

Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

3.1. Восстановление рынка акций¹

В 2016 г. российский рынок акций стал рекордсменом по доходности среди всех фондовых рынков в мире. За год индекс РТС вырос на 52,3%, а индекс ММВБ – на 26,8% (рис. 1). Более быстрый рост индекса РТС, отражающего стоимость акций в долларах, был обусловлен фактором укрепления рубля в 2016 г. Другими драйверами роста российских фондовых индексов являлись повышение цен на нефть, приток денежных средств нерезидентов на фоне укрепляющегося рубля и стабильно высокой ключевой ставки, ожидания инвесторами восстановления экономического роста.

Российский рынок акций вновь показал, что он относится к рынкам с повышенной волатильностью, которые год от года либо становятся лучшими по доходности, либо возглавляют списки аутсайдеров. Например, в 2016 г. наихудшую доходность среди рассматриваемой группы стран в размере -14,7% годовых продемонстрировал индекс Шеньчженьской фондовой биржи (Китай), который в предшествующем году вырос на 63,2%, став абсолютным лидером по доходности среди всех других рынков.

В 2016 г. рынок акций продолжал восстановление после спада в 2008 г. В этом смысле наиболее знаменательным событием года стало восстановление индекса ММВБ до его предкризисного уровня, зафиксированного в мае 2008 г. (табл. 1). В 1997–1998 гг. после падения на 73,0% индекс ММВБ восстановился всего за 8 месяцев, в то время как после спада в 2008 г. на 68,2% его восстановление заняло целых 92 месяца, то есть в 11,5 раз дольше, что было связано с более медленными темпами восстановления цен на нефть и меньшими масштабами девальвации рубля. Восстановление индекса РТС, как эквивалента стоимости вложений в акции российских эмитентов в валюте, до предкризисного пика затягивается. При падении данного индекса в 1997–1998 гг. на 91,3%, его восстановление до предкризисного пика произошло за 58 месяцев. По состоянию на февраль 2017 г. за 97 месяцев после спада индекса РТС в 2008 г. на 78,2% его текущее значение остается менее 50% от предкризисного пика уже в течение 97 месяцев. Вероятнее всего, полное восстановление индекса РТС до исторического максимума потребует не только конъюнктурного роста цен на нефть, но и структурных изменений в российской экономике и прихода на фондовый рынок долгосрочных инвестиционных ресурсов.

¹ Автор разделов 3.1–3.7: А.Абрамов – РАНХиГС при Президенте РФ.

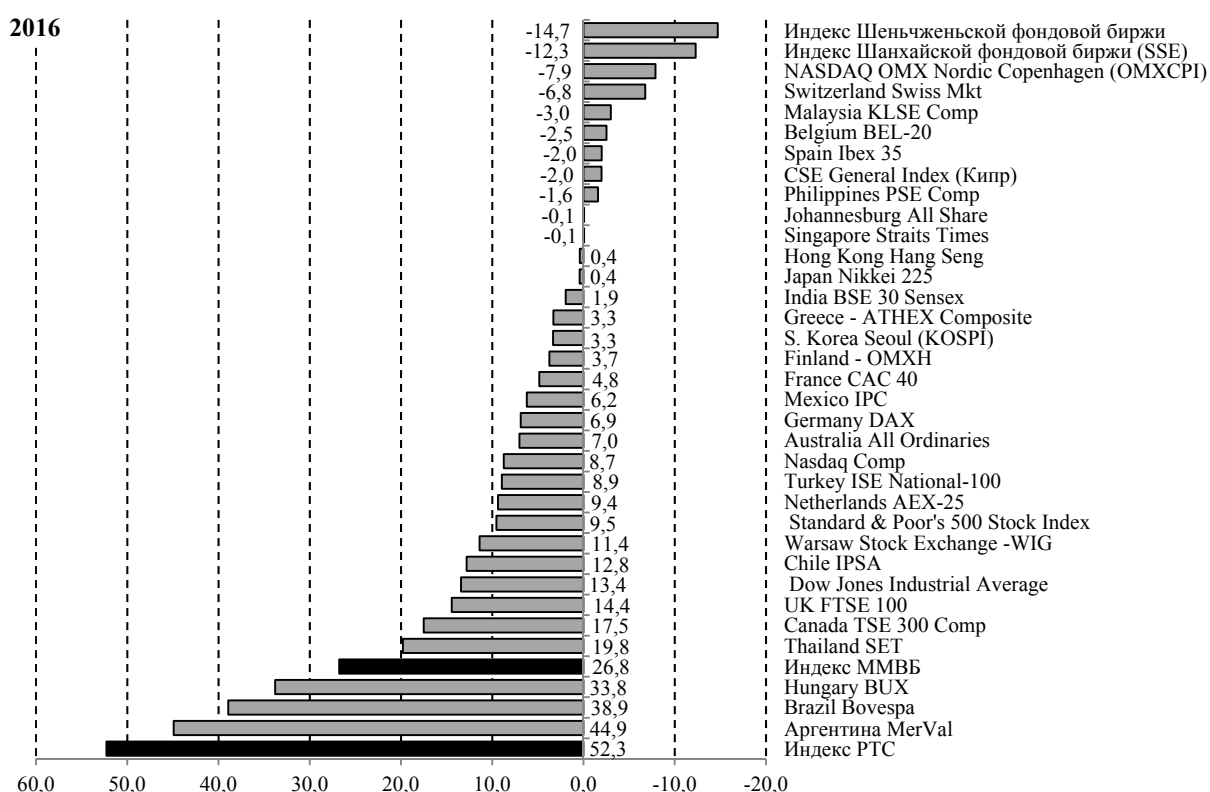


Рис. 1. Доходность мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2016 г., % годовых

Источник: расчеты автора по данным Factiva и The Wall Street Journal.

Таблица 1

Финансовые кризисы 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. в России и последующее восстановление рынка (по состоянию на 7 марта 2017 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, мес.		
Индекс РТС	14	8
Индекс ММВБ	13	6
2. Восстановление, мес.		
Индекс РТС	58	97
Индекс ММВБ	8	92*

* в июле 2016 г. индекс полностью восстановился до докризисного пика.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 2 и 3 показано влияние фактора девальвации рубля на динамику российских фондовых индексов после двух последних финансовых кризисов. Быстрому восстановлению рублевого индекса ММВБ после 1998 г. помогла 5-кратная девальвация рубля (рис. 2). Индекс РТС восстанавливался в течение 5 лет лишь вслед за восстановлением цен на нефть (рис. 4) и нескольких лет устойчивого экономического роста. Полное восстановление российского фондового рынка произошло лишь ко второй половине 2003 г., однако оно совпало с присвоением России инвестиционных суверенных рейтингов

агентством Moody's 8 октября 2003 г., Fitch 17 ноября 2004 г. и S&P 31 января 2005 г. Получение доступа российскими эмитентами к дешевым иностранным заимствованиям наряду с ростом нефтяных цен в середине 2000-х гг. обеспечили бурный рост российского рынка акций и корпоративных облигаций.

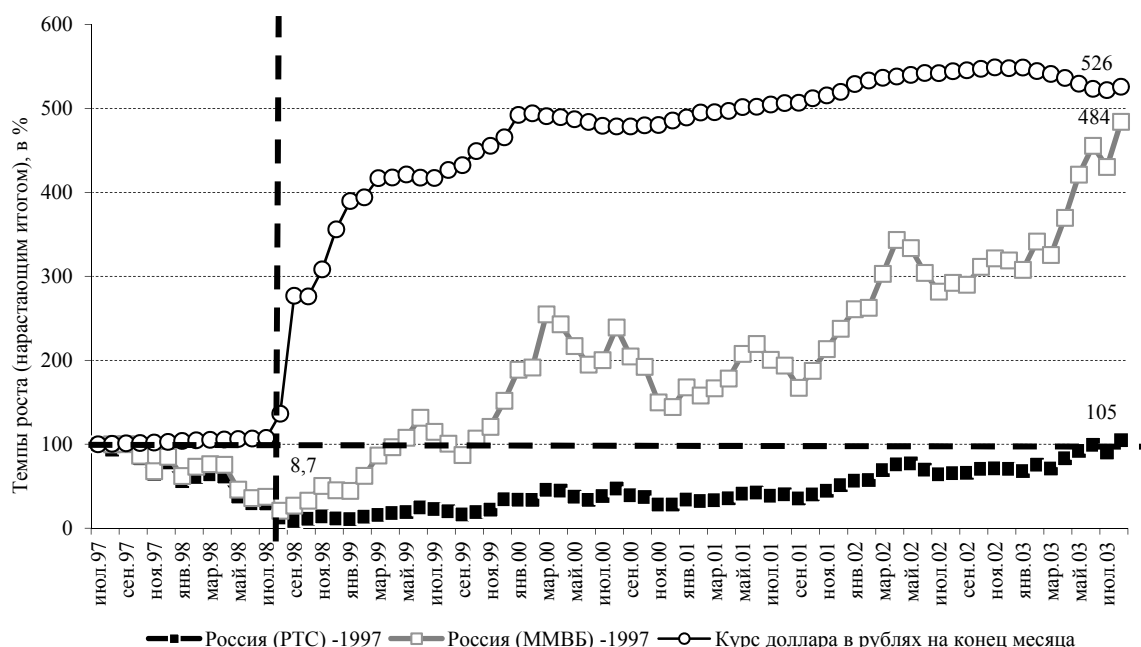


Рис. 2. Темпы роста курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ в 1997–2003 гг. (июль 1997 г. = 100%)

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

После кризиса 2008 г. даже для восстановления рублевого индекса ММВБ потребовалось более 7,5 лет (рис. 3). Способствовавшая этому девальвация рубля в отличие от событий 1998 г. заняла более длительный период времени и была не столь значительной. За период с мая 2008 г. по февраль 2017 г. курс рубля обесценился в 2,4 раза. Что касается валютного индекса РТС, то и сегодня, спустя 8 лет после своего падения, он достиг лишь 44,7% от предкризисного уровня. Сообразно траектории изменения цен нефти марки Brent после кризиса 2008 г. (рис. 4), медленное восстановление индекса РТС осуществляется в форме W-образной кривой, больше свойственной среднесрочным мировым кризисам. Дальнейшие перспективы восстановления индекса РТС пока являются неопределенными. Следуя логике восстановления фондового рынка после кризиса 1998 г., для этого необходимо, как минимум, полное восстановление нефтяных цен до предкризисного уровня с их последующим ростом, что вряд ли возможно в ближайшие годы¹, а также устойчивый рост на протяжении нескольких лет российской экономики, что также пока остается под вопросом.

¹ В ближайшие годы цены на нефть будут сохраняться на умеренном уровне, демонстрируя, по словам ректора РАНХиГС В.Мау, «новую нефтяную реальность» (Мау В. Вспомнить 1980-е. Ведомости, 16 февраля 2016 г.).

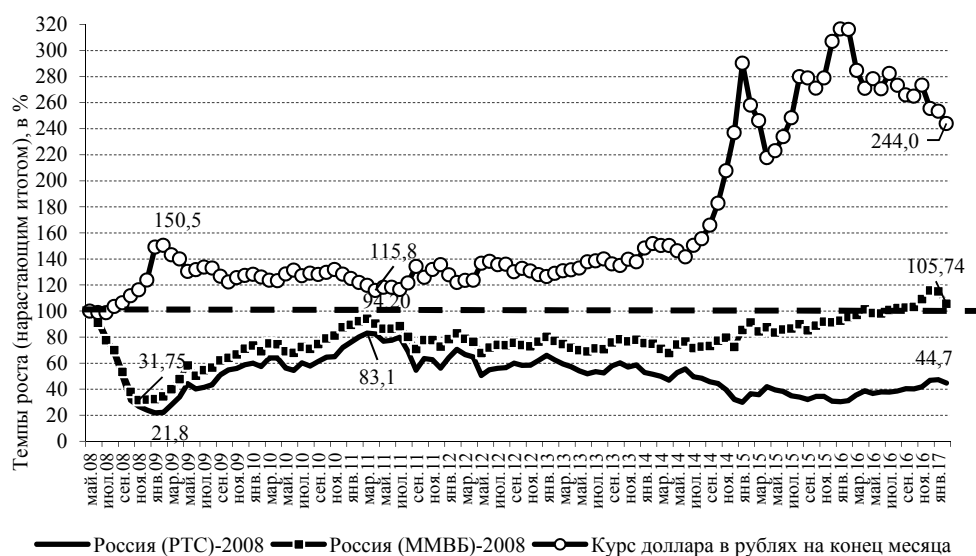


Рис. 3. Темпы роста курса доллара, индексов РТС и ММВБ с мая 2008 г. по февраль 2017 г. (май 2008 г. = 100%)

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

Пока же по состоянию на март 2017 г. за 102 месяца (8,5 лет), прошедших после достижения ценой нефти марки Brent максимума в размере 133,90 долл. за баррель в июле 2008 г., ее текущая цена остается на уровне лишь 40,7% от этого максимума (*рис. 4*). Это означает, что текущий спад экономики и финансового рынка носит в большей мере не циклический, а структурный характер. Соответственно дальнейшее восстановление индекса РТС возможно лишь на фоне проведения успешных структурных реформ в российской экономике.

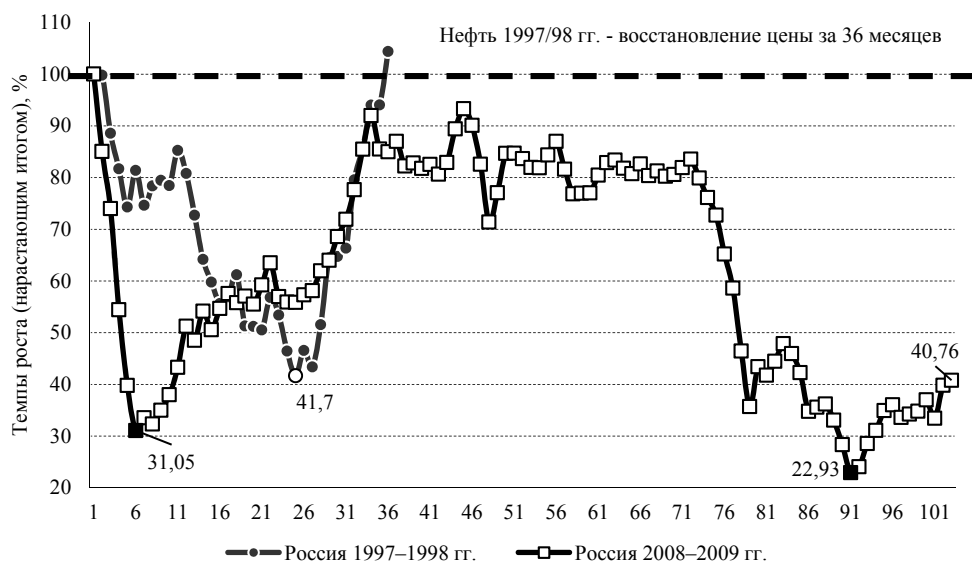


Рис. 4. Темпы роста цены нефти марки Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены =100%) на февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным IFS МВФ и Международного энергетического агентства.

На фоне прежних краткосрочных финансовых кризисов в мире (в США в 1987, 2000 и 2007 гг., в Мексике в 1994 г., Индонезии и Бразилия в 1997 г.), продолжавшихся 5–6 лет, спад и постепенное восстановление индекса РТС, длящиеся 105 месяцев (8,7 лет), уже стали рекордным (рис. 5). Данный кризис в России, наряду с некоторыми другими развивающимися странами, приобрел черты среднесрочного.

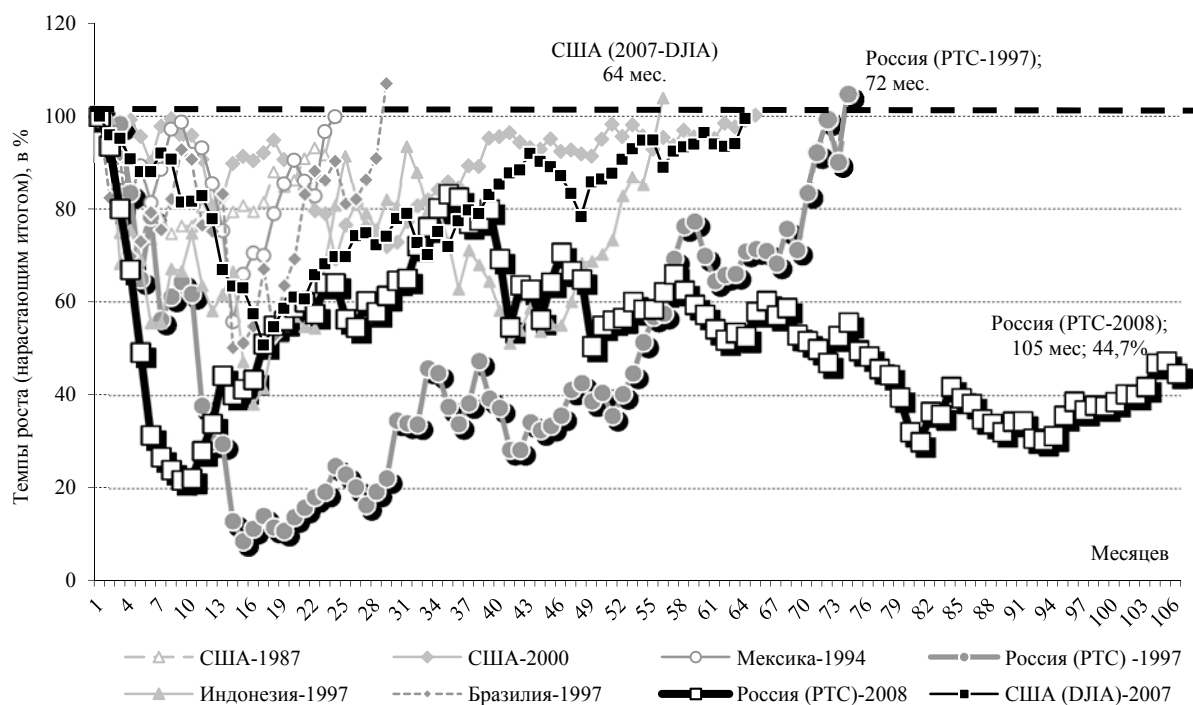


Рис. 5. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на февраль 2017 г. (пик = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, ресурсов Factiva и www.finance.yahoo.com

W-образная траектория восстановления индекса характерна для стран, где финансовые кризисы были связаны со структурными диспропорциями в экономике, такими как кризис в Южной Корее в 1989 г. и в США на рынке акций инновационных компаний в 2000 г. (рис. 6). Данные кризисы длились соответственно 183 и 177 месяцев, однако в настоящее время значения обоих упомянутых фондовых индексов находятся выше их максимальных докризисных уровней. Как показано на рис. 6, текущая траектория индекса РТС, который за 105 месяцев спада достиг 44,7% от максимального значения до кризиса 2008 г., во многом повторяет траекторию восстановления индексов KOSPI и NASDAQ.

