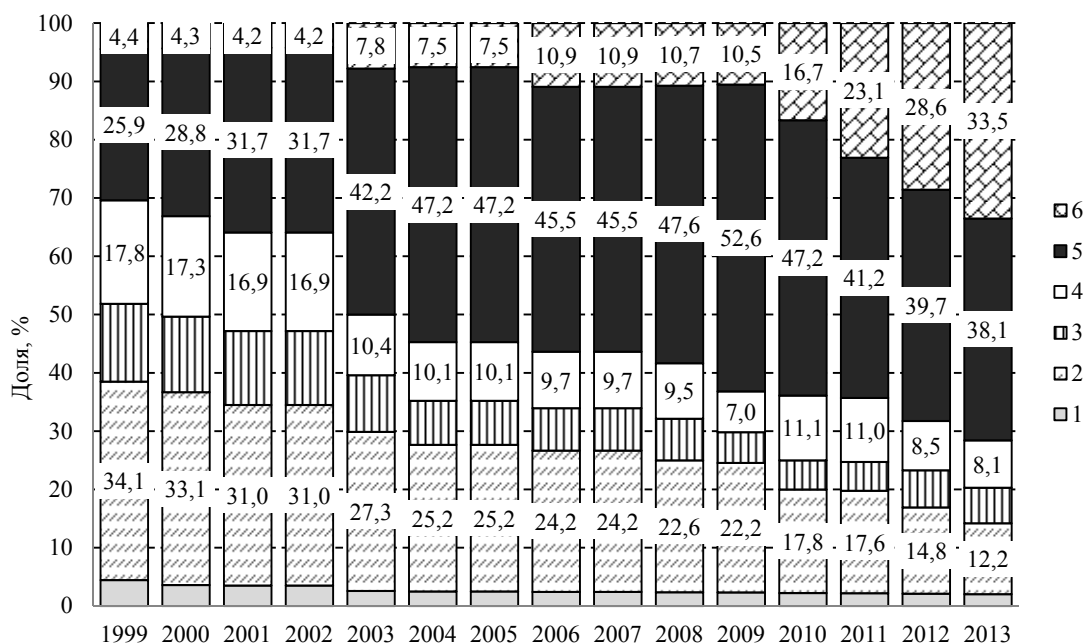
Мы использовали данную классификацию для выборки из 50 стран за 1999–2013 гг.³ До кризиса 2008 г. наблюдалась тенденция к росту числа стран, использующих более

¹ Croce R. D., Stewart F., Yermo J. Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies // OECD Journal: Financial Market Trends. 2011. Vol. 2011. No. 1.

² European Commission. Green Paper. Long-Term Financing of the European Economy. Brussels, 2013. 25.3.

³ Выборка была составлена по данным Всемирного банка за 1999–2010 гг. (<http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>) и по собственным данным за 2011–2013 гг. на основе анализа информации о регулирующих органах 50 стран. Более полно результаты данного исследования см. в статье:

интегрированные модели пруденциального надзора (рис. 55). Доля стран с полностью интегрированным надзором в центральном банке (группа 6) выросла с 4,4% в 1999 г. до 10,7% в 2008 г., вне ЦБ (группа 5) – с 25,9 до 47,6%. После кризиса доля стран шестой группы продолжала расти, достигнув 33,5% в 2013 г., а стран пятой группы уменьшилась до 38,1%. Следовательно, кризис не вызвал разочарования в самой идее интегрированного пруденциального надзора, однако во многих странах возобладало мнение, что центральные банки лучше подготовлены к его осуществлению, чем другие органы.



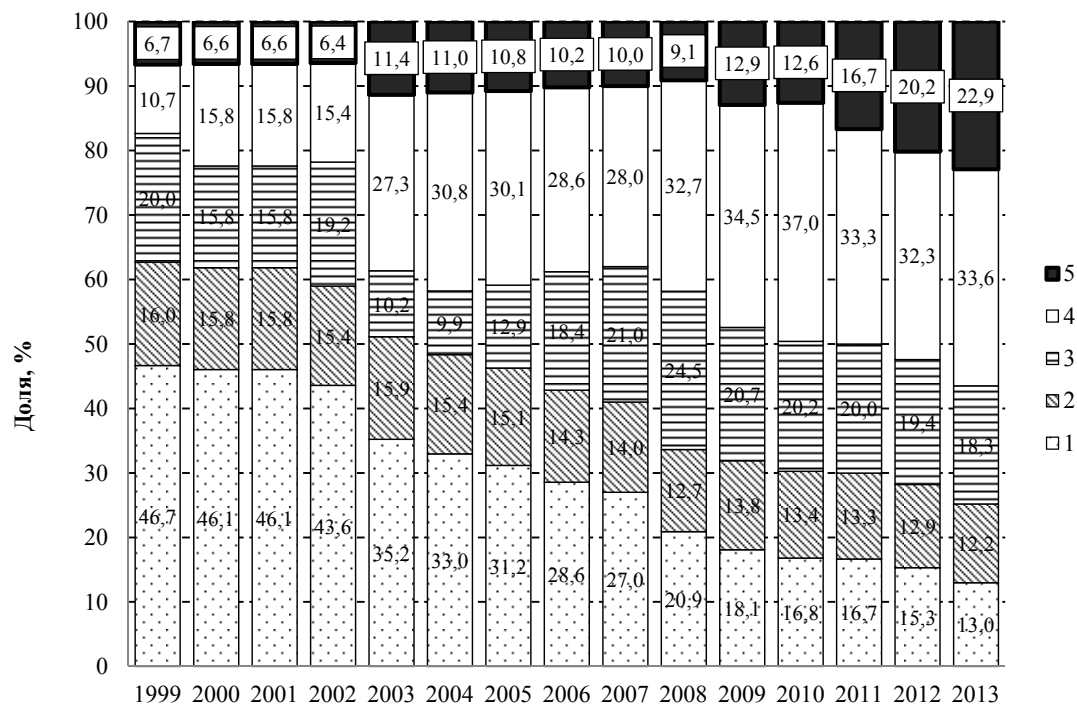
Примечание. Обозначения в легенде показывают модели пруденциального надзора согласно их нумерации в табл. 17. С возрастанием порядкового номера повышается степень интеграции пруденциального надзора.

Источник: рассчитано по данным А. Абрамова, А. Радыгина и М. Черновой.

Рис. 55. Структура стран с разными моделями пруденциального надзора в 1999–2013 гг.

Как показано на рис. 56, до кризиса наиболее высокими темпами росла доля стран, в которых регулятором выступало ведомство, осуществляющее интегрированный пруденциальный надзор (группа 4). Она увеличилась с 10,7% в 1999 г. до 32,7% в 2008 г. Страны, где регулирование и надзор сосредоточены в одном ведомстве, составили самую массовую группу в выборке из 50 стран. За тот же период доля стран, применяющих подход Twin Peaks (группа 5), росла умеренными темпами – с 6,7% в 1999 г. до 9,1% в 2008 г. В 2008 г. его применяли лишь Австралия и Нидерланды. После кризиса 2008 г. в регулировании произошли существенные изменения. Доля стран, использующих подход Twin Peaks, к 2013 г. выросла до 22,9%. Рост доли стран четвертой группы резко замедлился, в 2013 г. она составила 33,6%. Параллельно с возложением интегрированного пруденциального надзора на центральные банки страны стали активно переходить к Twin Peaks, передавая функцию регулирования независимым от ЦБ ведом-

ствам. Цель заключалась в том, чтобы создание интегрированного надзора не препятствовало конкуренции, развитию всех финансовых организаций и комплексной защите прав потребителей финансовых услуг. К 2013 г. полностью или частично завершили переход к Twin Peaks Финляндия, Бельгия, Новая Зеландия и Великобритания. В США, ЮАР, Мексике и других странах переход к Twin Peaks до сих пор обсуждается.



Примечание. Обозначения в легенде показывают модели пруденциального надзора согласно их нумерации в табл. 17. С возрастанием порядкового номера повышается степень интеграции пруденциального надзора.

Источник: рассчитано по данным А. Абрамова, А. Радыгина и М. Черновой.

Рис. 56. Структура стран с разными моделями регулирования в 1999–2013 гг. (в %)

На основании указанной выборки было рассмотрено воздействие 18 макроэкономических и финансовых показателей на выбор страной той или иной модели интеграции пруденциального надзора и регулирования, а также оценена вероятность выбора Россией той или иной модели финансового регулирования.

Таблица 18

Факторы, влияющие на решения о выборе модели регулирования и надзора

Факторы
Численность населения, доля в населении 50 стран, %
Доход на душу населения в постоянных долларах 2005 г.
Экспорт товаров и услуг, % ВВП
Индекс эффективности государства
Количество зарегистрированных компаний в листинге на 10 000 человек
Концентрация активов 5 крупнейших банков, %
Банковские депозиты, % ВВП
Депонированные денежные средства в числе банковских активов, % ВВП
Z-score

Окончание таблицы 18

Факторы
Активы пенсионных фондов, % ВВП
Активы взаимных фондов, % ВВП
Премии страхования жизни, % ВВП
Стоимость внутренних частных долговых ценных бумаг в обращении, % ВВП
Достаточность капитала депозитных учреждений, %
Капитализация рынка ценных бумаг, % ВВП
Общий объем торгуемых ценных бумаг, % ВВП
Индекс качества регулирования
Норма сбережения, %

При прогнозировании вероятности попадания России в каждую группу стран с разными моделями пруденциального надзора наибольшая вероятность выявлена для второй группы (см. табл. 17, рис. 57), что соответствует историческим данным, имевшим место до 1 сентября 2013 г. При этом попадание в шестую группу с максимальной интеграцией надзора в ЦБ имеет наименьшую, практически нулевую, вероятность. Однако фактически с 1 сентября 2013 г. Россия перешла именно к модели мегарегулятора на базе Банка России.