Самыми долгосрочными кризисами в истории фондового рынка являются спад американского рынка акций, порожденный Великой депрессией 1929–1933 гг., а также кризис акций японских компаний, начиная с 1989 г. Восстановление фондового индекса Доу Джонс Индастриал Эвередж (ДЖА) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года. В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на февраль 2017 г. не может восстановиться в течение 326 месяцев, или немногим более 27 лет. Его значение в феврале 2017 г. составляло лишь 49,1% от максимального ежемесячного значения пика 1989 г.

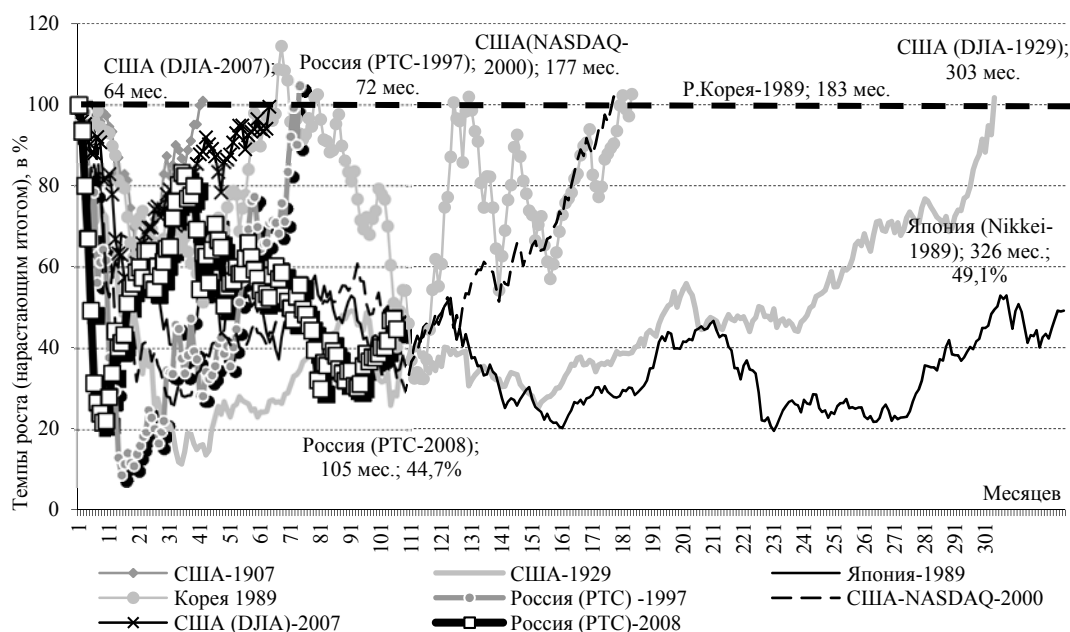


Рис. 6. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на февраль 2017 г. (пик = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, ресурсов Factiva и www.finance.yahoo.com

Проблема медленного восстановления фондового рынка, помимо России, характерна для двух других стран – членов БРИКС, а именно, Китая и Бразилии (рис. 7).

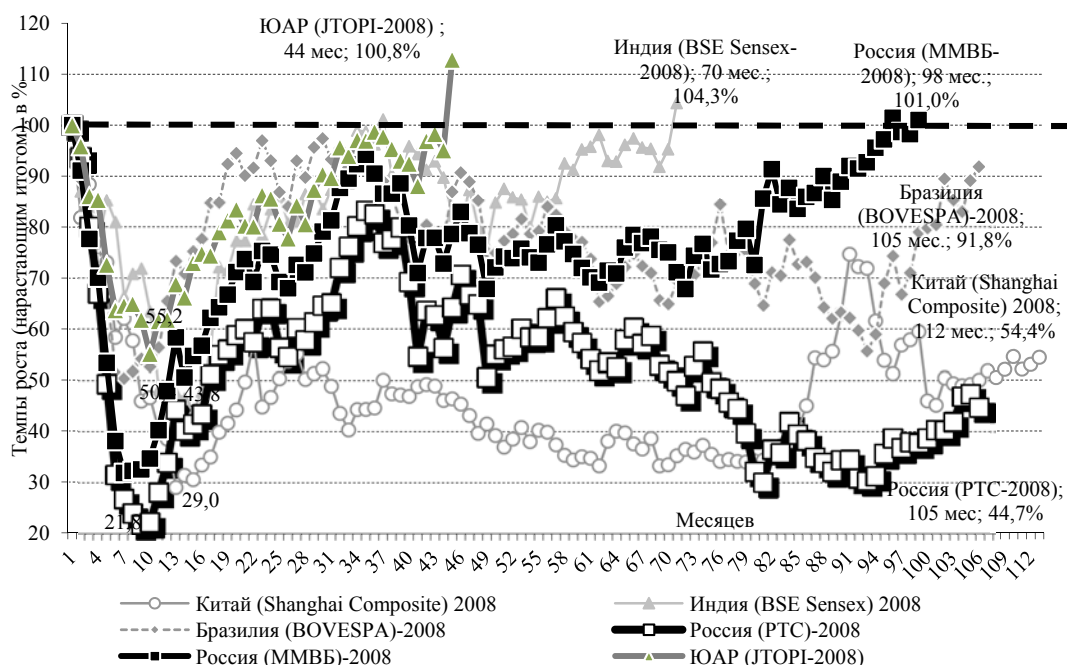


Рис. 7. Глубина и продолжительность текущего финансового кризиса в странах БРИКС на февраль 2017 г. (пик = 100%)

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, ресурсов Factiva и www.finance.yahoo.com

После падения, начиная с июня 2008 г., по состоянию на февраль 2017 г., бразильский фондовый индекс *Vovespa* в течение 105 месяцев достиг 91,8% предкризисного пика, то есть уже близок к полному восстановлению, которое, вероятно, произойдет в 2017 г. Наоборот, после спада 2008 г. индекс Шанхайской фондовой биржи (Китай) за 112 месяцев достиг лишь 54,4%. Восстановление российского индекса РТС по времени идет параллельно с бразильским индексом *Vovespa*, однако в отличие от уже практически полностью восстановившегося бразильского индекса, российский РТС достиг лишь 44,7% предкризисного максимума. Из всех стран БРИКС более оперативно после кризиса восстановились рынки акций в Индии и ЮАР. Индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (JTOP1) и индийского фондового рынка (BSE Sensex) сумели выйти на уровень предкризисных пиков соответственно за 44 и 70 месяцев. В 2016 г. к списку восстановившихся фондовых индексов стран БРИКС добавился российский фондовый индекс ММВБ.

3.2. Рынок акций

В академических исследованиях нередко отмечается, что кросс-листинг акций компаний с развивающихся фондовых рынков, когда наряду с их листингом на национальной бирже данные акции включаются в листинг одной из глобальных фондовых бирж, оказывает позитивное влияние на качество корпоративного управления и эффективность деятельности компаний-эмитентов¹. Однако после кризиса 2008 г. вопреки данным предположениям, в мире скорее наблюдается тенденция делистинга акций компаний из развивающихся стран с крупнейших международных торговых площадок в пользу национальных бирж, чем рост их кросс-листинга, что отчасти связано с динамичным ростом внутреннего инвестиционного потенциала крупных развивающихся стран². Более того, многие развивающиеся страны с разным успехом вступили на путь создания у себя международных финансовых центров, предполагающих конкуренцию за кросс-листинг финансовых инструментов компаний из других стран.

России пока не удается реализовать успешную стратегию создания международного финансового центра в Москве и Санкт-Петербурге, что наглядно показывает Индекс глобальных финансовых центров (GFCI) компании Z/YEN Group Limited. Как справедливо отмечает Ю.А. Данилов, Москва и Санкт-Петербург остаются внизу рейтинга GFCI в течение всего периода расчета этого рейтинга³. Однако в конкуренции с глобальными

¹ Напр., Boubakri, Narjess and El Ghouli, Sadok and Wang, He and Guedhami, Omrane and Kwok, Chuck C.Y., 2016. Cross-Listing and Corporate Social Responsibility. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, pp. 123–138

² В марте 2017 г. Группа компаний ПИК объявила о намерении провести делистинг своих депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже в целях консолидации торговли акциями на Московской бирже (Иванова А. ПИК возвращается домой. *Ведомости*, 14 марта 2017 г.). Еще ранее ряд компаний провели делистинг акций на Лондонской фондовой бирже в пользу листинга на Московской бирже: Уралкалий – в конце 2015 г., компании IG Seismic Services и Полкус золото в 2016 г. Одним из мотивов данных решений является то, что для них листинг в России является обязательным условием включения в список эмитентов индекса MSCI, от чего во многом зависит спрос на данные акции со стороны крупных иностранных инвесторов.

³ Данилов Ю.А. Эффективность финансового рынка России: выполнение социально-экономических функций и глобальная конкурентоспособность / Ю.А. Данилов. – М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2017, с.65.

биржами за листинг акций крупнейших российских эмитентов Московской бирже удастся удерживать ведущие позиции как главного центра ценообразования и расчетов по указанным финансовым инструментам.

Как видно из *рис. 8*, в последние несколько лет Московской бирже удается в целом удерживать лидирующие позиции центра организации торговли долевыми инструментами (акциями и депозитарными расписками) российских эмитентов. После объединения российских бирж в конце 2011 г. доля Московской биржи в общем объеме торгов долевыми инструментами выросла с 41,2% в 2012 г. до 47,8% в 2016 г. Напротив, доля основного конкурента российских бирж – Лондонской фондовой биржи – за тот же период времени сократилась с 48,8 до 43,7%, а остальных зарубежных бирж – с 10,0 до 8,5%.

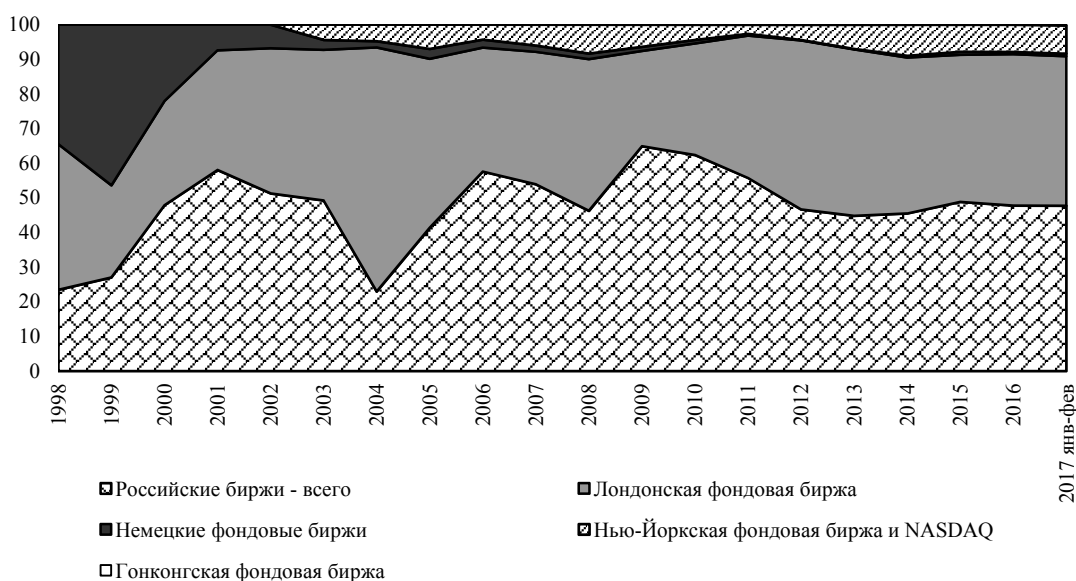


Рис. 8. Удельный вес бирж в объемах торгов долевыми инструментами российских АО с 1998 г. по февраль 2017 г.¹, %

Источник: расчеты автора по данным бирж.

Серьезной проблемой, характерной для торгов долевыми инструментами российских компаний на разных торговых площадках в мире, является резкое сокращение за последние годы объемов рыночных сделок, что способствует росту премии за риск ликвидности, которую требуют инвесторы данных компаний. Как показано на *рис. 9*, совокупные объемы рыночных сделок с указанными долевыми ценными бумагами на всех биржах уменьшились с 1,1 трлн долл. в 2011 г. до 0,3 трлн долл. в 2016 г., в том числе на российских биржах – с 0,6 трлн долл. до 0,2 трлн долл.

¹ Из всех режимов торгов акциями на Московской бирже в расчет включены данные только по рыночным сделкам на аукционном рынке.

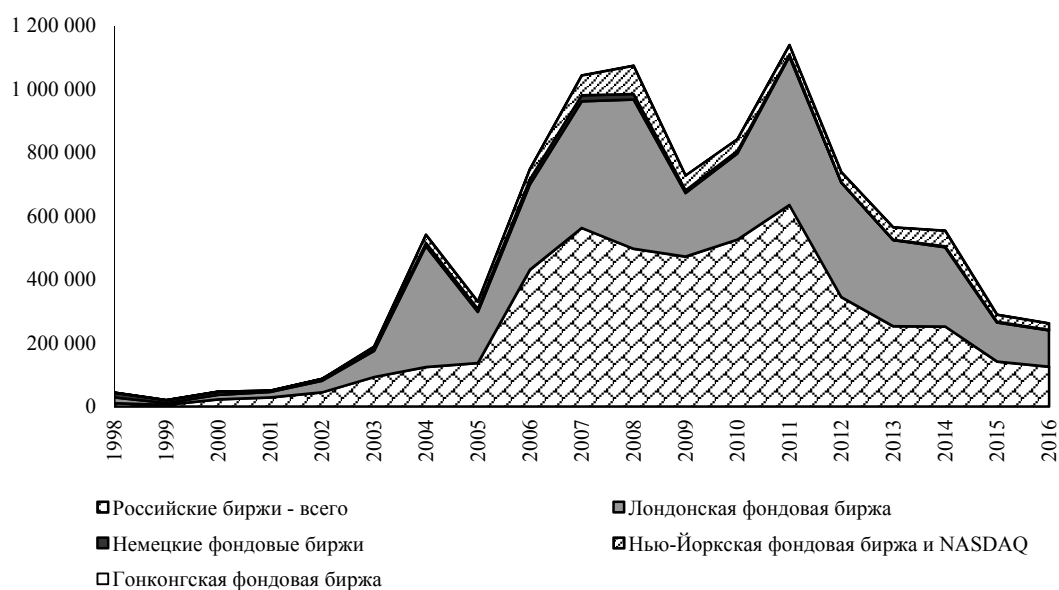


Рис. 9. Объемы торгов долевыми ценными бумагами российских АО на разных биржах с 1998 г. по февраль 2017 г., млн долл.¹

Источник: расчеты автора по данным бирж.

Как показывают данные рис. 10 и табл. 2 на многих крупнейших биржах мира в 2016 г. стоимость биржевых рыночных сделок с акциями сократилась. Например, на Немецкой бирже – на 16,0%, бирже Euronext – на 14,9%, Лондонской фондовой бирже – на 13,8%, Швейцарской бирже – на 13,0%, NASDAQ (США) – на 11,5%, BATS Global Markets (США – на 11,0%, NASDAQ Nordic Exchanges – на 5,9%, Сингапурской бирже – на 3,2%, NYSE – на 0,9%, канадской TMX Group – на 0,7%. Наибольшее снижение продемонстрировали Казахстанская, Шанхайская и Шеньчженьская биржи, где уменьшение объема торгов акций в 2016 г. достигло соответственно 80,5, 64,9 и 40,8%. Именно эти три биржи в предшествующем году были лидерами роста объемов биржевых торгов акциями.

В 2016 г. на Московской бирже также произошло сокращение объема биржевых сделок с акциями. Снижение данного индикатора составило 8,6%, что примерно соответствует среднему уровню среди рассматриваемых бирж.

Феномену сокращения ликвидности биржевых рынков акций нет общепризнанного объяснения. В качестве причин часто называют чрезмерное ужесточение регулирования по отношению к крупнейшим маркет-мейкерам², рост недоверия к биржевым рынкам из-

¹ Из всех режимов торгов акциями на Московской бирже в расчет включены данные только по рыночным сделкам на аукционном рынке.

² Об этом, например, говорили управляющие крупнейшими биржевыми фондами (ETFs) в США в интервью в Barron's. Goodman B. The Future of ETFs Barron's gathered the ETF industry's leaders to discuss what will drive growth, some needed changes, and how you should invest. Barron's, March 11, 2017. О влиянии посткризисного регулирования на склонность участников рынка к риску и ликвидность различных финансовых инструментов см., например, PricewaterhouseCoopers. Global financial markets liquidity study. August 2015.

за негативного влияния высокочастотной торговли (HFTs), усиление сегментации рынков акций в развитых странах из-за опережающего роста альтернативных биржевых систем¹ и другие причины.

Однако, вероятно, есть и более глубокие объяснения данным тенденциям с ликвидностью рынка акций. Во многом они связаны с падением под воздействием новых норм регулирования и мягкой денежно-кредитной политики центральных банков склонности к рискам как крупных инвесторов (инвестиционных банков, пенсионных фондов и взаимных фондов), так и самих эмитентов ценных бумаг. Наблюдаемое, например, у американских взаимных фондов резкое замедление скорости обращения ценных бумаг в портфелях² и переориентация денежных потоков инвесторов из активно-управляемых в индексные фонды³, свидетельствует о том, что традиционные стратегии инвестирования, такие как отбор акций (сток-пикинг), маркет-тайминг, отраслевое инвестирование, перестали приносить дополнительную доходность по сравнению с пассивными портфелями. Все это не могло не отразиться на сокращении объемов биржевых торгов акциями. Данные процессы ведут к опасным последствиям в виде концентрации основной денежной ликвидности в наиболее капитализированных компаниях, представленных в индексах, а также к ослаблению способности фондового рынка к эффективному перераспределению финансовых ресурсов от менее эффективных в пользу более эффективных компаний.

Оценка ликвидности рынка акций на крупнейших биржах мира за более длительный период приводится в *табл. 2*. Из всех рассматриваемых бирж лишь две биржи Китая, несмотря на резкое снижение объемов торгов в 2016 г., сумели существенно, в 3,1 раза, превысить объемы торгов относительно 2007 г. В динамике ликвидности рынка акций на биржах просматривается интересная закономерность: после кризиса 2008 г. данный показатель быстро восстанавливался до 2011 г., а с 2012 г. данная тенденция сменилась падением показателя вплоть до 2016 г. Вероятно, это было связано с кризисом ликвидности, обострившимся в 2012 г. из-за проблем в зоне евро, недостатком капиталов крупнейших европейских банков, завершением второго этапа количественного смягчения в США и вступлением в силу требований Закона Фрэнк-Додда 2010 г. в США, в котором были ограничены рискованные операции банков и повышены требования к капитализации американских банков⁴.

Динамика объемов рыночных сделок с акциями на Московской бирже в 2007–2016 гг. во многом следовала закономерностям, характерным для других бирж мира. После кризисного спада в 2008–2009 гг. данный биржевой показатель достиг 95,2% в 2011 г., однако за период 2012–2016 гг. он снизился до рекордного среди всех рассматриваемых

¹ Льюис М. Flash Boys: Высокочастотная революция на Уолл-стрит / Майкл Льюис; Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2015, с.51.

² По данным Investment Company Institute (ICI), в 2015 г. средний показатель оборачиваемости портфеля взаимного фонда в США составлял лишь 44% при среднем показателе за период 1980–2015 гг. в размере 60%². (Investment Company Fact Book, 2016. ICI, 56th Edition, p.37).

³ Например, по данным Morningstar, в США отток средств инвесторов из активно управляемых взаимных фондов составил 230,5 млрд долл. в 2015 г. и 340,1 млрд долл. в 2016 г. В то же время чистый приток средств во взаимные фонды с пассивными стратегиями инвестирования достиг 418,5 млрд долл. в 2015 г. и 504,8 млрд долл. в 2016 г. (Morningstar DirectSM Asset Flows Commentary: United States. Morningstar Manager Research, 11 January 2017).

⁴ Подробнее об этом см., например, в отчетах МВФ Financial Stability Report за октябрь 2012 г. и октябрь 2015 г.

бирж уровня – 23,6% от его размера в 2007 г. Обострение проблем с ликвидностью фондовых рынков в мире в России были усилены девальвацией рубля, геополитическими рисками 2014–2016 гг., а также недостатками в сфере регулирования рынка, сдерживающими развитие внутренних институциональных инвесторов (например, замораживание пенсионных накоплений в 2014–2016 гг.).

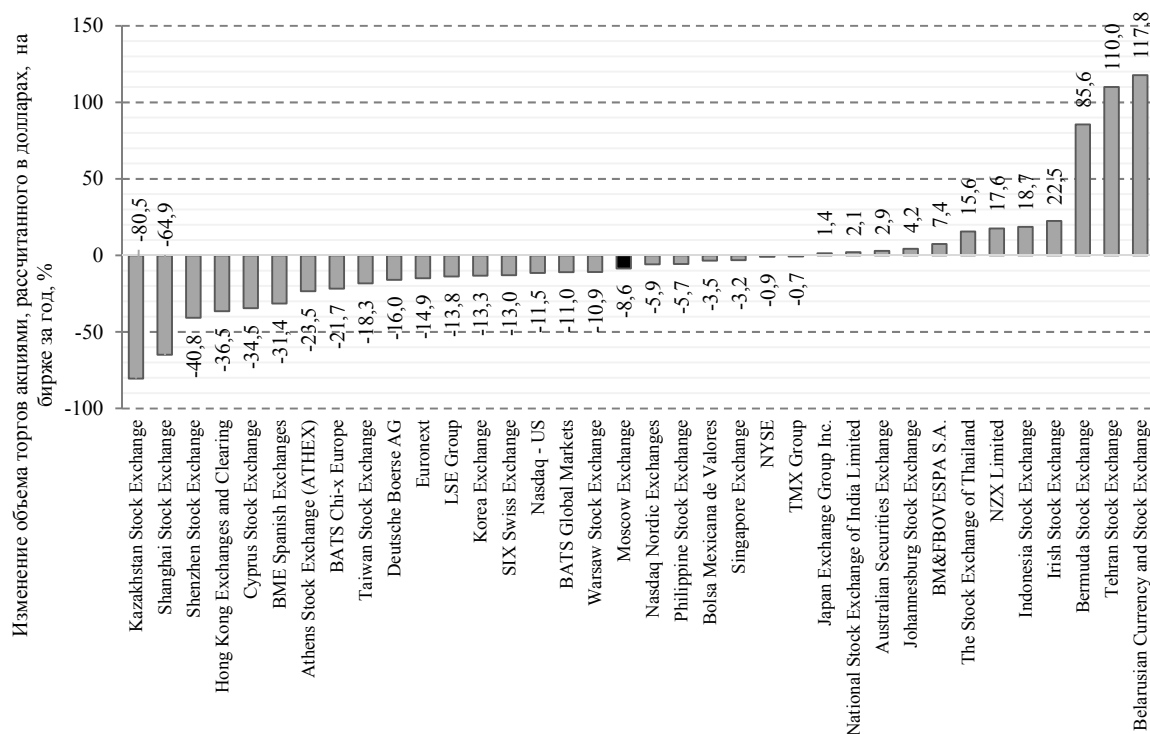


Рис. 10. Изменение объемов рыночных биржевых торгов с акциями, рассчитанных в долларах, в 2016 г., %

Источник: расчеты автора по данным Всемирной федерации бирж.

В условиях недостатка длинных ресурсов на внутреннем рынке акций его участники переключились на механизмы финансирования сделок за счет заемных средств, что привело к опережающему росту сегмента сделок РЕПО с акциями на Московской бирже. В результате общий объем фондового и денежного рынка акций на бирже сократился значительно меньше по сравнению с сегментом рыночных (аукционных) сделок, составив в 2016 г. 82,8% от показателя 2007 г.

Таблица 2

Динамика стоимости рыночных сделок с акциями на крупнейших фондовых биржах в 2007–2016 гг. (2007 г. = 100%)¹

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
США (NYSE и NASDAQ)	100	120,1	72,6	71,0	71,7	54,2	54,3	65,5	69,9	66,2
Китай (две биржи)	100	63,0	128,9	132,8	106,9	81,8	124,9	198,0	674,2	314,4
Япония (Токийская и Осакая биржи)	100	87,3	61,2	63,2	66,3	57,5	103,9	86,8	88,3	89,6

¹ Включая сделки с ценными бумагами иностранных эмитентов на соответствующих биржах.

Окончание таблицы 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Великобритания	100	89,0	62,9	63,5	65,7	50,8	51,7	64,1	60,2	52,9
Euronext	100	84,7	42,7	44,5	47,1	34,8	36,7	43,1	45,8	39,0
Германия	100	95,5	45,1	48,4	52,3	37,9	39,7	43,7	46,3	38,9
Гонконг	100	77,3	70,1	74,1	71,5	54,7	65,5	75,3	105,2	66,8
Канада	100	105,3	75,5	83,0	93,5	82,3	83,2	85,4	71,9	71,3
Австралия	100	77,5	57,9	77,1	86,8	67,9	63,9	58,6	58,0	59,7
Россия (ММВБ – рыночные сделки)	100	89,0	77,3	75,5	95,2	55,8	44,0	46,0	25,8	23,6
Россия (ММВБ – все режимы торгов)*	100	116,5	74,7	92,4	142,5	127,5	123,6	119,2	69,7	82,8
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	84,5	48,8	52,6	58,0	41,1	43,8	50,6	52,9	49,8
Всего по членам Всемирной федерации бирж (WFE)	100	103,1	77,7	83,2	89,0	69,8	77,2	87,5	90,7	95,7

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

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

В 2016 г. по критерию количества компаний в листинге из 81 биржи, статистика по которым раскрывается Всемирной федерацией бирж, Московская биржа занимала лишь 39 место. На рис. 11 показано количество компаний в листинге бирж ММВБ и ее правопреемницы – Московской биржи – за период 2006–2016 гг. После объединения российских бирж РТС и ММВБ число листинговых компаний в 2012 г. достигло максимума – 293, после этого в 2013–2016 гг. наблюдалась тенденция постоянного уменьшения компаний в листинге. В 2016 г. число таких компаний составило 245, или только 83,6% от показателя 2012 г. Основными причинами уменьшения количества компаний в листинге было превращение ранее публичных компаний в частные при их приобретении стратегическими инвесторами, не сопровождаемое приходом новых компаний на биржевой рынок инвестиционных ресурсов.

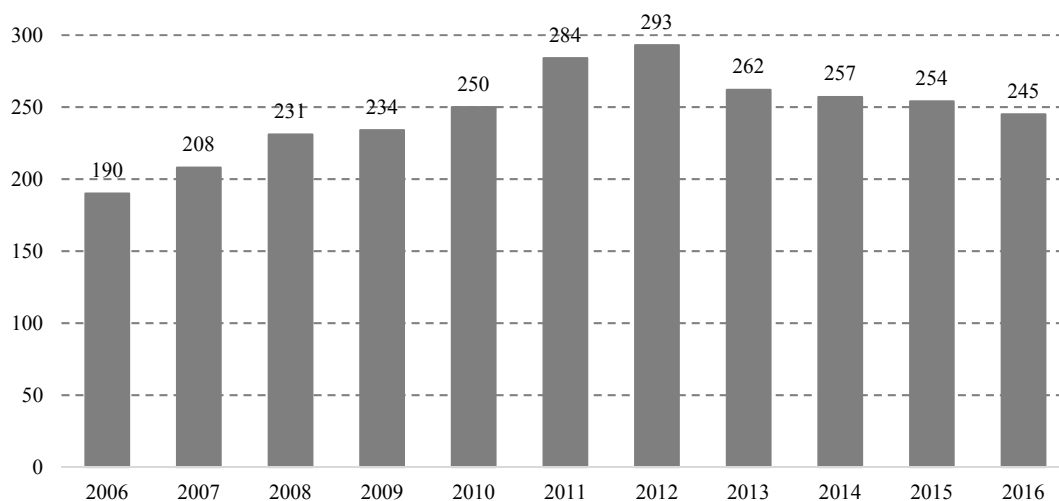


Рис. 11. Количество компаний в листинге Московской биржи в 2006–2016 гг.¹

Источник: расчеты автора по данным сборника НАУФОР «Российский фондовый рынок в 2015 г. События и факты», за 2006–2008 гг. и по данным Всемирной федерации бирж – за 2009–2016 гг.

¹ За период 2006–2011 гг. приводятся данные по листингу ММВБ, за 2012–2016 гг. – листингу ПАО «Московская биржа».

О неиспользуемом потенциале биржи в привлечении новых компаний в листинг свидетельствует тот факт, что в 2016 г. из примерно 1140 акционерных обществ, в которых центральный депозитарий НРД держит счет номинального держателя¹, акции только 246 компаний, или 21,6% от обслуживаемых в НДР, включены в листинг Московской биржи.

В 2015–2016 гг. Московской бирже не удалось преодолеть тенденцию сокращения числа национальных эмитентов акций, прошедших листинг. Решить данную проблему не помогло даже вступление в силу с 1 сентября 2014 г. поправок в ГК РФ и принятие поправок в Федеральный закон от 26 февраля 1995 г. «Об акционерных обществах» с введением новой статьи 7.1 в этот закон², предполагающих, что для получения статуса публичного акционерного общества данные компании предварительно до внесения официальных документов с новым правовым статусом в единый государственный реестр юридических лиц обязаны заключать договор с организатором торговли о листинге акций общества.

Согласно информации Московской биржи, в 2016 г. прошли IPO-SPO семи компаний в ходе которых было привлечено 137,4 млрд руб. (2,1 млрд долл.) средств инвесторов. Это примерно в 1,5 раза больше, чем в 2015 г., когда было размещено акций на 93,3 млрд руб. (1,5 млрд долл.).

В конце 2016 г. Московская биржа завершила проведение реформы листинга, начатой в 2014 г. Она предполагала, что при включении эмитентов в тот или иной уровень листинга в расчете будут приниматься показатель free-float их акций, предоставление отчетности по МСФО, соблюдение установленных показателей доли независимых членов в составах совета директоров, наличие комитетов по внутреннему аудиту, вознаграждениям и кадрам. По итогам данной реформы в начале 2017 г. были снижены рейтинги 21 эмитента и повышен до первого уровня листинг компании ПАО Россети.

Объединение бирж РТС и ММВБ в конце 2011 г. позволило сконцентрировать на единой бирже сразу несколько рынков, имеющих отношение к сделкам с акциями: спот рынок, рынок производных на фондовые индексы и отдельные выпуски акций и денежный рынок в виде сделок РЕПО под залог акций (*рис. 12 и табл. 3*). Это открыло большой простор для опережающего роста сегмента срочного рынка (FORTS), в результате привлечения новой ликвидности на этот сегмент рынка из биржевой инфраструктуры и расширения круга его участников. В результате в общем объеме сделок на финансовом рынке долевых инструментов доля срочного рынка выросла с 46,7% в 2010 г. до 64,2% в 2015 г. В 2016-м – в январе-феврале 2017 гг. рост доли срочного рынка прекратился, что в большей мере связано с высокой доходностью операций на спот рынке акций в 2016 г. Опережающими темпами стал расти и денежный рынок акций (сделки РЕПО), подстегиваемый за счет расширения возможностей брокеров и их клиентов по заимствованию денежных средств под обеспечение акциями³, а также включением после кризиса акций в список ценных бумаг, принимаемых в обеспечение сделок РЕПО, совершаемых Банком России. Доля сделок РЕПО выросла с 26,7% в 2010 г. до 29,4% в 2015 г. и продолжала расти до 38,0% по итогам двух первых месяцев 2017 г.

¹ Рассчитано нами на основании публичной базы данных НРД.

² В соответствии с Федеральным законом от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ.

³ С помощью сделок РЕПО на рынке акций брокер или его клиент привлекают заемные денежные средства под обеспечение принадлежащих им акций. Полученные средства используются для краткосрочного маржинального кредитования клиентов брокеров и других брокеров.