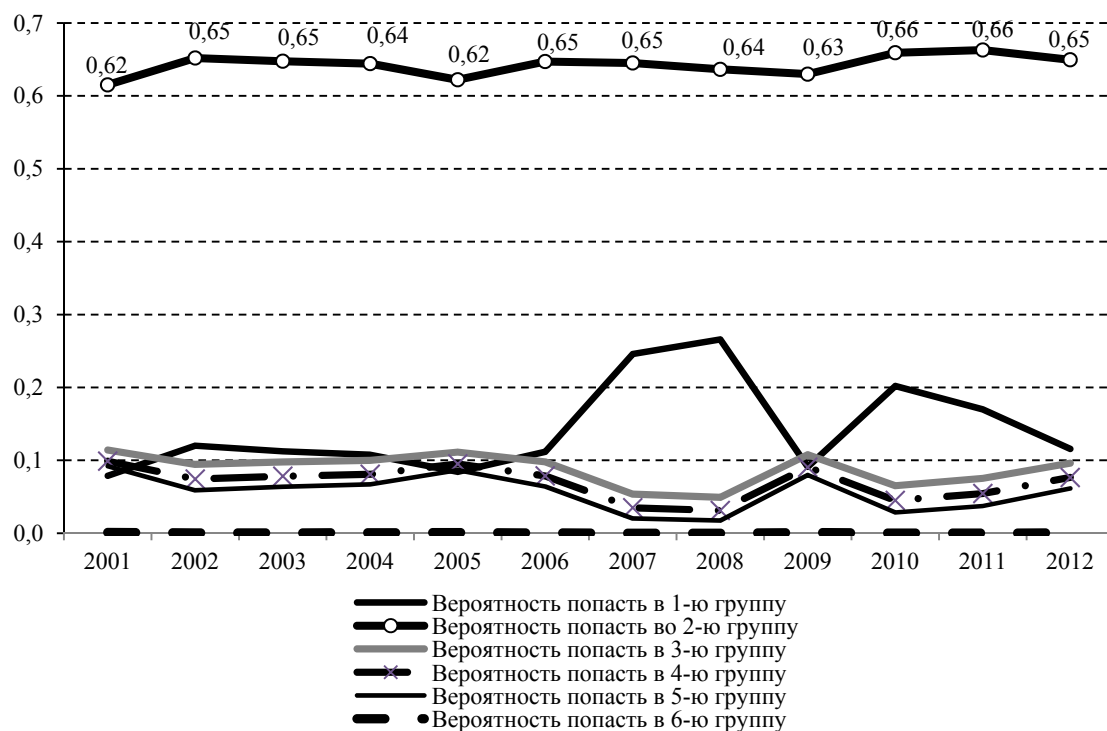


Рис. 57. Предсказанная вероятность принадлежности России к каждой группе в соответствии с классификацией пруденциального надзора

При прогнозировании вероятности попадания России в каждую группу стран с разными моделями регулирования выявлена наибольшая вероятность для первой группы (табл. 17). Это отвечает историческим данным за 1999–2012 гг. Вероятность войти в четвертую группу выросла незначительно и осталась близкой к нулю, что говорит о несоответствии показателей России ее параметрам на протяжении всего периода. Однако в 2013 г. Россия переместилась именно в эту группу, предполагающую концен-

трацию функций по регулированию в органе, осуществляющем консолидированный пруденциальный надзор (рис. 58).

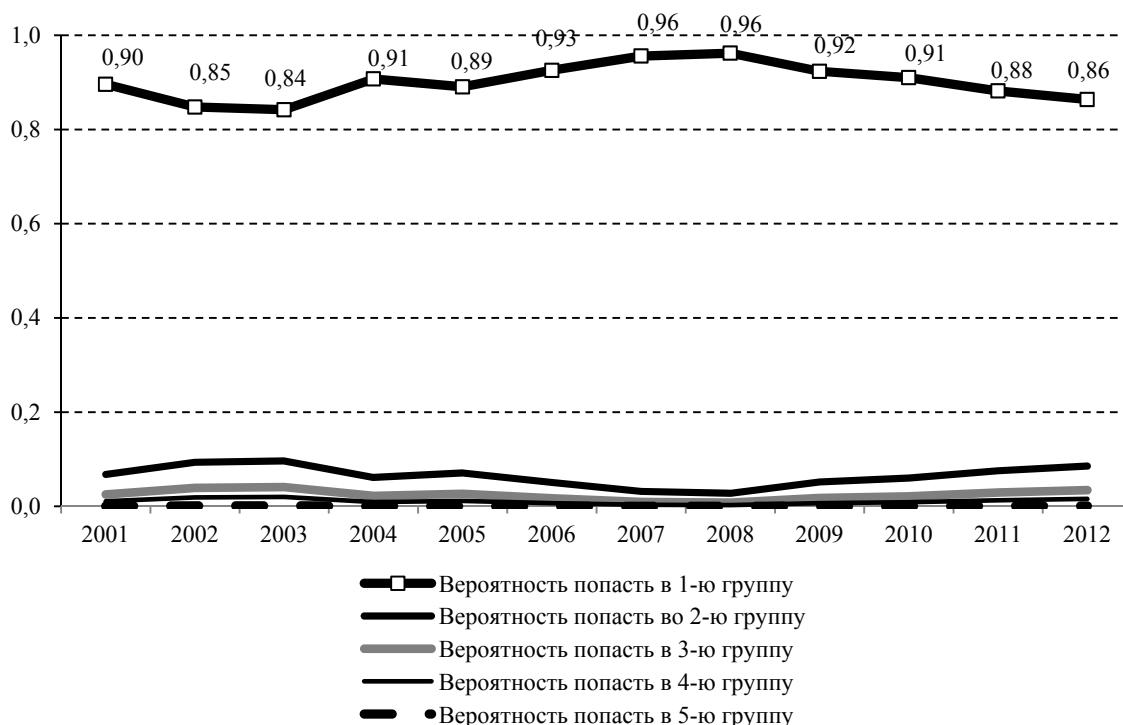
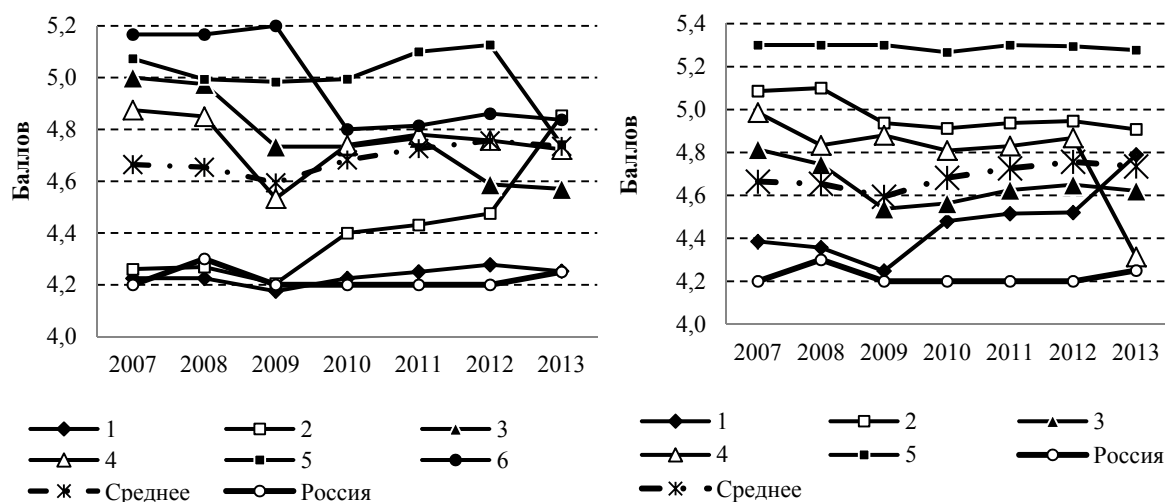


Рис. 58. Предсказанная вероятность принадлежности России к каждой группе в соответствии с классификацией регулирования

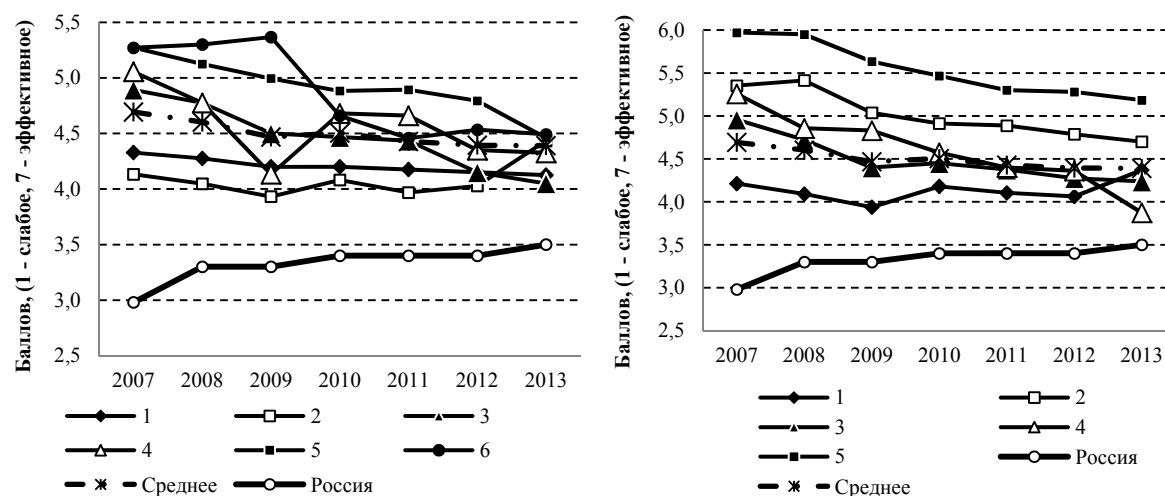
Хотя страны с более интегрированными моделями надзора и отчасти регулирования нередко занимают более высокие места в рейтингах конкурентоспособности и эффективности государственного управления, страны с наименее консолидированным надзором и регулированием в последние годы также демонстрируют позитивную динамику по указанным критериям. По итогам 2013 г. лучший средний результат в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (ВЭФ) имели страны с секторальной моделью надзора (группа 2), из которой Россия вышла (рис. 59). В сфере регулирования страны из второй группы лишь немного уступили странам с Twin Peaks. При этом средние показатели оценки конкурентоспособности стран четвертой группы, в которую вошла Россия в 2013 г., были существенно хуже средних результатов стран с наименее интегрированным регулированием, т.е. группы стран, из которой Россия выбыла в прошлом году.



Источник: данные автора.