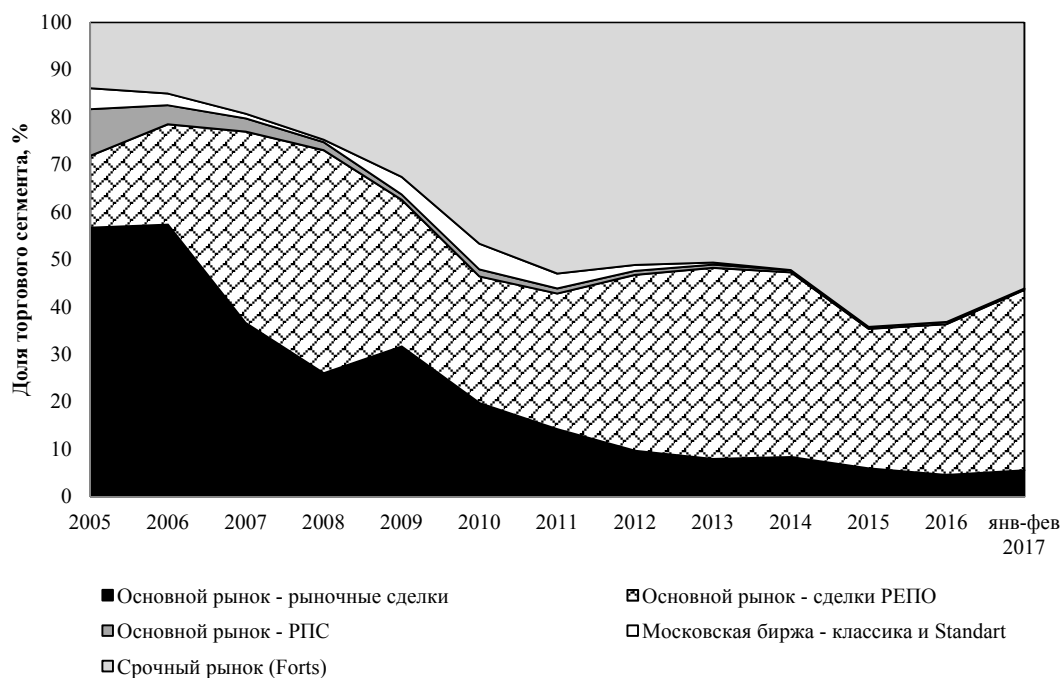


Рис. 12. Структура рынков акций и деривативов на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным российских бирж.

Таблица 3

**Структура финансового рынка акций
на Московской бирже с января 2005 г.
по февраль 2017 г.**

	2005	2010	2015	2016	Янв.-фев. 2017
Рыночные (аукционные) сделки	56,7	19,8	6,0	4,6	5,6
Сделки РЕПО	15,1	26,7	29,4	31,8	38,0
РПС	9,8	1,5	0,4	0,4	0,3
Московская биржа – Classica ¹ и Standart	4,4	5,4	0,0		
Срочный рынок (бывший Forts)	13,9	46,7	64,2	63,2	56,1
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты автора по данным российских бирж.

На рис. 13 и 14 показана структура биржевого рынка акций в разрезе рыночных (анонимных аукционных) сделок, переговорных сделок (РПС) и сделок РЕПО. Характерной тенденцией в развитии рынка акций, наблюдаемой с середины 2006 г. за некоторым перерывом во время кризиса 2008 г., является опережающий рост денежного рынка в виде сделок РЕПО с акциями. Доля данных сделок в общем объеме торгов акциями на бирже выросла с 18,5% в 2005 г. до 86,6% в январе-феврале 2017 г. (рис. 13).

Одновременно с этим происходит как абсолютное, так и относительное сокращение объемов торгов в сегменте рыночных сделок, совершаемых на бирже в режиме анонимного аукциона. Их размер по отношению к общему объему сделок на бирже уменьшился

¹ Торги в секции Classica официально прекращены биржей с 3 августа 2015 г.

с 69,5% в 2005 г. до 12,8% в январе-феврале 2017 г. (рис. 13). В абсолютном выражении объем рыночных сделок сократился с 15,1 трлн долл., достигнутых в 2011 г., до 8,4 трлн долл. в 2016 г., или на 44,3% (рис. 14). Это особенно тревожный факт, поскольку именно в данном режиме торгов формируются рыночные цены акций российских эмитентов.

С помощью сделок РЕПО на рынке акций достигается увеличение краткосрочного денежного спроса на акции за счет заемных средств, который, как правило, удовлетворяется за счет сделок РЕПО с акциями по нерыночным ценам. Это позволяет брокерам и их клиентам получать дополнительные доходы в виде чистого процента за предоставление кредитных ресурсов. После кризиса 2008 г., когда ряд крупных участников биржевых торгов не сумели исполнить свои обязательства по сделкам РЕПО с акциями, основные расчеты в данном сегменте рынка стали производиться через центрального контрагента (клиринговый центр), что в определенной степени позволило к настоящему времени минимизировать кредитные риски по данным сделкам РЕПО.

Тем не менее опережающий рост рынка РЕПО акций вызывает опасения. Прежде всего, публично недоступной является информация о том, насколько надежно на данном сегменте управляются риски, особенно по тем сделкам, расчеты по которым осуществляются внутри брокерских компаний и банков. Ни регулятор, ни сами брокеры не раскрывают общественности элементарных показателей, характеризующих масштаб операций РЕПО и риски участников данных сделок. У общественности нет информации ни о размере коэффициентов утилизации рыночных активов¹ у брокеров и их клиентов, ни о размерах финансового рычага на балансах у брокеров, ни об интегрированных коэффициентах оборачиваемости активов клиентов брокеров. Более того, небанковские брокеры в отличие от управляющих компаний и НПФ не раскрывают своей отчетности, составленной по стандартам МСФО с индикаторами риска их деятельности.

При сокращении сегмента рыночных сделок с акциями теряется возможность для определения справедливой стоимости акций российских эмитентов, цены сделок, применяемые в сегменте РЕПО, являются искаженными. Через сделки РЕПО в спекулятивные операции с акциями втягивается масса неискушенных инвесторов, принимающих на себя риски, которые они не понимают. Кроме того, избыточное стимулирование спекулятивных сделок отвлекает частных инвесторов от реализации более долгосрочных стратегий инвестирования.

Со стратегической точки зрения, гипертрофированное развитие денежного рынка на бирже ограничивает ее способность как центра перераспределения капитала в пользу наиболее эффективных эмитентов и стимулирования роста новых компаний. Денежный рынок в большей мере способствует сохранению позиций действующих компаний, сложившейся структуры экономики, поскольку его основные ресурсы приходятся на инструменты самых крупных по капитализации эмитентов ценных бумаг.

¹ Коэффициент утилизации рыночных активов равен отношению текущей стоимости ценных бумаг, использованных в качестве обеспечения операций РЕПО с контрагентами, к текущей стоимости ценных бумаг, имеющихся у брокера или его клиентов в наличии.

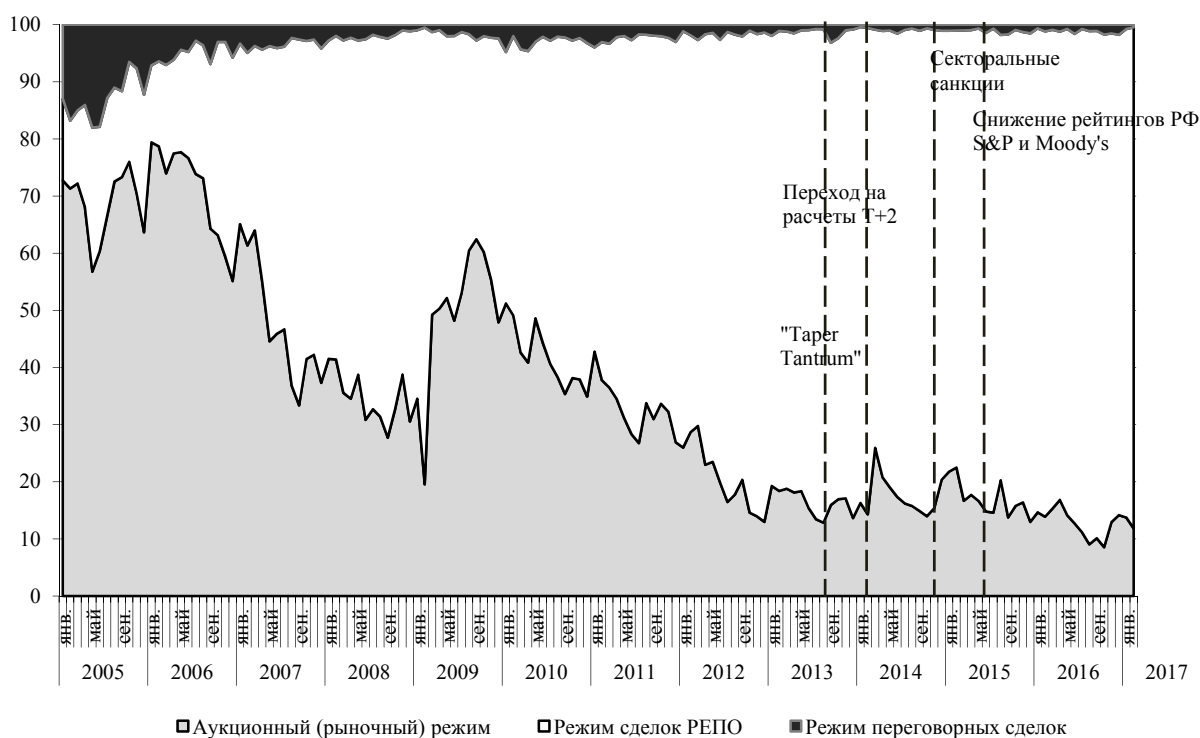


Рис. 13. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2017 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Наложение на данные о биржевой ликвидности, и, прежде всего, об объемах рыночных сделок с акциями важных событий, которые могли оказать влияние на поведение внутренних и иностранных инвесторов (рис. 13 и 14), показывает, что данные события, как правило, не приводили к существенным изменениям активности участников биржевых торгов¹. Например, завершение перехода биржевого рынка акций на расчеты T+2 в сентябре 2013 г. пока не привело к каким-либо заметным результатам в виде притока новых средств иностранных или внутренних инвесторов на фондовый рынок. Впрочем, этому могли помешать объективные факторы, ограничивающие приход иностранных инвесторов на внутренний рынок, такие как введение секторальных санкций в июле 2014 г. и снижение суверенного кредитного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами S&P и Moody's в январе-феврале 2015 г. ниже инвестиционного уровня.

Отчасти это подтверждает гипотезу, сформулированную в 2016 г. Банком России, о том, что поведение нерезидентов на российском рынке акций, оказывающее существенное влияние на ликвидность биржевого рынка акций, в большей степени определяется факторами глобального, а не локального характера².

¹ В перечне приведенных факторов термин «Taper Tantrum» (судорожная реакция) принято относить к событиям, случившимся в мае 2013 г., когда под влиянием слухов о скором повышении процентной ставки американской ФРС, началось массовое бегство глобальных инвесторов из развивающихся финансовых рынков.

² Обзор денежного рынка и рынка деривативов. Информационно-аналитические материалы Банка России, № 4, III квартал 2016 г., с.15.

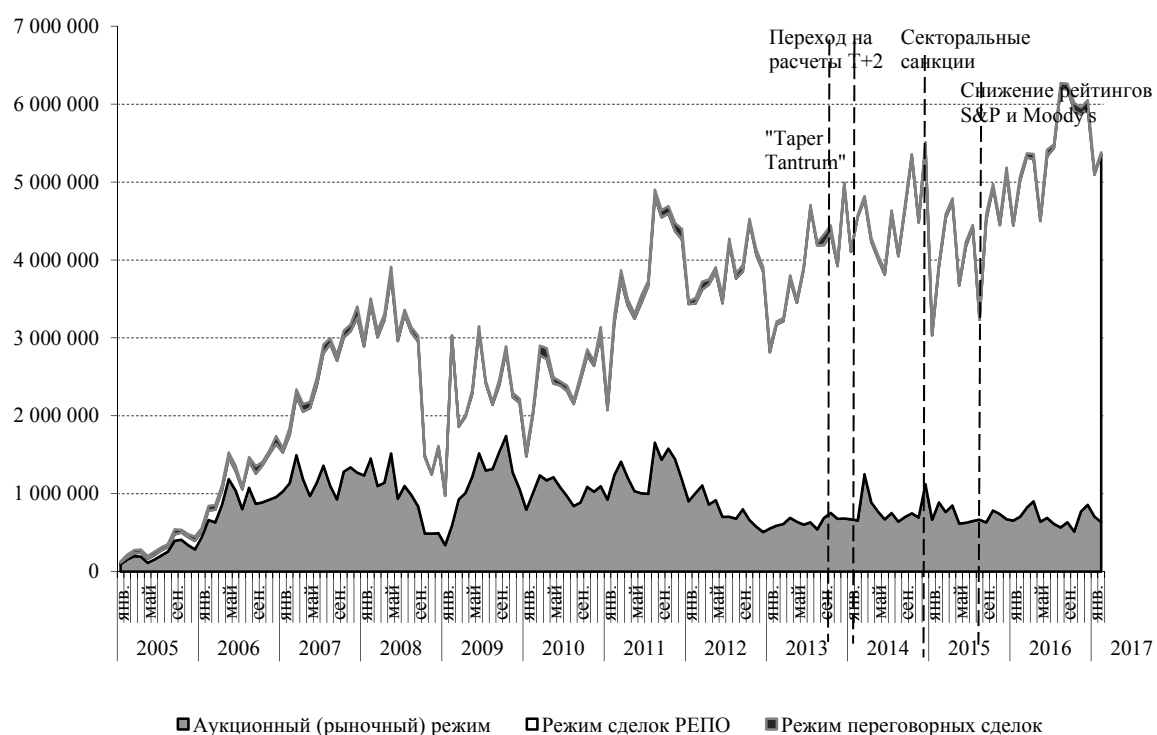


Рис. 14. Объемы сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2017 г., млн руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Таким образом, ключевой проблемой, на решении которой, по нашему мнению, целесообразно сосредоточиться бирже, является поиск источников роста рыночных сделок с акциями. Ключевым направлением в решении данных вопросов может быть развитие системы пенсионных накоплений, рост коллективных инвестиций, индивидуальных инвестиционных счетов и других форм аккумуляции денежных накоплений частных инвесторов.

На рис. 15 и в табл. 4 показана структура сделок с акциями в разрезе частных брокеров и контролируемых государством компаний (КГК)¹. Отдельно выделены операции по финансовому холдингу «Открытие», в котором косвенная доля государства в уставном капитале (через ВТБ) составляет всего около 10%, но по ряду непубличных причин часто привлекаемому для исполнения особо важных поручений государственных структур (например, андеррайтингу крупнейших эмиссий биржевых облигаций НК «Роснефть» в 2015 и 2016 гг., скупке крупных пакетов государственных еврооблигаций в 2015 г., крупных сделок рефинансирования в рублях и валюте со стороны Банка России).

Как показывают данные рис. 15, основная доля оборотов с акциями на Московской бирже по-прежнему приходится на частные российские финансовые организации, объемы сделок с участием дочерних брокерских структур крупных иностранных банков

¹ По состоянию на 2016 г. к участникам рынка, контролируемым государством, в выборке относились следующие участники биржевых торгов: Сбербанк России, Сбербанк КИБ, ВТБ, ВТБ Капитал и его дочерние структуры, ВТБ 24, Газпромбанк, Россельхозбанк, Связь-банк, КИТ Финанс, ВЭБ.

(GIB-subs)¹ играют относительно скромную роль. Доля частных брокерских компаний в объемах торгов составила 62,2% в феврале 2017 г. по сравнению с 86,2% в 2005 г. При этом доля дочерних структур иностранных банков в феврале 2017 г. составляла всего 6,6%. Парадоксом процесса коммерциализации российских фондовых бирж и их объединения в одну публичную компанию является то, что именно те российские частные брокеры-дилеры, через которых совершается больше половины сделок с акциями на бирже, практически никак не представлены в структуре акционерного капитала самой биржи².

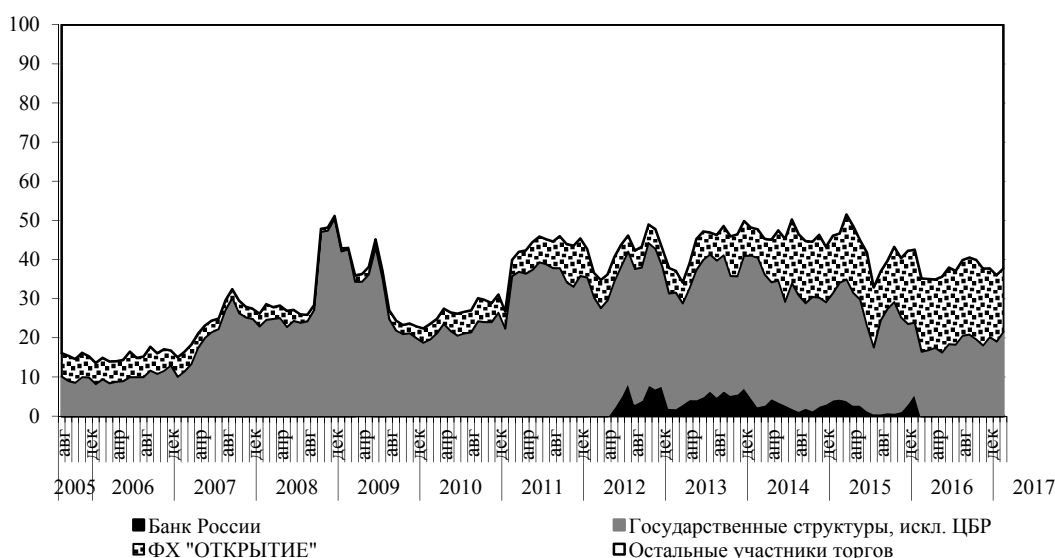


Рис. 15. Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов акциями на Московской бирже с августа 2005 г. по февраль 2017 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Таблица 4

Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов акциями на Московской бирже на конец отчетного периода, %

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	фев. 2017
Банк России		0,0	0,0	7,9	7,5	3,2	3,3	0,0	0,0
КГК	9,9	26,4	35,8	30,3	33,5	25,8	20,2	20,2	21,6
Финансовый холдинг «Открытие»	3,8	9,1	9,6	4,7	8,9	14,2	18,7	17,5	16,2
Иные участники биржевого рынка	86,3	64,5	54,6	57,1	50,2	56,7	57,8	62,3	62,2
из них:									
GIB-subs*				7,3	8,9	4,8	5,7	6,3	6,6

* GIB-subs – дочерние компании глобальных инвестиционных банков, являющиеся юридическими лицами по законодательству Российской Федерации и имеющие лицензию на право осуществления брокерской деятельности на рынке ценных бумаг.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

¹ В нашей выборке это: Goldman Sachs, Deutsche Bank, Ю-Би-ЭС банк (UBS), ING Банк (Евразия), Банк Кредит Свисс (Москва), Райффайзенбанк, КБ "Ситибанк", ЮниКредит Банк, КБ "Дж.П. Морган Банк Интернешнл", АКБ "РОСБАНК", ООО "Барклайс Капитал", Меррилл Линч, Морган Стэнли Банк, Эйч-эс-би-си Банк.