Рис. 59. Итоговая оценка по рейтингу глобальной конкурентоспособности ВЭФ (слева – модели пруденциального надзора, справа – регулирования)

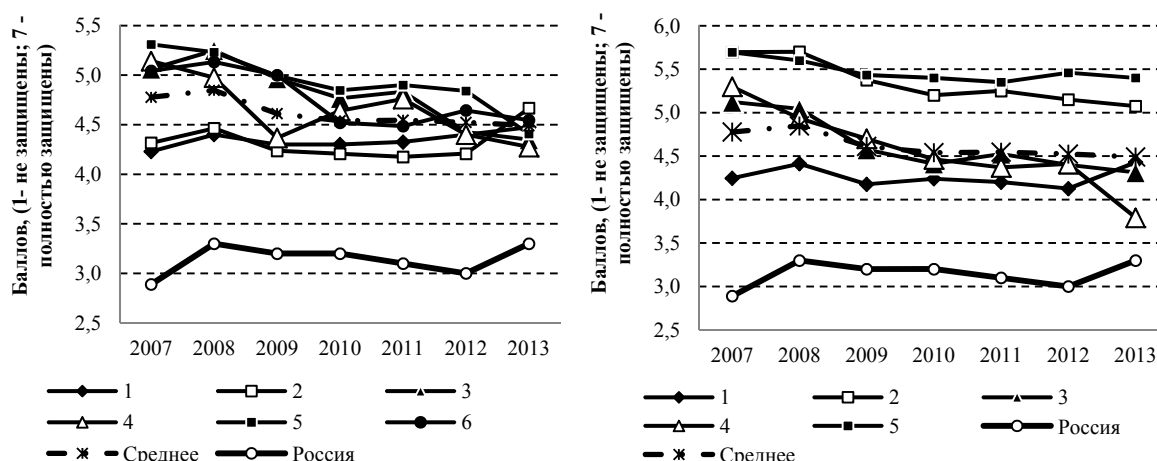
Наряду со странами с наиболее консолидированным надзором и регулированием экономики страны из 2-й группы надзора и регулирования также достигли наилучших результатов в сфере антимонопольного регулирования (рис. 60).



Источник: Всемирный банк: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development> и данные автора за 2011–2013 гг. на основе анализа интернет-ресурсов регулирующих органов 50 стран.

Рис. 60. Эффективность антимонопольного регулирования по рейтингу глобальной конкурентоспособности ВЭФ (слева – модели пруденциального надзора, справа – регулирования)

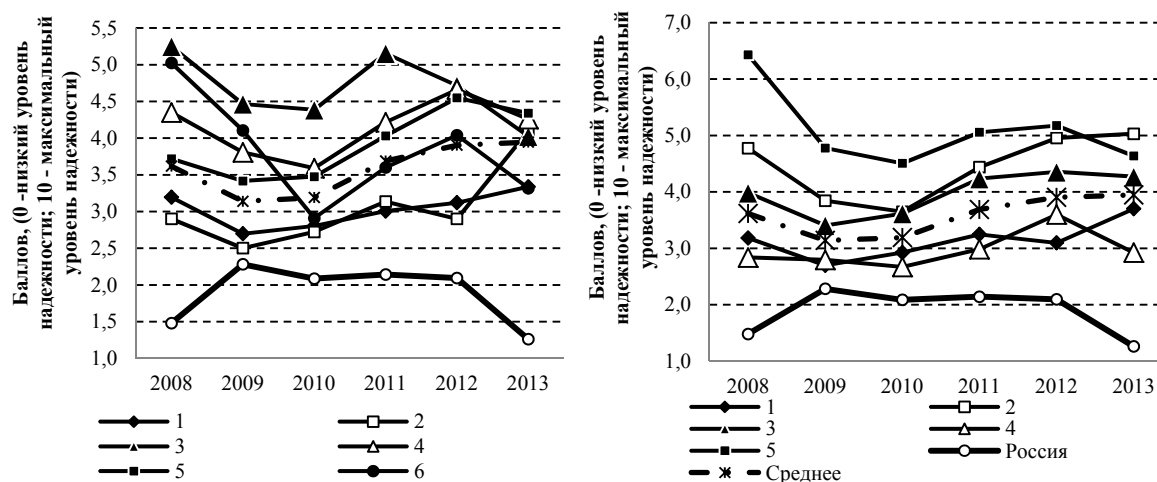
По защите прав миноритарных инвесторов показатели по 2-й группе стран в системах надзора являются лучшими, в странах с разными моделями регулирования 2-я группа стран уступает только группе с Twin Peaks (рис. 61).



Источник: расчеты автора по данным Всемирного банка.

Рис. 61. Защита прав миноритарных акционеров по рейтингу глобальной конкурентоспособности ВЭФ (слева – модели пруденциального надзора, справа – регулирования)

Наконец, тенденция достижения высоких показателей конкурентоспособности странами с низким и умеренным уровнями консолидации систем пруденциального надзора и регулирования в сравнении со странами с наиболее интегрированными моделями хорошо видна и на примере индикаторов надежности пенсионных систем в рейтингах Швейцарской бизнес-школы IMD (рис. 62).



Источник: расчеты автора по данным WCY IMD (Швейцария).

Рис. 62. Оценка надежности пенсионной системы по рейтингу WCY бизнес-школы IMD (Швейцария) (слева – модели пруденциального надзора, справа – регулирования)

Результаты проведенного анализа позволяют предположить, что Россия более близка к секторальной модели пруденциального надзора и относительно простой модели регулирования, согласно которой регулирование небанковских финансовых организаций осуществляют разные органы, а специальный регулятор в сфере конкуренции банков и защиты прав потребителей банковских услуг отсутствует. Это, конечно, не означает,

что избранная в России с конца 2013 г. модель мегарегулятора на базе Банка России некорректная. Однако необходимо уделять особое внимание вопросам эффективности регулирующей функции, предполагающей создание условий для справедливой конкуренции между всеми участниками финансового рынка и защиты прав потребителей финансовых услуг. В условиях максимальной консолидации регулирования и надзора при незрелых институтах по разрешению конфликтов интересов в сложное положение могут попасть, например, институциональные инвесторы, уровень развития которых в России существенно ниже, чем коммерческих банков. В свою очередь, регулятивно-институциональные барьеры для ускоренного развития институциональных инвесторов обуславливают дефицит источников «длинных» денег.

Современные финансовые системы характеризуются усилением интеграции моделей регулирования и пруденциального надзора, формированием оптимального баланса между стабильностью финансовых систем и поддержанием справедливой конкуренции между ее участниками. Степень интеграции указанных моделей во многом предопределяется уровнем развития экономики и финансовой системы, а также эффективностью государственного управления. Создание на российском финансовом рынке в 2013 г. мегарегулятора на базе Банка России предполагает переход к высшему уровню интеграции регулирования и надзора без учета особенностей экономического и финансового развития страны. Это создает повышенные риски как избыточного административного давления на еще недостаточно развитые небанковские финансовые организации, так и ослабления конкурентной среды. Решение названных проблем требует больших усилий со стороны государственных ведомств и участников финансового рынка.

3.9. Российский банковский сектор

3.9.1. Основные тенденции

2013 год для банковской системы ознаменовался замедлением развития практически по всем направлениям. Прошлогодний прогноз¹, предполагавший снижение темпов роста основных параметров банковского сектора, оправдался. Совокупные активы банковского сектора выросли на 16% (прошлогодний прогноз – 15–17%), кредиты юридическим лицам – на 13% (прогноз – 12–15%), физическим лицам – на 28% (прогноз – 25–30%) (рис. 63).

Формирование ресурсной базы банковского сектора в 2013 г. в большей степени опиралось на средства населения и на кредиты Банка России, чем годом ранее. Средства частных клиентов обеспечили треть прироста ресурсов банковского сектора по сравнению с 28% годом ранее, а средства регулятора – 24% вместо 18%. Также заметно возросла роль корпоративного сектора в формировании банковских пассивов, их вклад возрос с 14 до 22%. Одновременно практически прекратился приток зарубежных ссуд и займов в банковский сектор. Иностранные пассивы обеспечили лишь 3% ресурсов банковского сектора (рис. 64).

¹ См. обзор: Российская экономика в 2012 году. Тенденции и перспективы. Вып. 34. М.: ИЭП им. Е.Т. Гайдара, 2013.

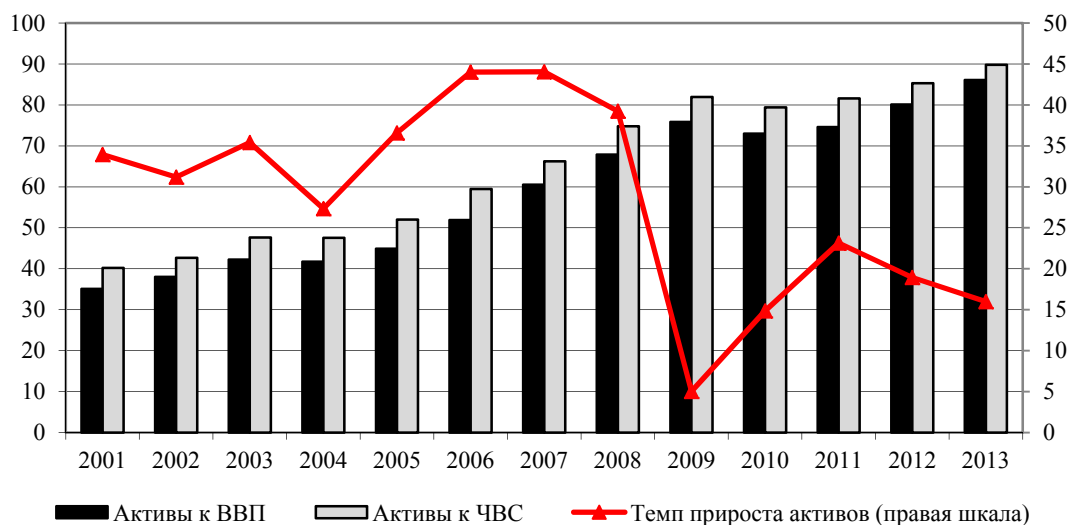


Рис. 63. Темп прироста банковских активов и их отношение к ВВП и чистому внутреннему спросу¹, %

В сфере кредитования продолжилась прошлогодняя тенденция замещения кредитования корпоративных заемщиков розничным кредитованием. В результате в 2013 г. впервые прирост кредитов населению превысил в абсолютном выражении объем прирост кредитов корпоративным заемщикам. В кредиты физическим лицам было направлено 31% банковских финансовых ресурсов, а на кредиты предприятиям – 29% (рис. 65).

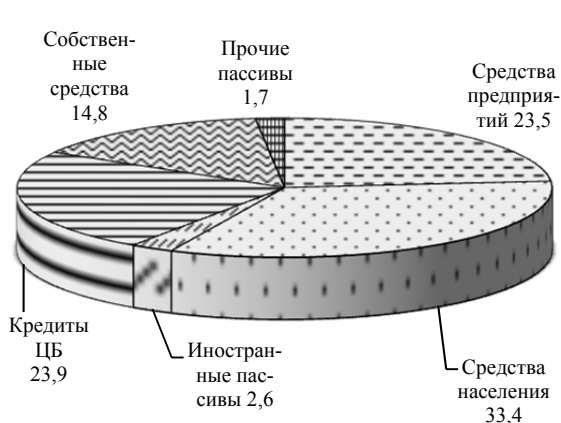


Рис. 64. Структура формирования ресурсов банковского сектора (рост пассивов и сокращение активов) в 2013 г., % к итогу

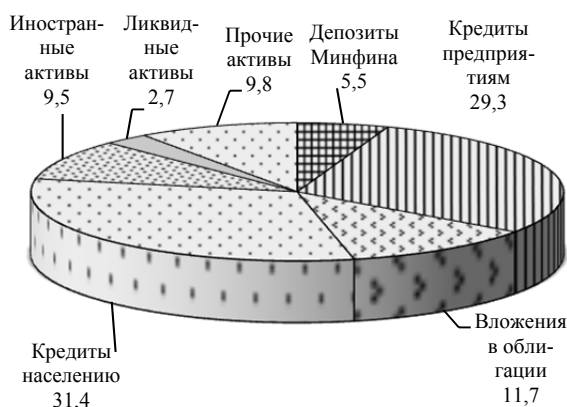


Рис. 65. Структура использования ресурсов банковского сектора (рост активов и сокращение пассивов) в 2013 г., % к итогу

¹ Чистый внутренний спрос (ЧВС) рассчитывается как ВВП без чистого экспорта и представляет собой оценку внутреннего потребления в экономике.

3.9.2. Банки и домашние хозяйства

В отношениях банков и населения в 2013 г. преобладали следующие основные тенденции, во многом являющиеся продолжением прошлых лет:

- 1) продолжился рост зависимости потребления домашних хозяйств от банковского кредитования;
- 2) нагрузка по обслуживанию банковской задолженности на располагаемые доходы домашних хозяйств продолжила увеличиваться;
- 3) в конце 2013 г. произошло резкое замедление роста вкладов с одновременным их перераспределением в пользу государственных банков.

Рост кредитной зависимости населения

Темпы роста розничного сегмента банковского кредитования в 2013 г. после рекордных (за посткризисный период) уровней 2012 г. пошли на спад (рис. 66). Быстрее всего, как в предшествующие годы, рос объем задолженности населения по потребительским кредитам, в 2013 г. темп их прироста составил 31,3%, задолженность по ссудам на покупку жилья, включая ипотечные кредиты, выросла за год на 29,8%, по автокредитам – на 22,3%.

Объем вновь выданных кредитов населению увеличился в 2013 г. на 21,5% и составил в целом за год 8,8 трлн руб., из которых 1,4 трлн пришлось на кредиты на покупку жилья, а 7,4 трлн – прочие (потребительские кредиты, включая автокредиты). Соотношение выданных потребительских кредитов и потребительских расходов домашних хозяйств выросло с 21,7% в 2012 г. до 23,5% в 2013 г. Это означает, что почти каждый 4-й рубль, потраченный на покупку товаров и услуг, был получен в кредит от российских банков.

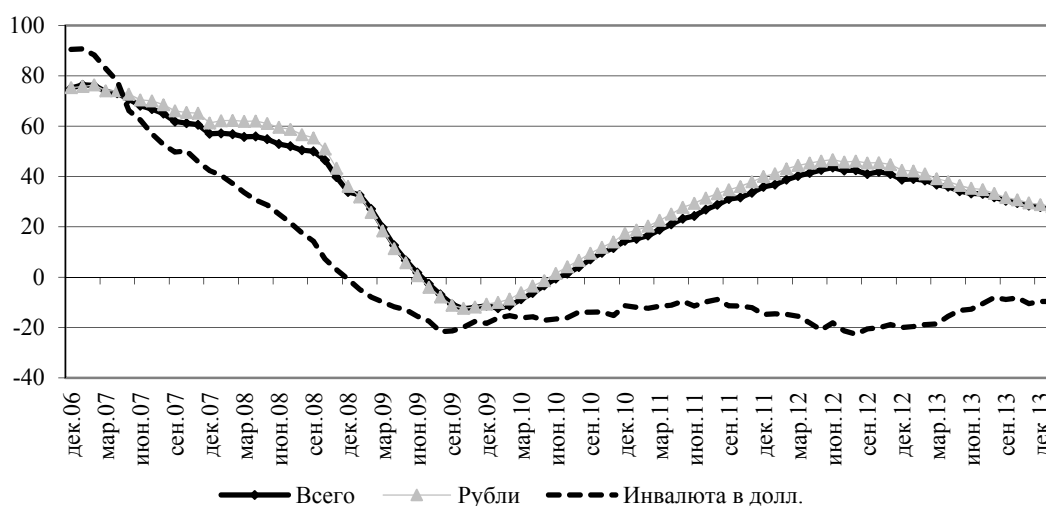


Рис. 66. Темп прироста кредитов населению за 12 месяцев, %

Наибольшую озабоченность с точки зрения рисков неплатежеспособности заемщиков, а следовательно, и устойчивости банков, вызывают не сами по себе темпы роста кредитного портфеля – до кризиса кредиты росли быстрее, а возросший уровень долговой нагрузки на доходы и активы домашних хозяйств. Так, отношение совокупной за-

долженности по банковским кредитам к доходам домашних хозяйств уже превысило кризисный максимум (17,8% в сентябре 2008 г.), достигнув по итогам года 24,7%.

Текущая нагрузка на располагаемые доходы домашних хозяйств по обслуживанию банковской задолженности (сумма обязательных выплат по основному долгу плюс процентные платежи) продолжала увеличиваться. Так, если в 2012 г. население должно было выплатить банкам 9,5% своих располагаемых доходов, то в 2013 г. – уже 11,3%.

Норма сбережения домохозяйств

Темпы роста депозитной базы оставались стабильными практически два года. Еще по итогам октября 2013 г. годовой темп прироста средств населения в банках находился вблизи отметки в 20%. Однако уже по итогам 2013 г. вклады частных клиентов выросли лишь на 17%, а в январе 2014 г. замедление продолжилось.

Основным фактором роста недоверия населения к банкам стала, как ни странно, политика Банка России по наведению порядка в банковском секторе. С лета 2013 г. были отозваны лицензии у ряда банков, включая достаточно крупные Мастер-банк и Инвест-банк, которые по размерам активов входили в 100 крупнейших банков. Всего Банк России в 2013 г. отозвал лицензии у 32 банков, по отношению еще к двум была введена процедура санации. 26 банков из этого числа обладали лицензией на работу с частными лицами, вклады в этих банках подлежали возмещению через механизм АСВ (Агентство по страхованию вкладов). В банках, лишившихся лицензии в 2013 г., было размещено средств частных вкладчиков более чем на 170 млрд руб., ответственность АСВ по этим страховым случаям составила 125 млрд руб. (рис. 67).

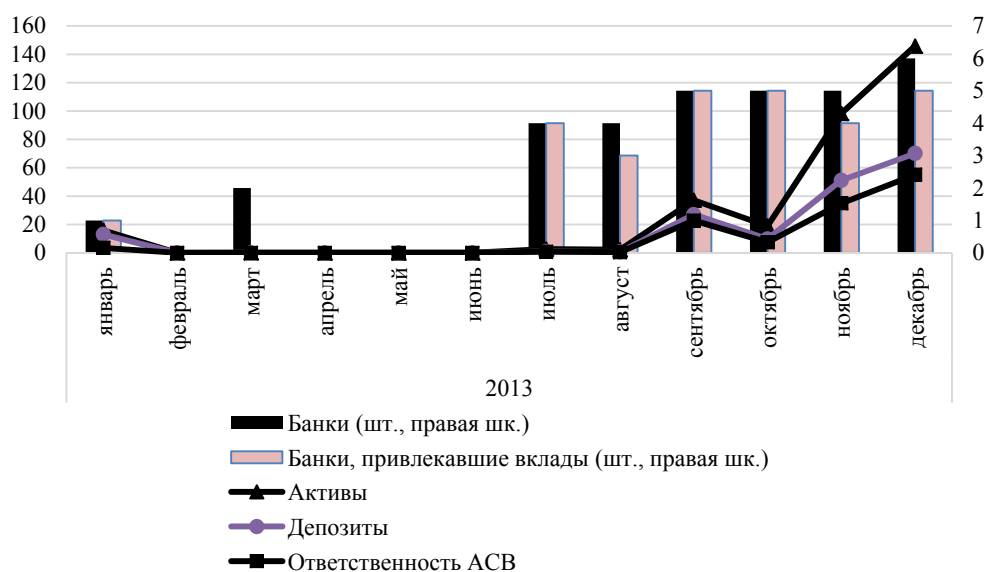


Рис. 67. Некоторые показатели банков, у которых в 2013 г. была отозвана лицензия

Это вызвало, во-первых, общее замедление притока средств населения в банки, а во-вторых, переток из мелких и средних в крупные, в первую очередь в государственные, банки. Банковские сбережения населения в ноябре – декабре 2013 г. увеличились на 5,2% (820 млрд руб.), притом что годом ранее, в ноябре – декабре 2012 г., прирост

вкладов составил 8,3% (1088 млрд руб.) (рис. 68). В то же время темп прироста депозитов в 30 крупнейших банках почти не изменился (8,6% за ноябрь – декабрь 2013 г. против 8,9% за ноябрь – декабрь в 2012 г.), а темп прироста депозитов в госбанках с учетом Сбербанка ускорился с 8,7% в конце 2012 г. до 10,9% в конце 2013 г. В средних и мелких банках за ноябрь – декабрь 2013 г. средства населения сократились на 208 млрд руб. (5,3%), против роста на 214 млрд руб. (6,5%) за аналогичный период 2012 г.