² Структура капитала Московской биржи рассматривается в разделе 3.5.

Доля контролируемых государством компаний в общем объеме биржевых сделок с акциями выросла с 9,9% в 2005 г. до 21,6% в феврале 2017 г. Однако, как показано на *рис. 15*, основной всплеск экспансии КГК в торгах акциями на бирже, как правило, приходился на наиболее сложные этапы деятельности российского рынка, конец 2008 г. – первую половину 2009 г., когда за счет централизованных кредитных ресурсов осуществлялась программа мер по поддержке внутреннего фондового рынка через Внешэкономбанк. Другим примером повышенной активности КГК на организованном рынке акций был период 2011–2015 гг., когда из-за ограничений в привлечении заемных ресурсов на глобальном рынке капитала для российских финансовых организаций сначала из-за кризиса в еврозоне, а затем – введения секторальных санкций, Банк России был вынужден проводить активную политику рефинансирования банков через сделки РЕПО, в том числе под обеспечение в виде акций российских компаний. За это время суммарная доля КГК и Банка России в объеме биржевых сделок с акциями сначала выросла с 26,4% в 2010 г. до 41,0% в 2013 г., а затем вновь уменьшилась до 23,5% в 2015 г.

В 2016 г. Банк России не совершал сделок РЕПО с акциями на бирже, а доля КГК в объемах биржевых торгов достигла 20,2%, то есть стала ниже уровня 2010 г., что в определенной мере свидетельствует о стабилизации ситуации на финансовом рынке. Во многом это было связано с изменением модели рефинансирования банковской системы, когда сделки РЕПО между Банком России и преимущественно крупными государственными банками были заменены на более диверсифицированные сделки РЕПО через центрального контрагента, где поставщиками ликвидности на рынок выступают крупные банки, держащие значительные остатки свободных средств крупных бюджетополучателей.

Обращает на себя внимание значительное увеличение в объемах биржевых торгов акциями доли финансового холдинга «Открытие», превратившегося в самого крупного игрока в данном сегменте биржевых операций. Доля компании в объеме сделок с акциями на бирже выросла с 3,8% в 2005 г. до 16,2% в феврале 2017 г. Можно предполагать, что данный прогресс был достигнут компаниями данного холдинга не только за счет активных стратегий поглощения других банковских структур, но и активного участия финансового холдинга в различных проектах по рефинансированию банковской системы за счет различных централизованных финансовых ресурсов.

Таким образом, можно сделать вывод, что, несмотря на сокращение ликвидности, секторальные санкции и иные сложности, биржевой рынок акций представлен достаточно широким кругом различных участников торгов. Основные объемы биржевых торгов с акциями приходятся на частные российские финансовые организации, а также контролируемые государством компании. Некоторые сдвиги в 2016 г. в структуре сделок в пользу частных посредников, скорее, говорят о том, что бирже удалось построить более диверсифицированный механизм рефинансирования банковской системы, а сам рынок стал более устойчивым. Анализ структуры инвесторов на бирже показывает тенденцию роста активности нерезидентов, которой не помешало даже введение секторальных санкций.

Несмотря на то, что состояние внутренней конкуренции является одной из наиболее острых проблем российского фондового рынка, данный вопрос относительно слабо представлен в отчетах официальных органов власти, как с точки зрения методологии оценки состояния конкуренции, так и самих эмпирических данных. Поэтому в данном случае рассматриваются лишь отдельные аспекты данной проблемы.

На рис. 16 приводятся сведения о динамике индекса Херфиндаля – Хиршмана (ННІ)¹ на рынке акций и облигаций Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2017 г. По оценкам ФАС, рынок является низко концентрированным при значении ННІ менее 800, умеренно концентрированным при $800 < \text{ННІ} < 1800$ и высококонцентрированным, если ННІ превышает 1800².

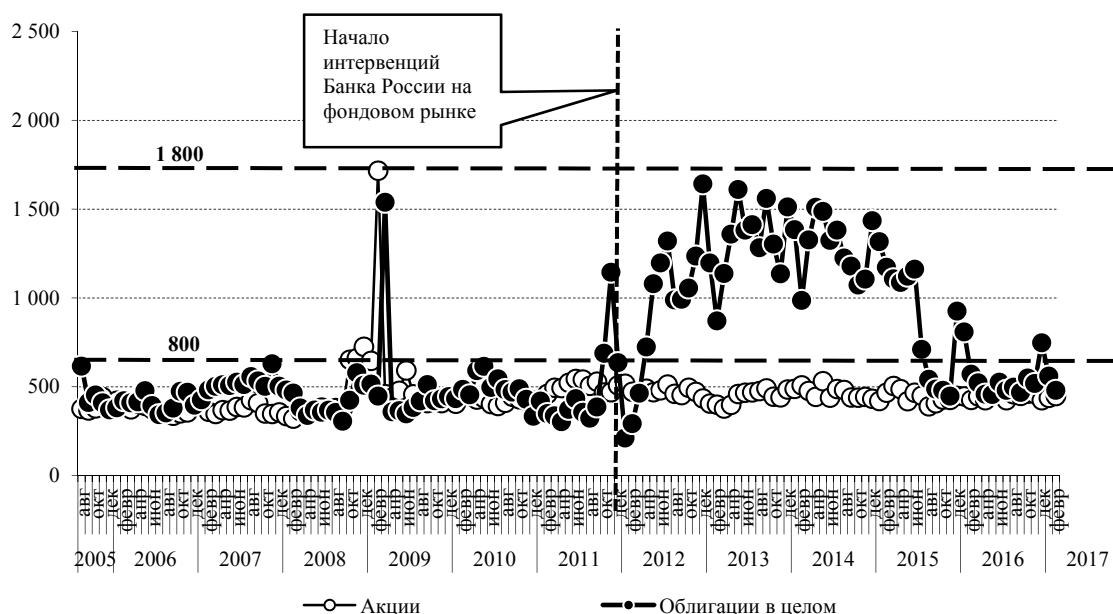


Рис. 16. Индекс Херфиндаля – Хиршмана по объему биржевых торгов с акциями и облигациями на Московской бирже (все режимы торгов)³

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На протяжении всего периода наблюдений, за редким исключением во время кризиса 2008 г., когда Банк России был вынужден проводить сделки РЕПО, обеспеченные акциями, в том числе в 2016 г., ННІ по сделкам на рынке акций Московской биржи стабильно находился на уровне около 500, то есть данный сегмент рынка был низко концентрированным. Несколько иные тенденции действовали на рынке облигаций, где выделяются три разных периода поведения ННІ. С августа 2005 г. по август 2011 г. ННІ по рынку облигаций незначительно колебался вокруг уровня 500, демонстрируя показатели низко концентрированного рынка. С сентября 2011 г. до начала 2015 г., когда Банк России в

¹ Индекс концентрации рынка Херфиндаля – Хиршмана (ННІ) рассчитывается как сумма квадратов процентных долей в объемах биржевых торгов каждого участника: $\text{ННІ} = (D1)^2 + (D2)^2 + \dots + (Dm)^2$, где D_i – доля на рынке i -го участника, выраженная в процентах; $i = 1, 2, \dots, m$.

² 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 N 86.

³ Из-за прекращения с августа 2015 г. раскрытия информации Московской биржей о сделках конкретных участников рынка с корпоративными, региональными и государственными облигациями и переходом к раскрытию лишь агрегированной информации о сделках участников со всеми видами облигаций, а также того обстоятельства, что публикация информации о сделках с ОФЗ на бирже началась лишь с февраля 2012 г., при расчете (ННІ) по рынку облигаций был использован ряд допущений. До февраля 2012 г. ННІ по рынку облигаций рассчитывался по сделкам только с корпоративными и региональными облигациями, а с февраля 2012 г. он включает все виды облигаций.

значительных объемах совершал операции РЕПО под залог облигаций, значения ННІ по данному сегменту биржевого рынка вышли в диапазон от 800 до 1800, что характерно для умеренно концентрированного рынка. По мере сокращения объемов рефинансирования банков с помощью сделок РЕПО с участием Банка России, начиная с февраля-марта 2015 г. рынок облигаций вновь вернулся к состоянию низко концентрированного со значениями ННІ, близкими 500. Отдельные всплески значения ННІ за этот период приходились на декабрь 2015 г. и декабрь 2016 г., при размещении значительных объемов корпоративных облигаций ПАО НК «Роснефть».

О слабом уровне конкуренции на рынках андеррайтинговых и консалтинговых услуг при размещении корпоративных и региональных облигаций свидетельствуют данные индекса Херфиндаля – Хиршмана (рис. 17). Начиная с 2009 г., рынок инвестиционно-банковских услуг по сделкам с корпоративными облигациями превратился из высококонкурентного в умеренно концентрированный, когда ежемесячные значения ННІ попадают в диапазон от 800 до 1800. В 2016 г. в сегменте услуг по корпоративным облигациям ННІ был равен 1197. С 2011 г. рынок услуг по выпускам региональных облигаций, балансирует между зонами умеренно и высококонцентрированного рынка. В 2016 г. со значением ННІ 2463 он подпадал под определение высококонцентрированного рынка.

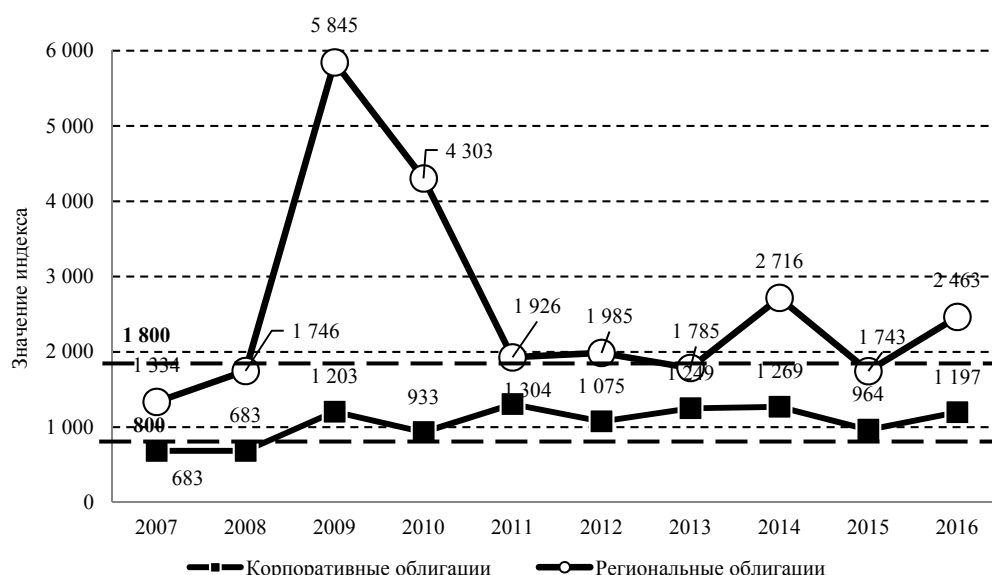


Рис. 17. Индекс Херфиндаля – Хиршмана: услуги по организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2007–2016 гг.

Источник: Расчеты автора по данным рейтингов организаторов размещений облигаций на ресурсе cBonds.ru за 2007–2016 гг.

Основными каналами влияния рынка акций на экономический рост являются привлечение компаниями инвестиционных ресурсов с помощью первичных размещений долевых ценных бумаг, а также сделки слияния-поглощения. Как следует из данных табл. 5, в 2014–2016 гг. на рынке IPO-SPO компаний наблюдался спад активности, объясняемый не только последствиями секторальных санкций, но, даже в большей мере, рецессией российской экономики. В 2014, 2015 и 2016 гг. объемы сделок составили соответственно

1,7, 0,6 и 2,1 млрд долл., что значительно меньше чем за предшествующие три года, когда рынок публичных размещений за год не опускался ниже 9,0 млрд долл.

Аналогичный спад наблюдался в сегменте сделок слияний-поглощений, хотя здесь, оценки существенно отличаются у разных аналитических ресурсов (Merger.ru, KPMG, агентство АК&М, Thomson Reuters). На основании оценок Merger.ru, объем сделок слияний-поглощений с участием российских компаний составил в 2014, 2015, 2016 гг. соответственно 58,7, 59,9 и 41,7 млрд долл., что, как и в случае с публичными размещениями акций, ниже объема сделок за предшествующие три года. При этом, как видно из приводимых цифр, рынок слияний и поглощений в России на порядок превосходил объемы сделок IPO-SPO, что свидетельствует о слабости внутреннего публичного рынка как механизма перераспределения инвестиционных потоков в российской экономике.

Таблица 5

Параметры рынка акций российских компаний, млрд долл.

	Капитализация	Вторичный рынок, включая иностранные биржи	IPO-SPO акций	Поступления в основной капитал от IPO			Объем завершившихся сделок слияния-поглощения
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему IPO-SPO	
2000	41	47	0,5	0,2	0,5	40,0	5,0
2001	75	49	0,2	0,1	0,1	50,0	12,0
2002	106	87	1,3	0,2	0,2	15,4	18,1
2003	176	188	0,6	0,2	0,1	33,3	32,4
2004	230	541	3	0,1	0,0	3,3	27,1
2005	549	374	5,2	3,2	0,6	61,5	60,2
2006	1057	914	17	3,2	0,3	18,8	61,9
2007	1503	1687	33	3,6	0,2	10,9	127,7
2008	397	1983	1,9	2,1	0,5	110,5*	117,0
2009	861	1156	1,7	2,0	0,2	117,6*	55,7
2010	1379	1431	6,3	2,4	0,2	37,9	55,1
2011	1096	2222	11,3	2,6	0,2	23,1	94,3
2012	1079	1931	9,5	3,1	0,3	32,6	72,7
2013	1041	1801	9,0	3,1	0,3	34,4	156,1
2014	517	1739	1,7	3,1	0,6	182,0*	58,7
2015	393	997	0,6	0,9	0,2	150,0*	56,9
2016	635	1134	2,1	0,7	0,1	32,0**	41,7

* значение больше 100%, поскольку часть инвестиций в основной капитал могли производиться за счет частных размещений акций; ** сумма поступления по результатам IPO компаний Роснефть и ФХ «Открытие» на Московской бирже в 2016 г.

Источник: расчеты автора по данным Росстата, Банка России, Московской биржи и информационно-аналитического ресурса Merger.ru

В 2016 г. в общих источниках инвестиций в основной капитал доля эмиссии акций составляла всего 0,1%. Это предполагает, что основной объем новых средств, привлекаемых российскими компаниями на внутреннем рынке акций и корпоративных облигаций, продолжал идти на рефинансирование или погашение долгов, финансирование сделок слияний-поглощений и на иные цели, не имеющие прямого отношения к инвестициям в основные средства.

Таким образом, биржевой рынок акций пока вносит относительно скромный вклад в накопление реальных активов компаний и в экономический рост. Иными словами, потенциал внутреннего фондового рынка в решении ключевых проблем российской экономики пока в полной мере не используется.

3.3. Рынок облигаций

3.3.1. Рынок негосударственных облигаций

В 2016 г. стоимость облигационных займов в России продолжала расти, достигнув 16,2 трлн руб., что на 13,8% больше по сравнению с 2015 г. (рис. 18). Стоимость корпоративных облигаций, включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 8,1 трлн руб. до 9,4 трлн руб., или на 17,0%; региональных облигаций – с 0,58 трлн руб. до 0,63 трлн руб., или на 10,1%; федеральных облигаций (ОФЗ, ГСО и др.) – с 5,6 трлн руб. до 6,1 трлн руб., или на 9,5%. Несмотря на высокую потребность в денежных средствах для финансирования бюджетных расходов, в 2016 г. Минфин России проводил умеренную политику по наращиванию внутреннего государственного долга, оставляя возможность для роста заимствований отрезанных от глобального долгового рынка российских компаний и регионов.