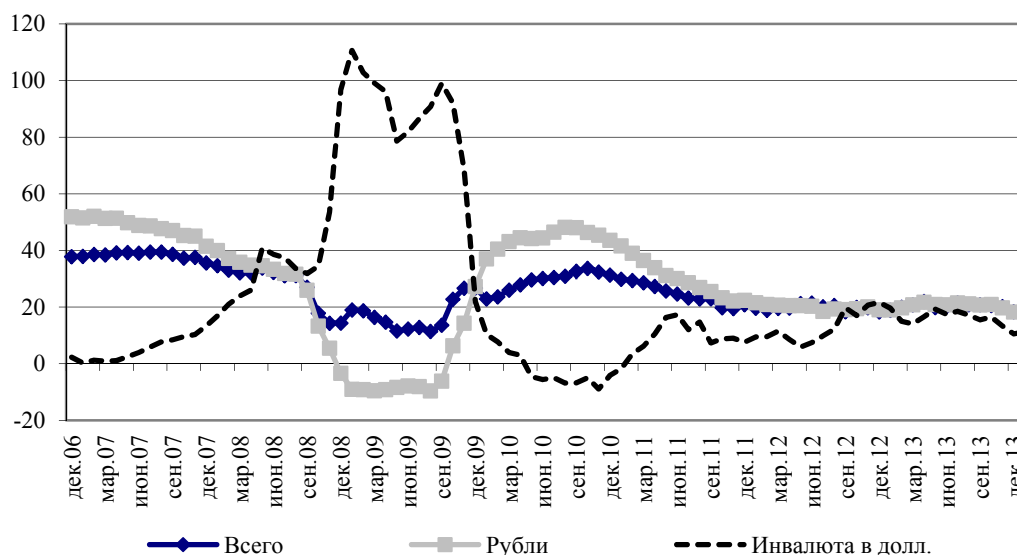


Рис. 68. Темп прироста депозитов населения за 12 месяцев, %

3.9.3. Банки и корпоративный сектор

В отношениях банков и корпоративных клиентов в 2013 г. прослеживались следующие тенденции:

- 1) замедление темпов роста кредитования предприятий и организаций;
- 2) увеличение темпов роста остатков на счетах корпоративных клиентов;
- 3) увеличение «неработающих» активов корпоративного сектора.

Рост задолженности предприятий и организаций перед банками по ссудам и займам в 2013 г. замедлился. После 16%-ного роста в 2012 г. в 2013 г. темпы прироста корпоративного сегмента кредитного рынка сократились до 13% (рис. 69). Более того, по номинальному объему прироста задолженности в 2013 г. розничный сегмент обогнал корпоративный: задолженность предприятий увеличилась на 2,4 трлн, а физических лиц – на 2,5 трлн руб.

Качество кредитной задолженности корпоративных клиентов в течение года тем не менее постепенно улучшалось. Объем резервов на возможные потери вырос всего на 2,9%, а величина просроченной задолженности за год сократилась на 0,4%. В результате за год сократились и доля просроченной задолженности (с 4,6 до 4,1%) в общей задолженности, и отношение резервов к ссудной задолженности (с 7,5 до 6,8%). В то же время эти формальные показатели качества кредитной задолженности корпоративных клиентов до сих пор остаются заметно выше докризисных минимумов, когда доля просроченной задолженности не превышала 1% общей задолженности, а объем резервов составлял около 3% общего объема кредитов.

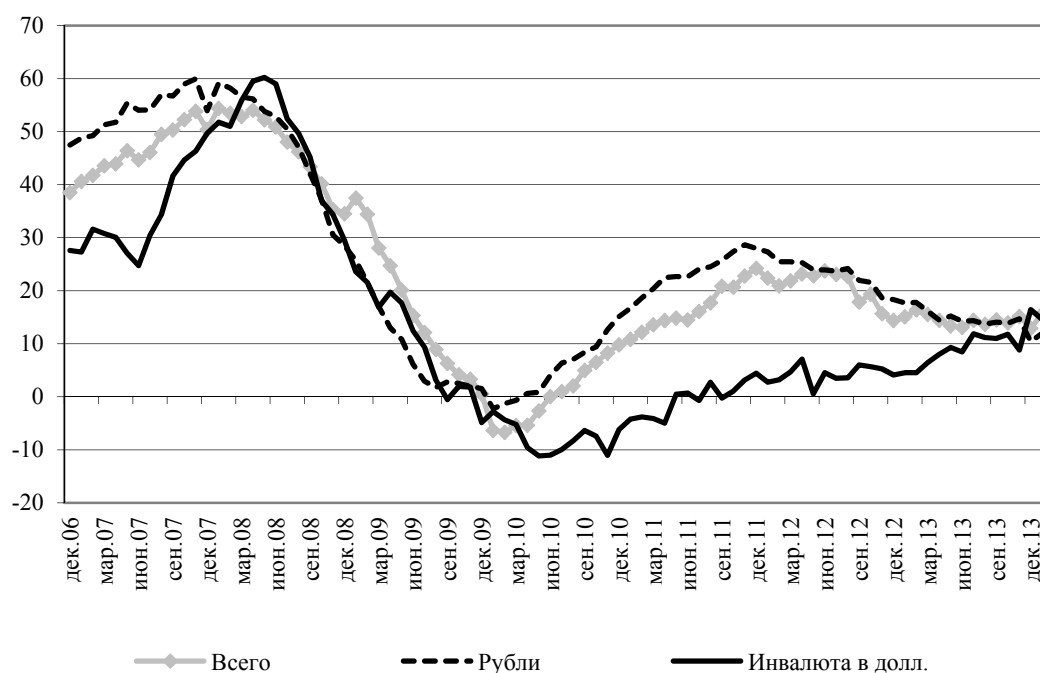


Рис. 69. Темп прироста кредитов предприятиям за 12 месяцев, %

Интенсивность притока средств корпораций на банковские счета и депозиты в 2013 г. оживилась (рис. 70). После провала до 10% в 2012 г. в 2013 г. объем средств корпоративных клиентов увеличился на 16%. В абсолютном выражении годовой приток средств предприятий в банке увеличился в 1,5 раза – с 1,07 трлн в 2012 г. до 1,62 трлн руб. в 2013 г.

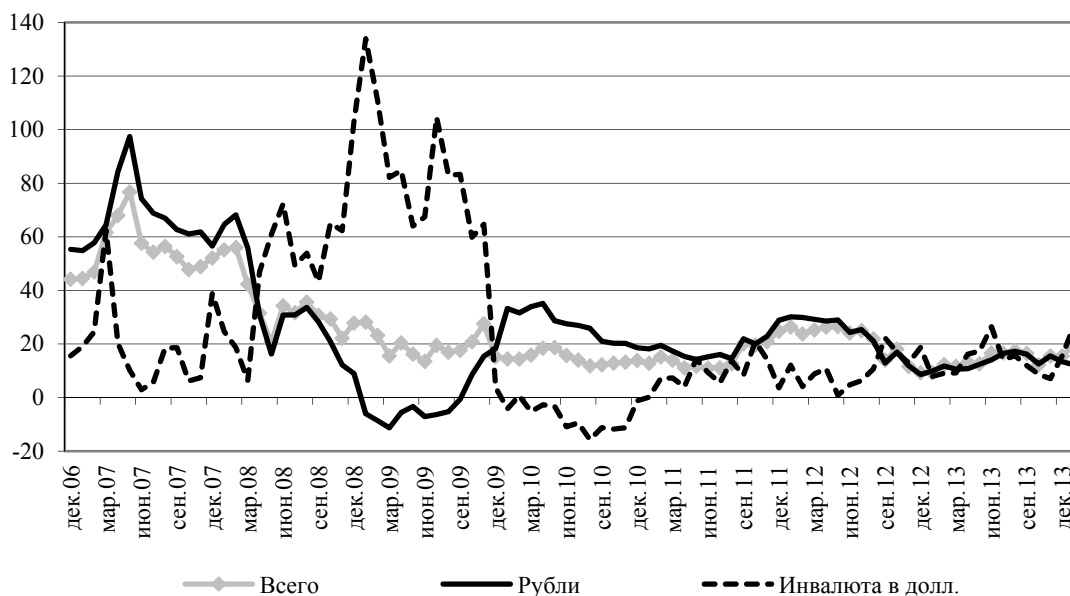


Рис. 70. Темп прироста средств предприятий за 12 месяцев, %

При этом в общем объеме средств корпораций в банковском секторе сохранилось преобладание средств на срочных депозитах, представляющих собой «неработающие» активы корпоративного сектора, выведенные из текущего экономического оборота. На протяжении всего года их доля в общем объеме средств корпоративных клиентов превышала 50%, доходя в отдельные месяцы до 55% общего объема средств корпораций в банках. Более того, значительная часть срочных депозитов юридических лиц размещена в банках на срок свыше года. Для срочных депозитов нефинансовых организаций эта доля за год слегка увеличилась – с 38,2% на 1.1.2013 г. до 39,6% на 1.1.2014 г.

3.9.4. Банки и внешний мир

По итогам 2013 г. баланс операций банковского сектора с нерезидентами продолжил изменяться в пользу чистого размещения иностранных активов. Объем иностранных пассивов вырос за год всего на 4 млрд долл., а иностранные активы увеличились на 21 млрд долл. Чистые вложения банков в иностранные активы, таким образом, выросли за год на 17 млрд долл., достигнув 58 млрд долл. (рис. 71).

Одновременно с ростом чистых иностранных активов в 2013 г. происходило и увеличение чистой балансовой валютной позиции банковского сектора, т.е. превышения активов в иностранной валюте над пассивами в иностранной валюте. За год она выросла на 14 млрд долл.

Следование динамики валютной позиции за чистыми иностранными активами означает, что сохранялся валютный баланс в операциях банков с внутренними секторами экономики. Практически весь прирост валютных счетов и депозитов резидентов (25 млрд долл.) был размещен во внутренние же валютные активы, прирост которых составил 23 млрд долл. А рост валютной позиции банков был обусловлен накоплением валютной ликвидности в зарубежных банках, на кредиты зарубежным банкам пришлось большая часть прироста иностранных активов. Такая стратегия оказалась оправданной в условиях обесценения национальной валюты в 2013 г. За год рубль подешевел к доллару США на 7,5% и к евро – на 12,0%, что принесло банковскому сектору более 50 млрд руб. чистого дохода от переоценки счетов в иностранных валютах.

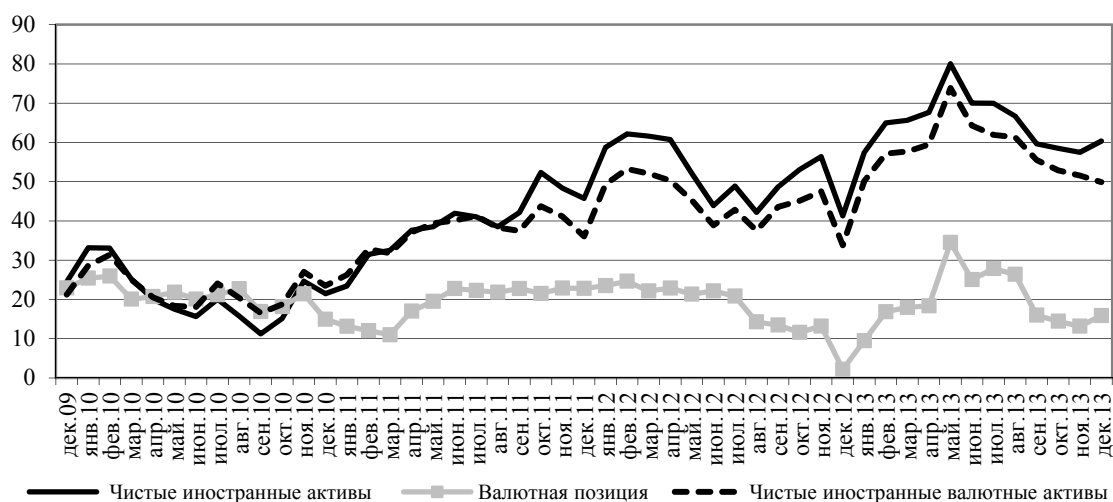


Рис. 71. Чистые иностранные активы и валютная позиция банковского сектора, млрд долл.

Продолжившийся и в 2013 г. постепенный уход Банка России с валютного рынка и увеличение неопределенности в среднесрочной динамике курса рубля побуждают банки все меньше брать на себя дополнительные валютные риски. Это делает во многом бессмысленным возможное повторение стратегии роста банковского сектора, бывшей широко распространенной в докризисный период: наращивание кредитной экспансии внутри страны за счет привлечения дешевых (в валютном исчислении) ресурсов с зарубежных финансовых рынков.

3.9.5. Банки и государство

Начиная с 2011 г. основным фактором формирования предложения денег в российской экономике стало рефинансирование банковского сектора со стороны Банка России. Масштаб роста задолженности коммерческих банков перед регулятором сегодня значительно превышает увеличение денежной базы в широком определении (индикатор динамики денежного предложения) из-за большого оттока ликвидности по другим каналам, в первую очередь за счет стерилизации средств на счетах расширенного правительства в Банке России.

Так, за 2011–2013 гг. объем денежной базы в широком определении увеличился на 2,3 трлн руб., рефинансирование банковского сектора возросло на 4,1 трлн руб., на бюджетные счета в Банке России поступило 3,2 трлн руб., и операции с резервными активами обеспечили рублевую эмиссию в размере 0,6 трлн руб. (и еще 0,8 трлн руб. – за счет кредитов ЦБ РФ Агентству по страхованию вкладов, снижения остатков на счетах организаций в ЦБ РФ и прочих факторов).

В среднесрочной перспективе такая ситуация сохранится. Динамика основных элементов платежного баланса в сочетании с заявленной политикой Банка России по минимизации своего присутствия на внутреннем валютном рынке будет вести к незначительным изменениям в величине резервных активов Банка России в абсолютном выражении. В отдельные годы они могут быть как положительными, так и отрицательными, но в любом случае их размер будет недостаточным для обеспечения банковского сектора необходимым объемом ликвидных активов.

Бюджетный фактор сохранит свое стерилизующее влияние на денежный рынок. В соответствии с Законом «О федеральном бюджете на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов» федеральный бюджет планируется сводить с дефицитом в пределах 1% ВВП. При этом, по оценкам МЭР, приведенным в «Прогнозе долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 г.», баланс бюджетной системы в целом в этот период будет близок к нулю. Одновременно запланировано продолжение роста внутреннего государственного долга к 2016 г. до 10,8% ВВП. В совокупности эти факторы обусловят сохранение стерилизационного эффекта бюджетной системы для динамики денежного предложения до 2016 г.

Таким образом, единственным стабильным источником роста денежного предложения в перспективе, как минимум до 2016 г., останется рефинансирование банковского сектора со стороны Банка России. По нашим оценкам, за период 2014–2016 гг. задолженность кредитных организаций перед регулятором возрастет более чем на 6 трлн руб. и достигнет 14% совокупных активов банковского сектора.

При этом уровень зависимости банковского сектора от средств денежных регуляторов продолжает увеличиваться. В номинальном выражении господдержка банковского сектора уже превысила кризисные значения начала 2009 г., при этом ее относительный

уровень хотя и не вернулся на кризисные максимумы, все равно достаточно велик. По итогам 2013 г. суммарный объем задолженности банков перед регуляторами достиг 8% активов и 7% ВВП (рис. 72).

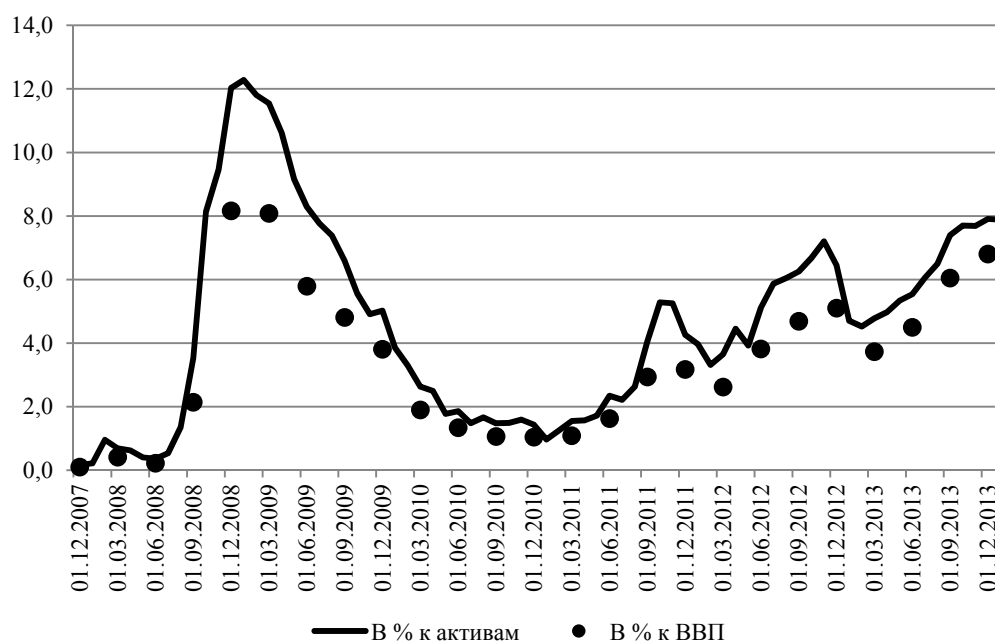


Рис. 72. Привлеченные банками средства Банка России и Минфина России

3.10. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований

3.10.1. Динамика развития рынка

По итогам 2013 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с дефицитом в размере 625,5 млрд руб. (0,94% ВВП). По сравнению с 2012 г. размер дефицита консолидированного регионального бюджета увеличился в долях ВВП более чем в 2 раза. Так, в 2012 г. дефицит территориальных бюджетов составил 273,1 млрд руб. (0,44% ВВП).

В 2013 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом 599,8 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом 43,4 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга – с дефицитом 0,7 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с дефицитом 5,7 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом 7,7 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом 16,5 млрд руб.

В 2012 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом 251,1 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом 31,0 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга – с профицитом 0,4 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с дефицитом 1,1 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом 4,3 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом 5,4 млрд руб.

Таблица 19

Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов к бюджетным расходам, %

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
2013	-6,4	-8,1
2012	-3,0	-3,5
2011	-0,2	-0,3
2010	-1,4	-1,6
2009	-5,3	-5,3
2008	-0,7	-0,7
2007	0,8	0,6
2006	3,7	4,4
2005	1,6	2,3
2004	1,1	1,6
2003	-2,6	-2,3
2002	-2,7	-3,0

* С учетом государственных внебюджетных фондов.

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

Таблица 20

Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов к бюджетным расходам в 2007–2012 гг., %

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
2013	-3,47	-2,61	-5,59	2,24
2012	2,26	-2,01	-0,08	1,34
2011	6,15	-2,10	1,13	0,64
2010	-1,12	-1,16	-0,11	1,72
2009	-0,63	-3,32	-1,88	2,63
2008	-1,47	1,09	-0,26	2,72
2007	5,34	1,23	-0,04	2,34

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

По состоянию на 1 января 2014 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 77 субъектах РФ (в 2012 г. – в 68 регионах). Суммарный объем дефицита был на уровне 655,0 млрд руб., или 8,1% доходной части их бюджетов (в 2012 г. – 347,3 млрд руб., или 4,6%).

Средний уровень бюджетного дефицита составил 8,0% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Чукотском АО – 49,4%, в Тюменской области – 23,4%, в Краснодарском крае – 20,4%, в Новгородской области – 19,2%. Более 13,5% общего дефицита консолидированного бюджета, или 47,0 млрд руб., пришлось на г. Москву (табл. 22).

С профицитом в 2013 г. был сведен консолидированный бюджет в 6 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 15 в 2012 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 29,5 млрд руб., или 2,6% величины доходной части их бюджетов (в 2012 г. – 74,2 млрд руб., или 6,1% доходной части бюджетов). Среднее значение бюджетного профицита составило 1,7% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Республике Алтай – 5,2%.

Основной объем (94,1%) суммарного профицита консолидированного регионального бюджета обеспечили два субъекта Российской Федерации: Санкт-Петербург – 50,5%, или 14,9 млрд руб., и Московская область – 43,6%, или 12,9 млрд руб.

3.10.2. Структура накопленного долга

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов Российской Федерации в 2013 г. увеличился на 386,1 млрд руб., составив 1 737,5 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований увеличился на 43,5 млрд руб., составив 288,9 млрд руб. При этом рублевый эквивалент объем накопленных внешних заимствований региональных консолидированных бюджетов увеличился на 1,2 млрд руб., составив 18,3 млрд руб.