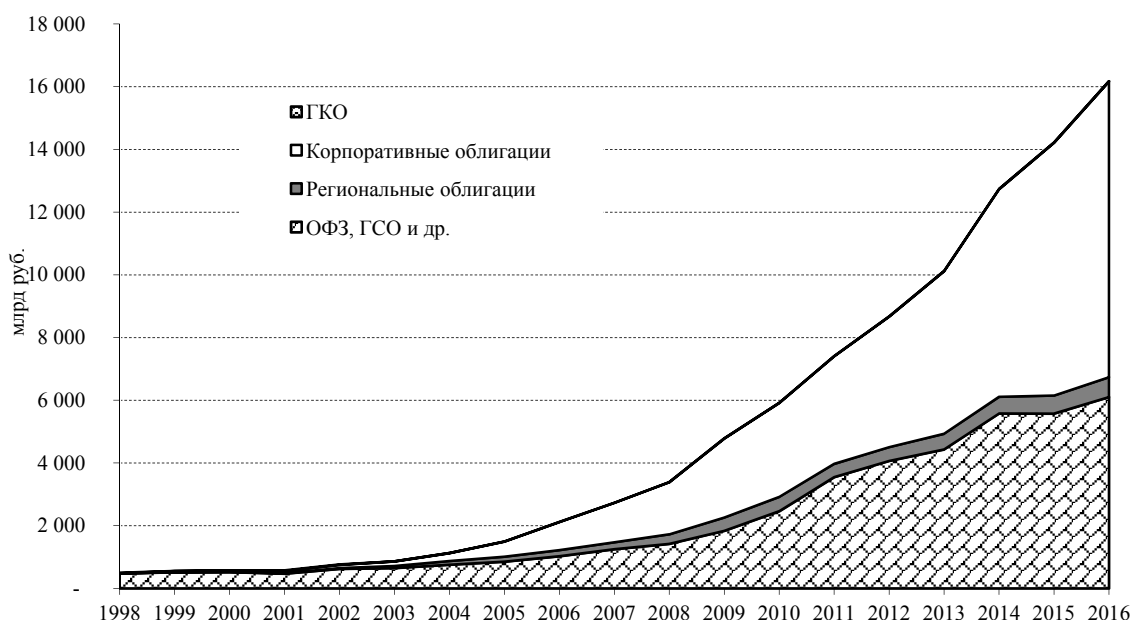


Рис. 18. Объемы рублевых облигаций в обращении, млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Минфина России и Cbonds.ru.

В отличие от ситуации с 2015 г. в 2016 г. наблюдался рост объемов размещений на Московской бирже всех рассматриваемых категорий долговых финансовых инструментов (рис. 19). Наибольший рост пришелся на корпоративные облигации, объем размещений которых вырос с 1,8 трлн руб. в 2015 г. до 3,7 трлн руб. в 2016 г., или в 2,1 раза. Основную роль в таком росте размеров размещенных корпоративных облигаций сыграла нерыночная эмиссия облигаций НК «Роснефть» в конце 2016 г.

Объем эмиссии федеральных облигаций вырос с 0,84 трлн руб. в 2015 г. до 1,05 трлн руб. в 2016 г., или на 26,2%. За тот же период времени объем выпусков региональных облигаций вырос со 100,0 млрд руб. до 159,0 млрд руб., или на 59,0%. Применительно

ко всем категориям облигаций драйверами роста их размещений со стороны предложения выступала растущая потребность бизнеса и государства в финансировании своих расходов и проектов в условиях ограниченного доступа на зарубежные финансовые рынки и проблемах в доходной базе, а со стороны спроса – рост избыточной ликвидности в банковском секторе и спрос на рублевые активы со стороны отдельных категорий иностранных портфельных инвесторов.



Рис. 19. Объемы размещений рублевых облигаций¹ в 1993–2016 гг.

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

Несмотря на присутствие почти 400 эмитентов в листинге, первичный рынок корпоративных облигаций на Московской бирже является высоко концентрированным с преобладанием на нем эмиссий контролируемых государством компаний. Как следует из данных табл. 6, на долю 24 самых крупных эмитентов в 2010–2016 гг. приходилось 60–70% объемов размещений корпоративных облигаций; в 2016 г. данный показатель составил 67,8% по сравнению с 61,5% в 2015 г. Среди крупных эмитентов преобладали контролируемые государством компании (КГК); только на тех из них, которые входили в группу топ-24 эмитентов, в 2016 г. приходилось 48,2% от общей стоимости выпусков корпоративных облигаций всех компаний на рынке. В 2015 г. данный показатель составлял 46,4%. Таким образом, рынок корпоративных облигаций в настоящее время функционирует как механизм перераспределения финансовых ресурсов на рынке в пользу крупных и преимущественно КГК.

¹ В данном случае объем размещений региональных и корпоративных облигаций оценивался исходя из объемов сделок по размещению облигаций, ежемесячно раскрываемых Московской биржей. Указанные данные могут отличаться от данных по объему размещений указанных ценных бумаг, публикуемых информационно-аналитическим ресурсом Cbonds.ru, из-за наличия не учитываемых биржей закрытых размещений облигаций.

Таблица 6

Концентрация эмитентов рублевых корпоративных облигаций: доля эмитентов, контролируемых государством, в 2009–2016 гг.

	Первые 5 эмитентов		Первые 10 эмитентов		Первые 24 эмитента		всего по рынку
	всего	в т.ч. государственные	всего	в т.ч. государственные	всего	в т.ч. государственные	
2009							
Млрд руб.	440	390	610	441	803	513	917
Доля, %	48,0	42,5	66,5	48,1	87,6	55,9	100,0
2010							
Млрд руб.	177	147	304	200	513	317	855
Доля, %	20,7	17,2	35,6	23,4	60,0	37,1	100,0
2011							
Млрд руб.	241	191	389	309	642	405	1089
Доля, %	22,1	17,5	35,7	28,4	59,0	37,2	100,0
2012							
Млрд руб.	265	265	429	334	690	443	1199
Доля, %	22,1	22,1	35,8	27,9	57,5	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
2014							
Млрд руб.	875	827	1051	934	1334	1038	1739
Доля, %	50,3	47,6	60,4	53,7	76,7	59,7	100,0
2015							
Млрд руб.	683	683	861	788	1180	891	1919
Доля, %	35,6	35,6	44,9	41,1	61,5	46,4	100,0
2016							
Млрд руб.	972	882	1228	1038	1653	1176	2439
Доля, %	39,9	36,2	50,3	42,6	67,8	48,2	100,0

Источник: расчеты автора по данным sBonds.ru, rusBonds.ru и Московской биржи.

В 2016 г. российские компании начали возвращаться на рынок еврооблигаций. Четыре компании – Альфа-банк, Полюс золото, UC Rusal и Северсталь провели успешные размещения. По данным Sbonds, в 2016 г. российские корпоративные заемщики привлекли на внешнем рынке 12,3 млрд долл. по сравнению с 4 млрд долл. в 2015 г.

В 2016 г. стоимость рублевых корпоративных облигаций оценивалась в 141 млрд долл., еврооблигаций – 136 млрд долл., годом раньше данные цифры соответственно составляли 133 млрд долл. и 139 млрд долл. (рис. 20) Всего же после обострения геополитических рисков, начиная с 2014 г., стоимость еврооблигаций российских компаний сократилась со 182 млрд долл. в 2013 г. до 136 млрд долл. в 2016 г., или на 25,3%. За тот же период времени стоимость внутренних корпоративных облигаций в долларовом выражении снизилась со 165 млрд долл. до 141 млрд долл., или на 14,6%.

В 2016 г. на первичном рынке наблюдался процесс активизации деятельности эмитентов и андеррайтеров в сфере инноваций с выпуском новых финансовых инструментов. К числу наиболее значимых инноваций можно отнести размещение бессрочных субординированных облигаций Россельхозбанка, выпуск однодневных облигаций ВТБ, выпуск секьюритизированных ценных бумаг АИЖК в рамках проекта «Фабрика ИЦБ».

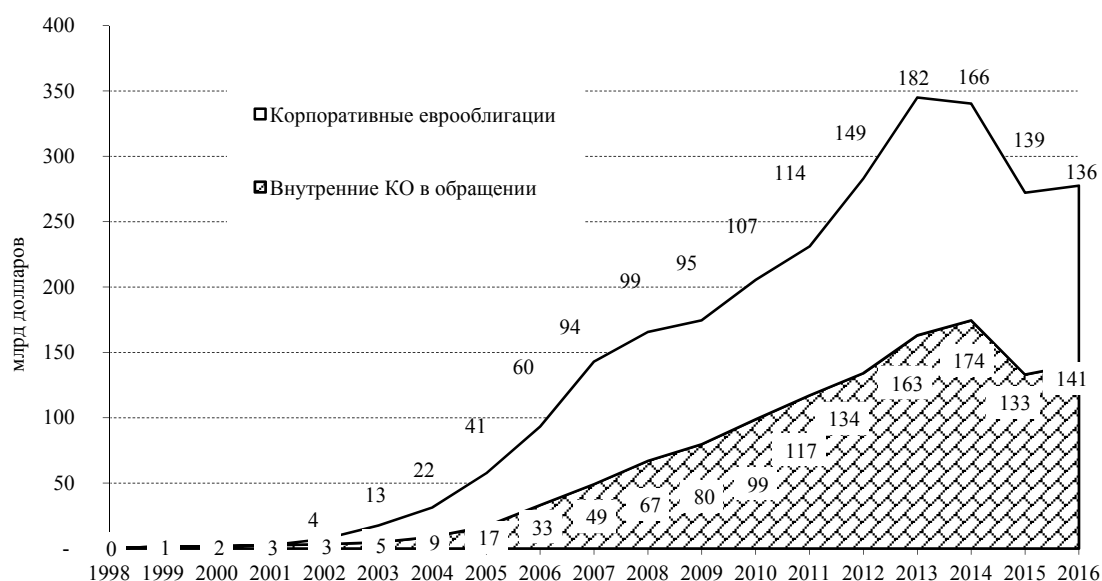


Рис. 20. Объемы корпоративных облигаций российских эмитентов в обращении

Источник: расчеты автора по данным CBonds и Московской биржи.

Спрос на новые выпуски корпоративных облигаций и объем сделок на вторичном рынке во многом определяются состоянием ликвидности на внутреннем денежном рынке. В разные периоды времени с начала 2000-х можно выделить несколько этапов, когда ликвидность на рынке формировалась за счет разных факторов, что влияло на рынок корпоративных облигаций (рис. 21). С января 2001 г. по июль 2004 г. наблюдался период умеренной ликвидности, когда спрос на корпоративные облигации поддерживался за счет внутренних источников банков и средств нерезидентов, замороженных после дефолта на счетах типа С. С августа 2004 г. по август 2008 г. после получения Россией инвестиционных рейтингов от международных рейтинговых агентств и до кризиса 2008 г. на фоне стабилизации рубля наблюдался период стратегий carry trade¹, когда ликвидность и спрос на облигации формировались за счет дешевых иностранных заимствований. С сентября 2008 г. по август 2011 г. наблюдался период кризиса и посткризисного восстановления, когда монетарные власти поддерживали необходимый уровень ликвидности в банковской системе за счет целевых источников централизованных средств, но при этом за счет высокой ставки рефинансирования ограничивали ее использование на цели кредитования бизнеса и физических лиц. С сентября 2011 г. по январь 2016 г. наблюдался период поддержки ликвидности преимущественно за счет рефинансирования Банком России банков в виде сделок РЕПО.

¹ Согласно определению Банка России carry trade – стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынка с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки. (Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики. Информационно-аналитический материал Банка России. № 4, IV квартал 2016 г., сс.36–37).

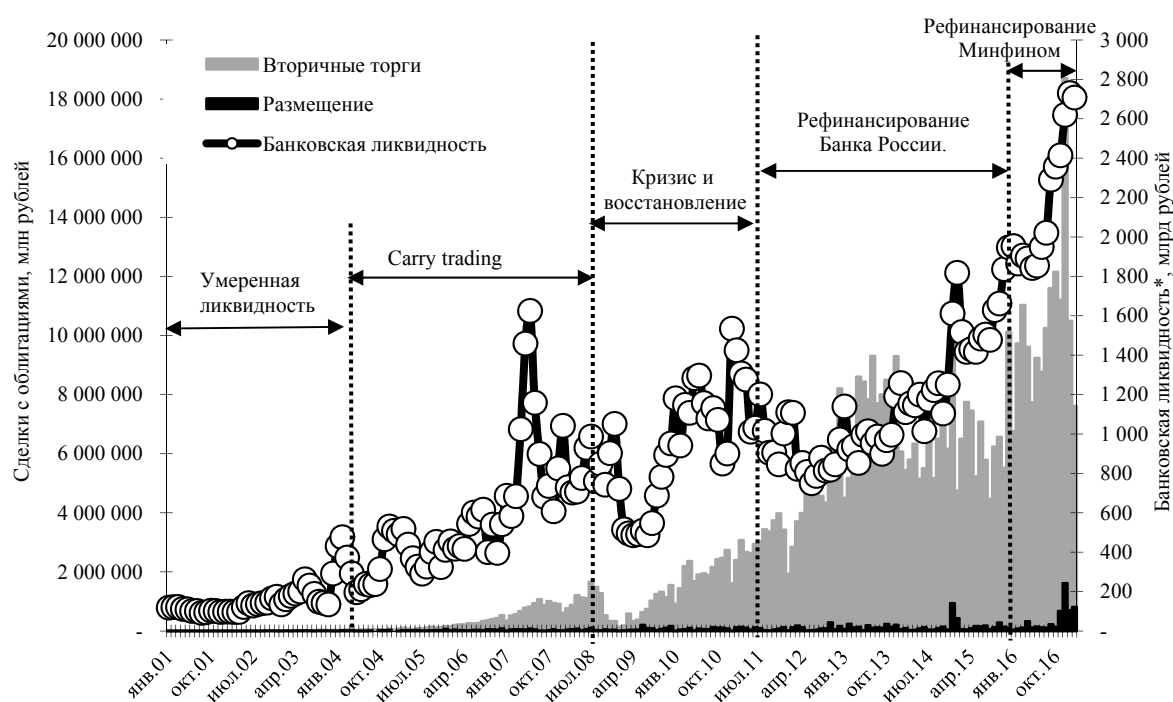


Рис. 21. Операции с корпоративными облигациями и банковская ликвидность с января 2001 г. по февраль 2017 г.

* под банковской ликвидностью понимаются остатки денежных средств банков на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России.

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

С января 2016 г. по настоящее время основным фактором поддержки ликвидности в банковской системе стало накопление средств на счетах бюджетополучателей в банках в процессе финансирования бюджетных расходов за счет ресурсов резервного фонда, то есть бюджетные источники. Именно данный фактор привел к появлению в 2016 г. феномена избыточной ликвидности в банковской системе, при которой рублевые облигации наряду с депозитными аукционами банка России стали основными механизмами ее абсорбции.

Как показано на рис. 22 за период с июля 2001 г. по март 2017 г. внутренний рынок корпоративных облигаций испытал два шока – в феврале 2009 г., когда доходность облигаций портфеля IFX-Cbonds выросла до 24,8% годовых с последующим снижением его дюрации до 0,8 года, а также в конце декабря 2014 г. когда средняя доходность облигаций портфеля IFX-Cbonds достигла 17,0% годовых со снижением дюрации до 0,7 года. Шок 2014 г. во многом был вызван введением секторальных санкций в июле 2014 г. и резким падением цен на нефть с сентября 2014 г. Однако со второй половины 2015 г., благодаря усилиям в монетарных властей, в значительной степени удалось стабилизировать ситуацию на внутреннем долговом рынке. К концу марта 2017 г. доходность портфеля IFX-Cbonds снизилась до 9,68% годовых, его дюрация повысилась до 1,42 года. По размеру доходности к погашению рынок корпоративных облигаций лишь на 1–1,5 п.п. пока не достиг предкризисного уровня 2013 г., а по дюрации вышел на прежние рубежи. Однако в отличие от рынка ОФЗ, где более активно присутствуют нерезиденты, рынок

корпоративных облигаций в значительно большей мере сталкивается с проблемой ликвидности.

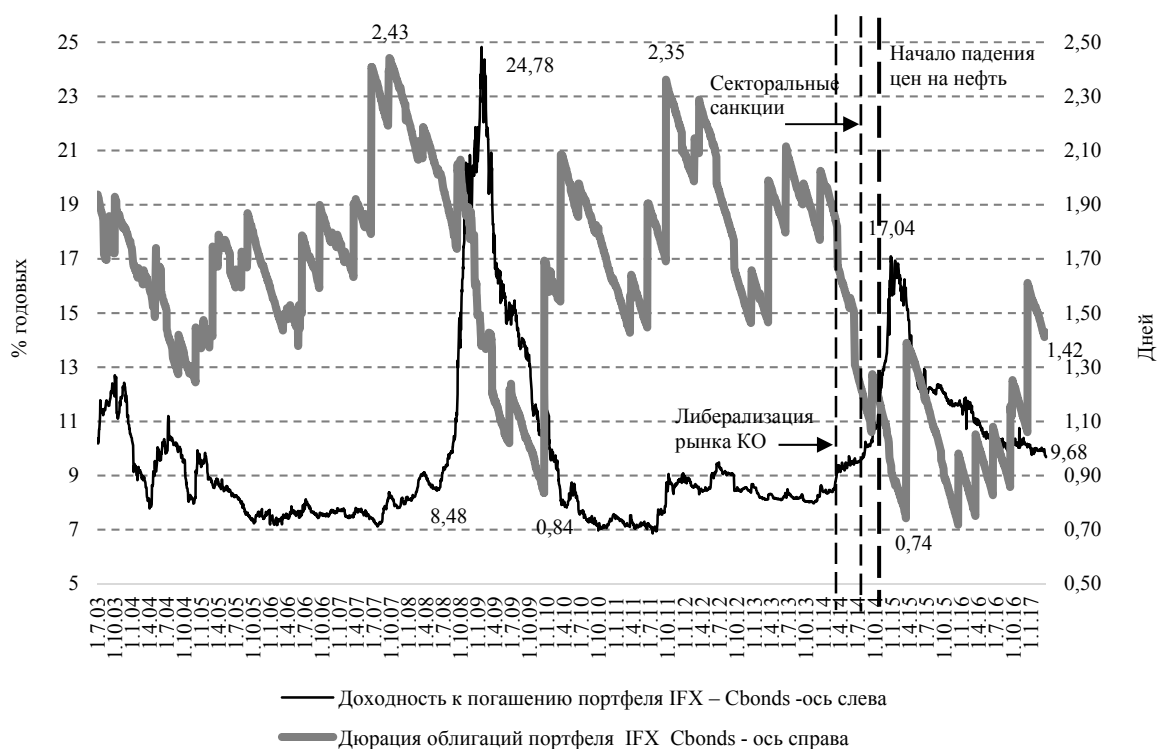


Рис. 22. Динамика доходности к погашению и дюрации портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с 01.07.2003 г. до 23.03.2017 г.