Таблица 21

**Чистые заимствования региональных и местных бюджетов,
% ВВП**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Чистые заимствования субфедеральных и местных органов власти	-0,29	-0,04	0,47	0,37	0,26	0,09	0,21	0,17	0,29	0,74	0,51	0,21	0,33	0,61
В том числе:														
возвратные ссуды из бюджетов других уровней	-0,03	0,04	0,12	-0,1	-0,02	-0,03	-0,04	-0,01	0,03	0,33	0,37	0,15	0,01	0,06
субфедеральные (муниципальные) облигации	-0,27	-0,07	0,16	0,31	0,29	0,09	0,14	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12
прочие заимствования	0,01	-0,02	0,19	0,6	...	0,03	0,11	0,10	0,09	0,17	0,07	0,17	0,26	0,43

Источник: расчеты ИЭП на основе данных Федерального казначейства.

3.10.3. Структура заимствований

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов составил 1195,4 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали: Омская область – 75,5 млрд руб., Нижегородская область – 75,3 млрд руб., Московская область – 58,9 млрд руб., Новосибирская обл. – 58,1 млрд руб., Краснодарский край – 50,6 млрд руб., Красноярский край – 38,6 млрд руб., Архангельская область – 30,9 млрд руб. По сравнению с 2012 г. объем заимствований в номинальном выражении увеличился на 364,4 млрд руб. или на 43,9%.

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 12,9%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 11,1%, на прочие заимствования (заимствования в коммерческих банках и международных кредитных организациях) – 76,0%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета составил 404,6 млрд руб. Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Чукотский АО – 45,6%, Удмуртская республика – 17,3%, а также Смоленская и Псковская области – 14,1% (табл. 22).

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Краснодарский край – 35,8 млрд руб., Красноярский край – 19,9 млрд руб., Кемеровская область – 16,5 млрд руб., Свердловская область – 16,1 млрд руб., Новосибирская область – 15,4 млрд руб.

За счет превышения объемов погашения ранее сделанных займов над вновь проводимыми накопленный долг сократили три субъекта Российской Федерации: Московская область – на 13,1 млрд руб., Москва – на 11,1 млрд руб., Санкт-Петербург – на 2,6 млрд руб. Смоленская обл. – 14,1%.

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов
Российской Федерации в 2013 г.**

	Доходы бюджета, млн руб.	Дефицит (профицит) бюджета, млн руб.	Отношение дефицита (профицита) к доходам, %	Привлеченные заемные средства к доходам, %	Чистое заимствование к доходам, %	Расходы на погашение заимствований к доходам, %	Чистые заимствования к дефициту (профициту), %
1	2	3	4	5	6	7	8
Центральный федеральный округ							
Белгородская область	86795,1	9828,4	11,32	17,92	8,07	6,08	71,26
Брянская область	52611,4	3616,9	6,87	13,43	6,28	7,15	91,33
Владимирская область	59979,0	2796,6	4,66	5,38	4,39	0,99	94,20
Воронежская область	105900,9	8317,5	7,85	15,49	8,06	5,21	102,67
Ивановская область	43142,2	2951,6	6,84	20,40	7,14	13,16	104,29
Тверская область	65839,2	3805,8	5,78	37,18	7,55	29,63	130,69
Калужская область	57423,4	4552,6	7,93	18,18	7,96	9,70	100,34
Костромская область	29770,8	1906,6	6,40	35,44	7,68	23,94	119,85
Курская область	54284,4	2194,2	4,04	5,46	3,50	1,68	86,69
Липецкая область	53494,4	5202,0	9,72	14,49	7,52	5,11	77,34
Московская область	509135,0	-12855,3	-2,52	11,58	-2,57	11,19	101,66
Орловская область	36025,3	2876,0	7,98	16,76	6,83	9,76	85,49
Рязанская область	53568,0	6752,9	12,61	29,26	7,45	20,47	59,07
Смоленская область	42784,2	7303,1	17,07	61,99	14,06	45,57	82,38
Тамбовская область	50409,4	4731,7	9,39	17,54	4,07	12,02	43,36
Тульская область	72638,3	4388,5	6,04	15,25	8,31	6,36	137,50
Ярославская область	71016,6	7565,6	10,65	30,49	10,23	20,05	96,07
г. Москва	1592594,4	44582,1	2,80	1,86	-0,70	1,61	-25,00
Управление финансов администрации города Байконур	3 851,5	0,1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Итого	3041263,5	110516,7	3,63	9,39	1,51	6,52	41,55
Северо-Западный федеральный округ							
Республика Карелия	37499,1	5566,8	14,85	33,97	9,36	21,95	63,05
Республика Коми	72490,3	13192,8	18,20	15,52	9,73	5,30	53,44
Архангельская область	86572,0	5591,0	6,46	35,66	8,16	25,81	126,35
Вологодская область	61509,2	4839,7	7,87	21,64	6,67	10,35	84,82
Калининградская область	53200,2	6089,2	11,45	16,77	6,42	5,76	56,06
Ленинградская область	104107,8	5048,6	4,85	7,19	4,48	2,18	92,32
Мурманская область	65824,9	6983,8	10,61	18,13	6,74	7,78	63,56
Новгородская область	31856,9	6103,3	19,16	34,10	10,50	21,91	54,79

Продолжение таблицы 22

1	2	3	4	5	6	7	8
Псковская область	32012,5	4937,0	15,42	17,11	14,13	2,24	91,61
г. Санкт-Петербург	453242,6	-14901,9	-3,29	0,02	-0,58	0,30	17,62
Ненецкий АО	16908,2	700,6	4,14	0,00	0,00	0,00	0,00
Итого	1015223,6	44151,0	4,35	11,13	3,89	5,94	89,43
Южный федеральный округ							
Республика Калмыкия	12063,1	1575,9	13,06	7,79	1,26	2,07	9,65
Краснодарский край	251325,7	51178,9	20,36	20,13	14,24	5,89	69,93
Астраханская область	46040,6	2482,7	5,39	40,10	6,54	31,33	121,35
Волгоградская область	97471,6	10980,0	11,26	22,24	11,55	9,94	102,50
Ростовская область	180375,2	8642,3	4,79	4,57	3,24	1,34	67,59
Республика Адыгея (Адыгея)	19124,3	325,2	1,70	7,94	2,33	3,15	136,95
Итого	606400,6	75185,0	12,40	16,73	9,32	6,95	75,14
Северо-Кавказский федеральный округ							
Республика Дагестан	102541,9	3068,1	2,99	8,15	3,70	2,93	123,59
Кабардино-Балкарская Республика	31265,1	1061,4	3,39	10,18	2,18	8,00	64,29
Республика Северная Осетия – Алания	28611,7	1844,9	6,45	17,64	3,42	8,25	53,01
Республика Ингушетия	22949,0	3533,9	15,39	4,09	4,09	0,00	26,59
Ставропольский край	109247,1	8074,8	7,39	13,98	5,42	8,01	73,30
Карачаево-Черкесская Республика	23207,3	-77,1	-0,33	10,99	2,02	4,51	-607,52
Чеченская Республика	72755,8	-175,4	-0,24	1,61	0,16	0,00	-67,79
Итого	390577,8	17329,7	4,44	9,35	3,30	4,52	74,42
Приволжский федеральный округ							
Республика Башкортостан	181472,2	17024,4	9,38	6,06	3,80	2,26	40,53
Республика Марий Эл	29307,2	1686,9	5,76	15,58	5,10	8,91	88,63
Республика Мордовия	41817,5	4102,8	9,81	33,88	7,97	21,12	81,20
Республика Татарстан (Татарстан)	231127,5	160,8	0,07	2,49	0,09	2,38	127,37
Удмуртская Республика	71434,8	9498,2	13,30	38,74	17,36	19,46	130,59
Чувашская Республика – Чувашия	51006,4	1375,6	2,70	11,28	0,35	9,25	12,85
Нижегородская область	159876,0	10986,3	6,87	47,11	7,75	37,66	112,82
Кировская область	59811,9	6608,7	11,05	27,18	8,02	18,83	72,56
Самарская область	174388,0	10799,6	6,19	14,01	3,08	10,23	49,80

Продолжение таблицы 22

1	2	3	4	5	6	7	8
Оренбургская область	92591,5	10986,8	11,87	18,78	9,34	9,11	78,68
Пензенская область	57721,7	5851,3	10,14	28,16	10,24	17,22	101,04
Пермский край	138841,8	9843,1	7,09	0,09	0,01	0,08	0,16
Саратовская область	95516,3	6713,5	7,03	29,05	7,77	19,87	110,56
Ульяновская область	49397,7	5983,6	12,11	13,44	9,06	3,58	74,76
Итого	1434310,4	101621,5	7,09	17,64	5,13	11,73	72,38
Уральский федеральный округ							
Курганская область	39821,3	1983,8	4,98	7,21	5,35	1,26	107,39
Свердловская область	237404,5	26630,3	11,22	10,48	6,77	3,34	60,33
Тюменская область	138852,6	32454,5	23,37	0,00	0,00	0,00	0,00
Челябинская область	155510,7	10974,5	7,06	9,22	5,18	3,77	73,41
Ханты-Мансийский АО	212338,6	35548,1	16,74	6,45	4,89	1,56	29,21
Ямало-Ненецкий АО	146339,9	20266,8	13,85	15,40	9,59	5,81	69,27
Итого	930267,6	127857,9	13,74	8,42	5,45	2,81	39,64
Сибирский федеральный округ							
Республика Бурятия	60962,1	126,8	0,21	8,71	4,36	1,80	2097,19
Республика Тыва	24625,7	2138,9	8,69	5,88	3,30	2,58	38,00
Алтайский край	104330,5	985,3	0,94	1,75	0,80	0,95	84,63
Красноярский край	203604,1	33385,6	16,40	18,97	9,76	9,19	59,51
Иркутская область	142834,9	13953,3	9,77	1,29	0,52	0,30	5,30
Кемеровская область	133298,0	17138,7	12,86	16,54	12,35	1,59	96,03
Новосибирская область	149144,1	17342,1	11,63	38,95	10,30	27,93	88,60
Омская область	92286,7	8631,1	9,35	80,70	8,25	71,64	88,23
Томская область	63211,5	6955,8	11,00	32,19	8,65	21,13	78,61
Республика Алтай	18048,6	-947,4	-5,25	8,92	0,52	7,03	-9,82
Республика Хакасия	27291,4	3913,9	14,34	32,88	13,66	19,14	95,27
Забайкальский край	61923,5	4931,2	7,96	19,12	8,16	10,62	102,43
Итого	1081561,0	108555,2	10,04	22,78	7,28	14,63	72,49
Дальневосточный федеральный округ							
Республика Саха (Якутия)	169230,6	10412,0	6,15	6,46	4,64	1,44	75,48
Приморский край	112742,9	9470,9	8,40	9,84	6,24	3,60	74,24
Хабаровский край	120812,0	3686,7	3,05	11,37	8,31	2,80	272,17
Амурская область	83341,2	2966,5	3,56	26,54	10,04	14,68	282,05