Источник: расчеты автора по данным sBonds.ru.

Таким образом, драйверами роста рынка корпоративных облигаций на разных этапах выступали различные факторы, однако в большей мере они предполагали использование краткосрочных источников средств и стратегий. Дефицит на рынке долгосрочных ресурсов и нестабильность инвестиционного климата выступают сдерживающими факторами роста рынка негосударственных заимствований.

Доминирование денежного рынка в общей структуре сделок на вторичном рынке с корпоративными облигациями на Московской бирже иллюстрируется на рис. 23. В январе-феврале 2017 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с корпоративными облигациями достигла рекордного уровня – 97,2%. В это же время только 0,9% сделок с корпоративными облигациями являлись рыночными, то есть заключались на анонимном аукционе. Для сравнения, в 2005 г. доля сделок РЕПО составляла 28,0%, а рыночных сделок – 11,5%; оставшиеся 60,6% сделок совершались в переговорном режиме.

Низкая ликвидность рыночных сделок с корпоративными облигациями на бирже затрудняет применение рыночной и справедливой стоимости в ценообразовании данных инструментов, что создает риски в учете финансовых организаций. В 2016 г. так и не стали популярными услуги ценовых центров на финансовых центрах, идея создания которых исходила от Банка России и саморегулируемых организаций.

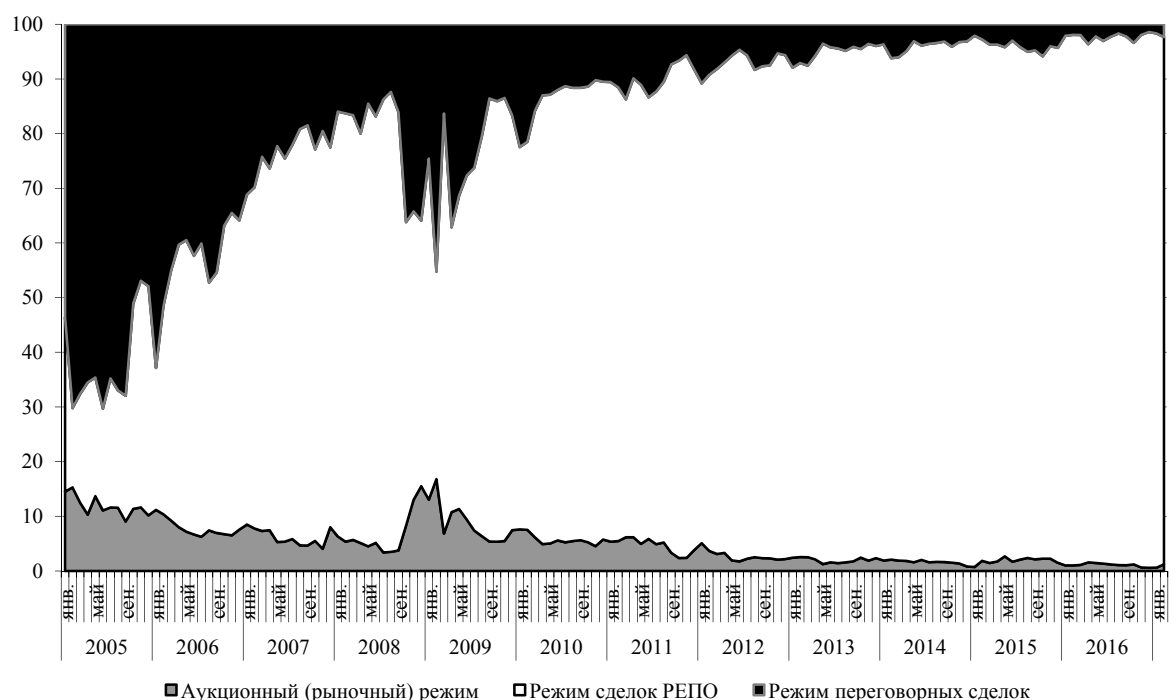


Рис. 23. Структура сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже, %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Стоимость всех сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже выросла с 77,5 трлн руб. в 2015 г. до 126,8 трлн руб. в 2016 г., или на 64,0% (рис. 24). В основном это произошло за счет роста сделок РЕПО в конце 2016 г., использованных для рефинансирования облигаций НК «Роснефть». Объем переговорных сделок с корпоративными облигациями в 2016 г. сократился до 2,9 трлн руб., по сравнению с 3,1 трлн руб. в 2015 г., или на 6,9%. За тот же период произошло также уменьшение стоимости рыночных сделок до 1,3 трлн руб. по сравнению с 1,4 трлн руб. в предшествующем году, или на 7,2%.

Особенно впечатляющими являются темпы роста денежного рынка корпоративных облигаций по отношению к уровню 2010 г., когда еще не использовался в полную силу механизм рефинансирования банков с помощью сделок РЕПО с участием Банка России. За этот период времени объем рыночных сделок с корпоративными облигациями уменьшился с 1,34 трлн руб. до 1,33 трлн руб., или на 0,9%; объем сделок в сегменте РПС уменьшился с 3,12 трлн руб. до 2,87 трлн руб., или на 8,2%, зато объем сделок РЕПО вырос с 19,69 трлн руб. до 122,57 трлн руб., или в 6,2 раза.

Таким образом, на рынке негосударственных облигаций продолжал доминировать денежный рынок. В 2016 г. объемы рыночных сделок с корпоративными и региональными облигациями продолжали уменьшаться. Однако, если на рынке корпоративных облигаций наблюдался ускоренный рост сделок РЕПО, подстегиваемый избыточной ликвидностью в банковской системе, то на рынке региональных облигаций, наоборот наблюдалось существенное сокращение рынка РЕПО по сравнению с его уровнями 2010 г.

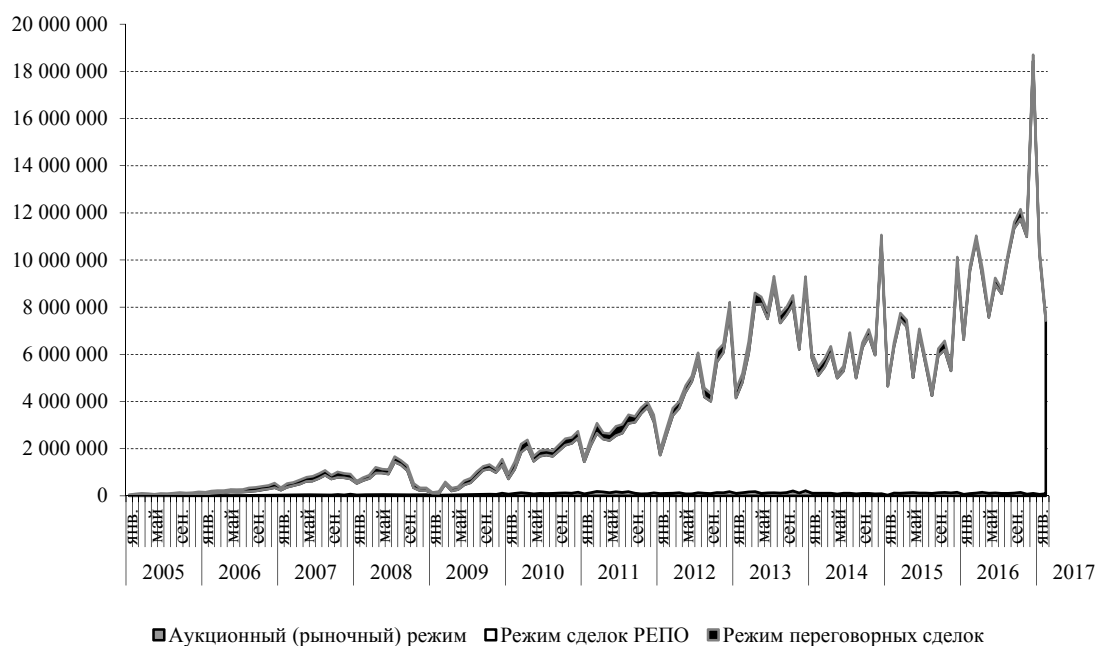


Рис. 24. Стоимость сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже, млн руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 25 анализируются доли разных групп финансовых организаций (частных и контролируемых государством компаний¹, Банка России) в совокупных объемах биржевых торгов облигациями на Московской бирже, включая рыночные, переговорные сделки и сделки РЕПО². Доли различных групп участников торгов с облигациями в общем биржевом обороте во многом зависят от того, каким образом осуществляется рефинансирование банковской системы. В период активных операций Банка России по рефинансированию банковской системы через сделки РЕПО с сентября 2011 г. по январь 2016 г. в объемах торгов облигациями существенную роль играли непосредственно Банк России и крупные государственные банки. Например, в 2012 г. доля Банка России и КГК в общем объеме биржевых торгов облигациями составляла соответственно 35,5% и 29,1%, то есть в сумме 64,6%.

По мере перехода от прямого РЕПО с банком России к рефинансированию под залог облигаций через сделки РЕПО с централизованным контрагентом (ЦК) доля Банка России существенно сократилась, а доля КГК, наоборот, повысилась, отражая их растущее значение как проводников ликвидности в банковской системе. В феврале 2017 г. доля Банка России снизилась до 3,1% по сравнению с 24,4% в декабре 2015 г., в то время как доля КГК за тот же период времени выросла с 25,0 до 27,9%.

¹ По состоянию на 2016 г. к участникам рынка, контролируемым государством, в выборке относились следующие участники биржевых торгов: Сбербанк России, Сбербанк КИБ, ВТБ, ВТБ Капитал и его дочерние структуры, ВТБ 24, Газпромбанк, Россельхозбанк, Связь-банк, КИТ Финанс, ВЭБ.

² Включая корпоративные, региональные и государственные облигации. С августа 2015 г. Московская биржа прекратила раскрытие информации об объемах ежемесячных сделок, совершаемых по отдельным категориям облигаций.

В общем объеме торгов облигациями на Московской бирже резко выросла доля ФХ «Открытие» с 1,5% в 2013 г. до 16,0% в феврале 2017 г. По объему сделок с облигациями данная компания стала крупнейшей на биржевом рынке.

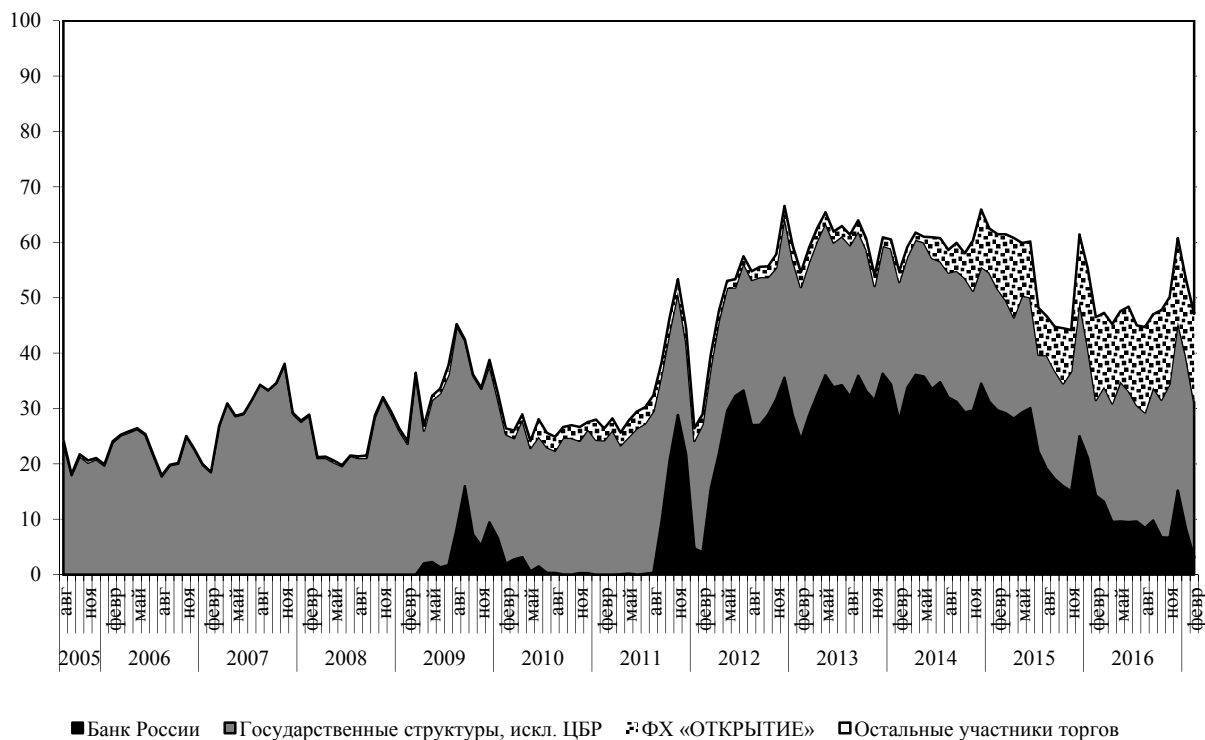


Рис. 25. Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов облигациями на Московской бирже, %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Доля других частных финансовых посредников на рынке облигаций выросла с 38,6% в 2015 г. до 52,9% в феврале 2017 г. При этом доля дочерних компаний крупных иностранных банков, несмотря на ее рост, оставалась относительно низкой – 8,5% в феврале 2017 г.

Таким образом, с точки зрения структуры посредников и инвесторов рынок облигаций в целом и негосударственных облигаций в частности, пока остается местом, где преобладают банки, заинтересованные в привлечении ресурсов на денежном рынке под залог долговых ценных бумаг. Доля нерезидентов на рынке корпоративных облигаций остается умеренной, составляя в среднем 15%. В общих объемах торгов облигациями доля частных лиц не превышает 0,5% от стоимости биржевых оборотов. Необходимы дополнительные меры, направленные на активизацию участия населения на внутреннем рынке долговых финансовых инструментов.

Важным критерием эффективности рынка корпоративных облигаций является то, насколько он способствует привлечению инвестиций в компании реального сектора и банковские структуры. Информация о том, как средства, привлекаемые российскими компаниями путем размещения облигаций, используются для цели роста их основного капитала, публикуется Росстатом на основе опроса представителей компаний-эмитентов. По данным Росстата получается, что в течение 2000–2015 гг. из общих выпусков

корпоративных облигаций в инвестиции в основной капитал попадала лишь очень незначительная часть привлекаемых компаниями средств.

В 2015 г. из общего объема эмиссии в размере 29 млрд долл. на инвестиции в основной капитал пошло лишь 2,6 млрд долл., или 6,6% привлеченных средств (табл. 7). На основании данной статистики можно сделать вывод о том, что рынок корпоративных облигаций не оказывает существенного влияния на инвестиции в основные средства и экономический рост. Как было показано выше, корпоративные облигации де-факто являются слишком краткосрочными источниками финансирования компаний, поэтому последние предпочитают использовать их для пополнения оборотных средств и на рефинансирование старых долгов.

С 2016 г. Росстат перестал публиковать данные о вкладе эмиссии облигаций в источниках финансирования основных средств, что вероятно означает факт признания незначимости влияния фондового рынка на размер данных инвестиций.

Таблица 7

**Параметры внутреннего рынка рублевых корпоративных облигаций,
млрд долл.**

	Объем в обращении	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	0,05	0,03	0,1
2014	174	2032	46	0,2	0,1	0,4
2015	133	1277	29	2,6	1,9	6,6
2016	141	1895	56	н.д.	н.д.	н.д.

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

3.3.2. Рынок государственных облигаций

В отличие от ситуации в 2014–2015 гг. в 2016 г. объем заимствований Минфином России средств за счет выпуска государственных ценных бумаг превышал объем их погашения, что сделало данные долговые инструменты реальным источником финансирования дефицита бюджета, обеспечив по расчетам Минфина чистые заимствования в размере 0,5 трлн руб. Согласно Основным направлениям долговой политики на 2017–2019 г. к концу планируемого периода государственные заимствования могут стать основным источником финансирования дефицита бюджета вместо Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Эволюция структуры ОФЗ (рис. 26) во многом предопределялась приоритетами в долговой политике Минфина и ролью различных категорий инвесторов. В исследовании Лу

и Яковлева¹ выделяются три этапа в развитии рынка ОФЗ: до кризиса 2008 г.; с начала 2009 г. до середины 2011 г. и после середины 2011 г.²

До финансового кризиса 2008 г. при профицитном бюджете государство было слабо заинтересовано в росте рынка ОФЗ. На этом фоне ключевыми источниками спроса на государственные облигации были пенсионные накопления и средства банков, во многом привлекаемых с помощью стратегии carry trade. Доля нерезидентов оставалась низкой, и это были в основном спекулятивные фонды. Соответственно в структуре выпусков государственных облигаций преобладали ОФЗ-АД, удобные по своим параметрам для пенсионных фондов и ОФЗ-ПД, более ориентированные на рыночных инвесторов в силу того, что размеры купона по ним заранее известны на весь период обращения облигаций. Менее рыночные выпуски ОФЗ-ФК, использованные при новации внутреннего долга после дефолта по ГКО, постепенно сходили на нет. В 2008 г. доли ОФЗ-АД, ОФЗ-ПД и ОФЗ-ФК в структуре государственных ценных бумаг составляли соответственно 70,9, 26,4 и 2,7%.