Окончание таблицы 22

1	2	3	4	5	6	7	8
Камчатский край	63830,4	-537,4	-0,84	2,94	0,17	2,65	-19,77
Магаданская область	30394,9	2445,6	8,05	8,38	5,30	2,96	65,83
Сахалинская область	102195,8	1932,7	1,89	8,30	2,05	5,74	108,18
Еврейская АО	15581,0	352,4	2,26	7,77	5,39	1,10	238,37
Чукотский АО	19346,3	9555,2	49,39	46,52	46,52	0,00	94,19
Итого	717475,1	40284,7	5,61	11,29	6,54	4,29	116,51
Итого Российская Федерация	9217079,6	625501,7	6,79	12,97	4,39	7,61	64,69

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

Внутренние облигационные займы

В 2013 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 28 субъектов Федерации и 1 муниципального образования (по сравнению с 27 регионами и 4 муниципалитетами, выпустившими облигации в 2012 г.). Проспекты эмиссии в Минфине РФ в 2013 г. зарегистрировали: Волгоградская область, Красноярский край, Республика Карелия, Нижегородская, Тверская области, г. Санкт-Петербург, Томская область, Республика Саха (Якутия), Ярославская область, Удмуртская Республика, Самарская область, Ставропольский край, Республика Башкортостан, Белгородская, Липецкая, Воронежская, Тульская, Оренбургская, Костромская области, г. Москва, Новосибирская область, Республика Мордовия, Смоленская, Омская, Кемеровская области, г. Новосибирск.

В 2013 г. объем размещаемых облигаций составил 154,6 млрд руб., увеличившись по сравнению с уровнем 2012 г. на треть. Таким образом, за год объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций увеличился с 0,19 до 0,23% ВВП (*табл. 23*).

Таблица 23

Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, % к ВВП

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выпуск	0,19	0,17	0,27	0,46	0,47	0,37	0,28	0,26	0,43	0,41	0,25	0,10	0,19	0,23
Погашение	0,46	0,23	0,10	0,15	0,19	0,28	0,14	0,18	0,26	0,16	0,18	0,21	0,13	0,12
Чистое финансирование	-0,27	-0,07	0,16	0,31	0,29	0,09	0,14	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Минфина России.

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили: Москва – 29,7 млрд руб., или 19,8% общего объема внутренних заимствований, Красноярский край – 11,0 млрд руб., или 7,4%, Нижегородская область – 10,0 млрд руб., или 6,7%, Воронежская область – 9,8 млрд руб., или 6,5% (*табл. 24*).

Таким образом, на четырех крупнейших эмитентов пришлось 40,4% общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций.

Наиболее высокий уровень секьюритизации (100%) наблюдается у регионов с наиболее развитым рынком заимствований – у Москвы и Санкт-Петербурга.

Объем чистых заимствований на рынке ценных бумаг в 2013 г. составил 77,6 млрд руб., увеличившись вдвое по сравнению с 2012 г. (38,2 млрд руб.). (*табл. 24*).

Таблица 24

**Размещение субфедеральных и муниципальных
ценных бумаг в 2013 г.**

Субъект Федерации	Объем эмиссии, млрд руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
Центральный федеральный округ			
Белгородская область	3,5	2,3	27,4
Воронежская область	9,7	6,5	74,5
Тверская область	3,0	2,0	12,9
Костромская область	3,0	2,0	33,0
Липецкая область	3,0	2,0	42,3
Рязанская область	2,5	1,7	16,3
Смоленская область	3,0	2,0	12,5
Тульская область	5,0	3,3	53,2
Ярославская область	5,0	3,3	30,6
г. Москва	29,7	19,8	100,0
Северо-Западный федеральный округ			
Республика Карелия	2,0	1,3	23,5
г. Санкт-Петербург	0,95	0,1	100,0
Южный федеральный округ			
Волгоградская область	7,0	4,7	41,7
Северо-Кавказский федеральный округ			
Ставропольский край	5,0	3,3	35,2
Приволжский федеральный округ			
Республика Башкортостан	5,0	3,3	57,0
Республика Мордовия	3,0	2,0	21,7
Удмуртская Республика	2,0	1,3	8,2
Чувашская Республика – Чувашия	1,5	1,0	32,3
Нижегородская область	10,0	6,7	17,3
Самарская область	8,3	5,5	60,7
Оренбургская область	5,0	3,3	29,7
Уральский федеральный округ			
Свердловская область	3,00	2,5	46,8
Сибирский федеральный округ			
Красноярский край	11,0	7,4	39,4
Кемеровская область	1,0	0,7	4,9
Новосибирская область	5,0	3,3	10,6
Омская область	5,0	3,3	9,8
Томская область	5,8	3,9	45,4
Республика Хакасия	3,0	2,0	35,0
Дальневосточный федеральный округ			
Республика Саха (Якутия)	2,5	1,7	24,3
Российская Федерация – итого	149,6	100,0	15,1

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Федерального казначейства.

Таблица 25

**Объемы чистых заимствований на рынке внутренних субфедеральных
и муниципальных ценных бумаг, млн руб.**

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
1	2	3	4
2013			
Чистые заимствования	77610,5	75454,0	2156,5
Привлечение средств	154642,0	149641,8	5000,2
Погашение основной суммы задолженности	77031,5	36187,5	2843,7
2012			
Чистые заимствования	38175,9	36797,5	1378,5
Привлечение средств	119855,0	115953,2	3901,9
Погашение основной суммы задолженности	81679,1	79155,7	2523,4

Окончание таблицы 25

1	2	3	4
2011			
Чистые заимствования	-58202,6	-57113,1	-1089,5
Привлечение средств	55050,7	53366,2	1684,5
Погашение основной суммы задолженности	113253,3	110479,3	2774,1
2010			
Чистые заимствования	29774,6	28611,9	1162,6
Привлечение средств	111106,3	105854,3	5251,9
Погашение основной суммы задолженности	81331,7	77242,4	-4089,3
2009			
Чистые заимствования	95457,6	97916,5	-2458,9
Привлечение средств	158114,0	153992,5	4121,5
Погашение основной суммы задолженности	62656,5	56076,1	6580,4
2008			
Чистые заимствования	68851,3	72984,9	-4133,7
Привлечение средств	178565,7	177324,4	1241,4
Погашение основной суммы задолженности	109714,5	104339,4	5375,0
2007			
Чистые заимствования	25867,0	23692,0	2175,0
Привлечение средств	84159,2	79889,8	4269,4
Погашение основной суммы задолженности	58292,2	56197,8	2094,4

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т.Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2013 г. С 1999 г. ежегодные эмиссии облигаций проводит Волгоградская область, с 2003 г. – Красноярский край, с 2004 г. – Республика Карелия и Нижегородская область. Впервые осуществили выпуск эмиссионных долговых ценных бумаг Республика Мордовия, Смоленская, Омская и Кемеровская области (табл. 26).

Таблица 26

Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1999–2013 гг.

Эмитент	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Субъекты Федерации															
Волгоградская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Красноярский край					*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Карелия						*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская область						*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Тверская область				*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Томская область		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)				*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Ярославская область					*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Удмуртская Республика						*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Самарская область					*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*

Продолжение таблицы 26

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ставропольский край			*							*			*	*	*
Республика Башкортостан			*	*		*	*	*	*				*	*	*
Белгородская область				*	*		*	*		*				*	*
Липецкая область						*	*	*	*	*				*	*
Воронежская область						*	*	*	*					*	*
Тульская область								*						*	*
Оренбургская область														*	*
Костромская область				*	*		*		*				*		*
Москва	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*
Новосибирская область	*				*	*	*		*						*
Республика Мордовия				*											*
Смоленская область															*
Омская область															*
Кемеровская область															*
Свердловская область												*	*	*	
Республика Чувашия	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Калужская область						*		*	*	*			*	*	
Вологодская область													*	*	
Краснодарский край						*			*			*		*	
Республика Хакасия												*		*	
Рязанская область												*		*	
Иркутская область			*	*	*	*	*	*	*	*	*			*	
Республика Марий Эл														*	
Республика Коми		*	*	*	*	*	*	*		*		*	*		
Ивановская область									*				*		
Республика Бурятия													*		
Мурманская область				*	*							*			
Ханты-Мансийский АО				*	*						*				
Пензенская область								*	*	*					
Ульяновская область									*	*					
Курганская область								*		*					
Московская область				*	*	*	*	*	*	*					
Республика Калмыкия									*						
Хабаровский край				*	*	*	*								
Кабардино-Балкарская Республика		*					*								
Ленинградская область			*	*	*	*									

Продолжение таблицы 26

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ямало-Ненецкий АО					*	*									
Брянская область						*									
Сахалинская область				*											
Курская область				*											
Приморский край		*													
Муниципалитеты															
Новосибирск					*	*						*	*	*	*
Волгоград	*	*	*	*	*		*	*		*	*	*	*	*	
Красноярск					*	*	*		*	*	*	*	*	*	
Томск					*	*		*	*	*		*		*	
Казань							*	*	*		*	*	*		
Краснодар											*	*			
Уфа				*	*	*						*			
г. Электросталь Московской области									*		*				
Смоленск											*				
Липецк								*	*	*					
Магадан								*	*	*					
Братск										*					
Новороссийск										*					
Екатеринбург		*	*	*	*	*	*	*	*						
Клинский район Московской области							*	*	*						
Ногинский район Московской области							*	*	*						
Благовещенск								*	*						
Чебоксары	*							*	*						
г. Балашиха Московской области									*						
Одинцовский район Московской области							*	*							
Астрахань								*							
Брянск								*							
Воронеж								*							
г. Орехово-Зуево Московской области								*							
Ярославль								*							
Южно-Сахалинск					*	*	*								
Новочебоксарск	*		*			*	*								
Ангарск							*								
Вурнарский район Чувашской Республики							*								
г. Шумерля Чувашской Республики							*								
Барнаул						*									
Пермь						*									

Окончание таблицы 26

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Нижний Новгород				*											
Кострома	*	*													
Архангельск	*														
Дзержинский	*														

Источник: Минфин России.