С 2009 г. до середины 2011 г. Минфин был заинтересован в привлечении средств для финансирования дефицита бюджета. Для этого использовались выпуски ОФЗ-ПД, ориентированные на банки, обладавшие избыточной ликвидностью. При этом по новым выпускам при их размещении предлагалась небольшая премия к рынку в размере 5–10 базисных пунктов³. Спрос на ОФЗ со стороны нерезидентов ограничивался за счет неопределенности ситуации с процентной ставкой. За это время к 2011 г. доля ОФЗ-АД уменьшилась до 62,8%, а доля ОФЗ-ПД выросла до 62,8%.

С середины 2011 г. по настоящее время на рынке ОФЗ произошла масса важных событий, вызвавших рост значимости рынка государственных ценных бумаг и повлиявших на его структуру. Ключевые изменения заключались в том, что с начала 2012 г. главными провайдерами ликвидности на рынке ОФЗ стали нерезиденты⁴. Их повышенный спрос на ОФЗ-ПД, а с 2015 г. – на ОФЗ-ПК привел к еще большему сокращению доли ОФЗ-АД. Этому также способствовало замораживание пенсионных накоплений в 2014–2016 г., ограничившее спрос на ОФЗ-АД со стороны пенсионных фондов. В снижении доли ОФЗ-АД был заинтересован и Минфин: в 2016 г. осуществление им обмена ОФЗ-АД номинальной стоимостью 63,7 млрд руб. на ОФЗ-ПД с номинальной стоимостью 56,4 млрд руб. принес ощутимую выгоду для бюджета. В то же время с 2015 г. на рынке появились индексируемые с учетом инфляции ОФЗ-ИН, пользующиеся повышенным спросом у внутренних институциональных инвесторов. В результате в структуре выпусков ОФЗ по состоянию на 1 марта 2017 г. преобладали облигации с постоянным доходом (ОФЗ-ПД) и облигации с переменным купоном (ОФЗ-ПК), на долю которых приходилось соответственно 55,2% и 30,8%. Доля облигаций с амортизацией долга (ОФЗ-АД) и с индексируемым купоном (ОФЗ-ИН) составляла соответственно 11,1% и 2,8%.

В марте 2017 г. Минфин объявил конкретные планы выпуска «народных» ОФЗ, ориентированных на розничных инвесторов.

¹ Lu Y., Yakovlev D. Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond (OFZ) Market. IMF Working Paper, № WP/17/28, February 2017.

² Заметим, что данная классификация этапов рынка ОФЗ во многом совпадает с периодизацией рынка корпоративных облигаций, рассмотренной нами в комментариях к рис. 21.

³ Lu Y., Yakovlev D. Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond (OFZ) Market. IMF Working Paper, № WP/17/28, February 2017, p.10.

⁴ Там же, с.14.

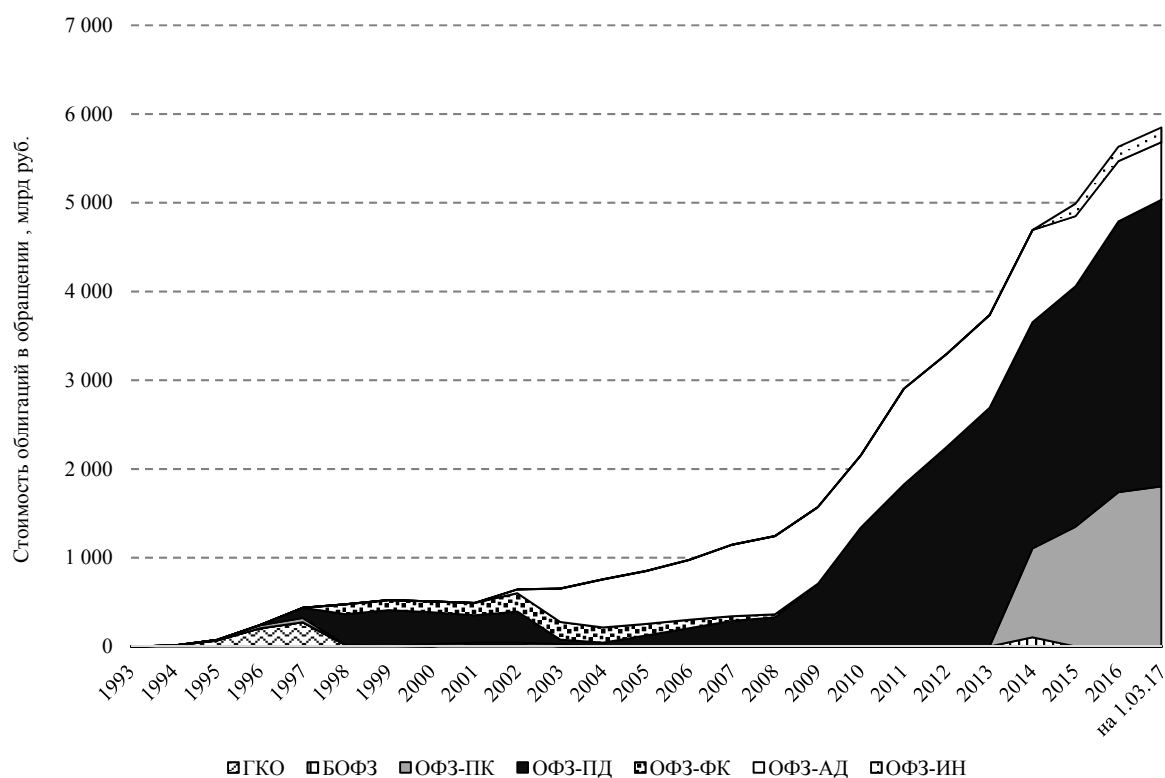


Рис. 26. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по февраль 2017 г., млрд руб.

Примечание. Здесь и далее используются следующие сокращения:

БОФЗ – бескупонные облигации федерального займа;

ГКО – государственные краткосрочные бескупонные облигации;

ОФЗ – облигации федеральных займов;

ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга;

ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым по уровню инфляции в Российской Федерации;

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом;

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом, «привязанным» к ставке РУОНИА.

Источник: расчеты автора по данным Минфина России.

Одной из ключевых проблем инвестиционной привлекательности вложений в ОФЗ является способность портфеля ценных бумаг обыграть инфляцию по доходности к погашению (рис. 27). Позитивные явления, наблюдаемые в 2016 г. в виде снижения инфляции и стабилизации валютного курса, позволили вновь, начиная с марта 2016 г., выйти на позитивную реальную доходность портфеля ОФЗ Cbonds-GBI. По итогам февраля 2017 г. при уровне инфляции в годовом измерении в размере 3,8% годовых доход портфеля ОФЗ составила 8,4%. Вместе с тем в целом за рассматриваемый период с 11.01.2010 г. по 23.03.2017 г. со средней доходностью 8,4% годовых портфель ОФЗ Cbonds-GBI все еще заметно проигрывал инфляции, средний уровень которой равнялся 11,0%.

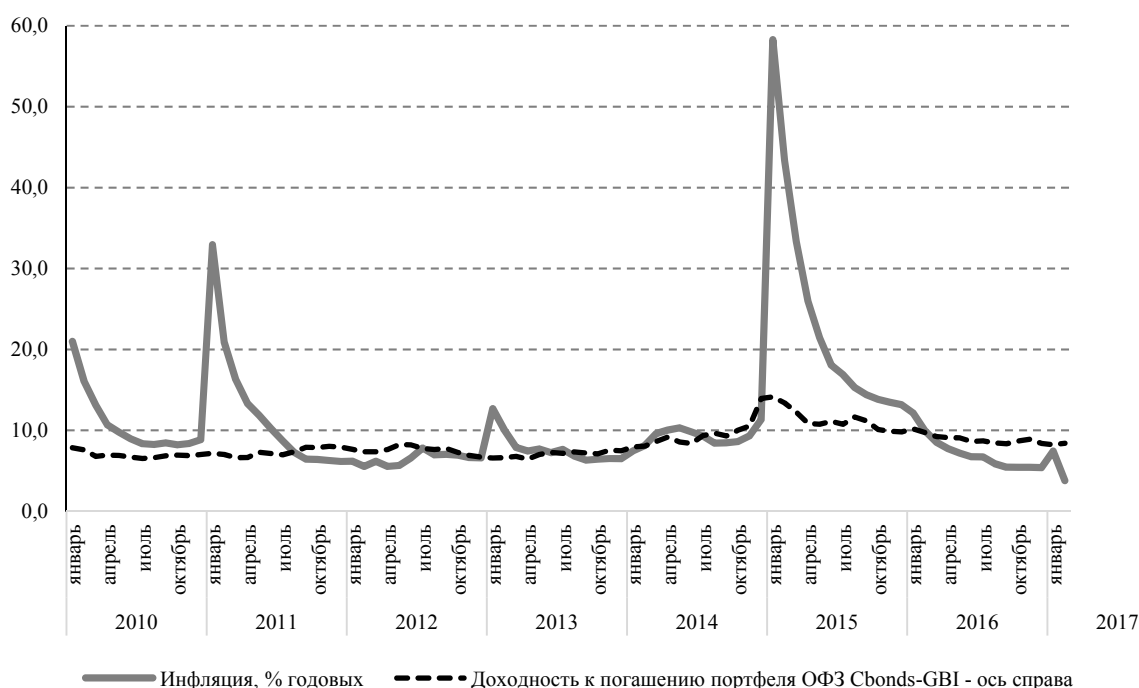


Рис. 27. Динамика инфляции и доходности к погашению портфеля ОФЗ Cbonds-GBI с 11.01.2010 г. до 23.03.2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Росстата и cBonds.ru.

Таким образом, несмотря на сложную геополитическую и макроэкономическую ситуацию рынок государственных ценных бумаг продолжал динамично развиваться и стал играть все более важную роль в финансировании дефицита бюджета. За прошедшие три года правительству и Банку России удалось стабилизировать ситуацию на валютном и финансовом рынке. По параметрам доходности рынок ОФЗ и еврооблигаций РФ в начале 2017 г. достиг уровня 2013 г., т. е. момента относительно стабильной геополитической ситуации.

Как и рынок корпоративных облигаций, рынок ОФЗ представляет собой в большей мере рынок денежный, чем фондовый. Основным стимулом для внутренних участников в держании государственных облигаций заключается в возможности их использования в качестве залога для получения заемных ресурсов (рис. 28). В январе-феврале 2017 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с государственными облигациями достигла рекордного уровня – 96,4%. Лишь около 1,3% сделок с государственными облигациями являлись рыночными.

В 2016 г. объем сделок РЕПО с государственными облигациями вырос до 113,6 трлн руб. по сравнению с 60,1 трлн руб. в 2015 г., или на 88,9% (рис. 29). Аналогичный рост наблюдался в рыночном сегменте биржи, где объем сделок с государственными облигациями вырос с 0,9 трлн руб. в 2015 г. до 1,71 трлн руб. до 2016 г., или на 90,2%, а также в секторе переговорных сделок с 2,73 трлн руб. до 3,33 трлн руб., или на 22,3%. Существенный рост объемов сделок РЕПО был связан как с ростом первичных размещений, так и наличием избыточной ликвидности в банковской системе.

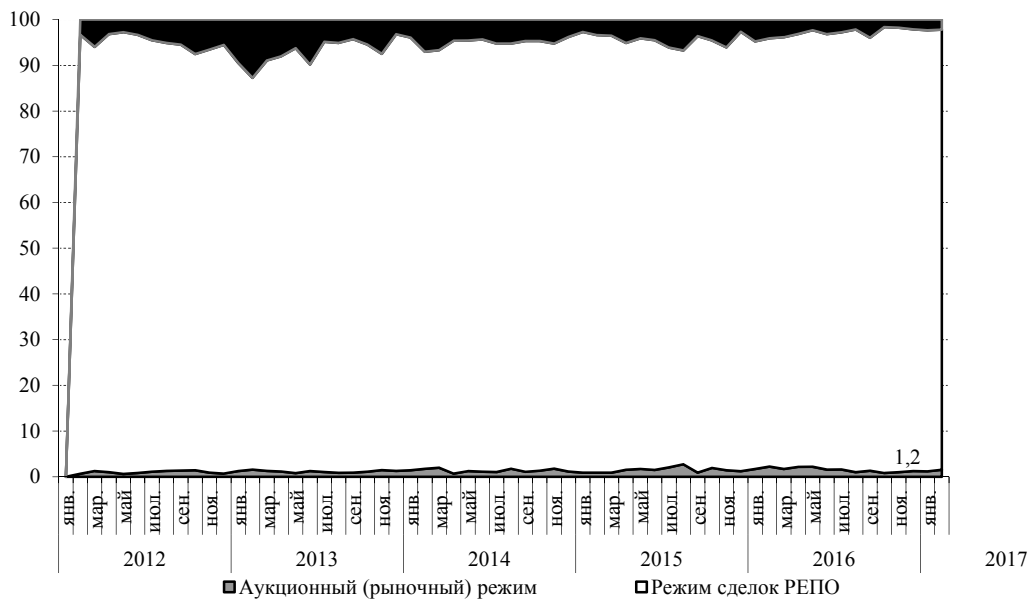


Рис. 28. Структура сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2016 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

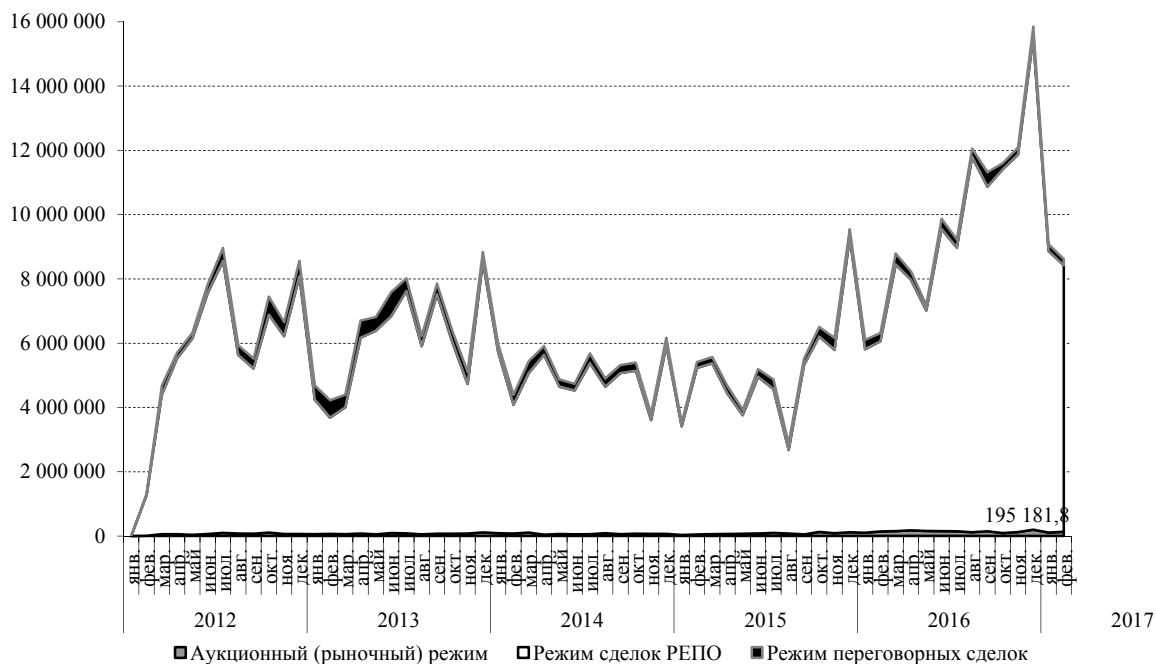


Рис. 29. Объемы сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2017 г., млн руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в феврале 2013 г. привело к притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок государственного долга. Доля нерезидентов на вторичном рынке ОФЗ выросла с 6,5% в июле 2012 г. до 28,1% в мае 2013 г. (рис. 30). С мая 2013 г. доля нерезидентов несколько снизилась до 24,9% в декабре 2013 г. под воздействием процессов на глобальном финансовом рынке, связанных с оттоком средств из развивающихся рынков из-за заявления ФРС США о их планах повысить ключевую ставку в США. С 2014 г. по январь 2015 г. случилась целая серия событий, оказавших негативное воздействие на российский финансовый рынок: рост геополитических рисков в связи с крымскими событиями, введение секторальных санкций в июле 2014 г., обвал цен на нефтяном рынке с сентября 2014 г., девальвация рубля, снижение до мусорного уровня суверенного кредитного рейтинга России со стороны агентств S&P 25 января 2015 г. и Moody's 20 февраля 2015 г. В результате в январе 2015 г. доля нерезидентов в сделках с ОФЗ снизилась до 18,7%. Принятые монетарными властями меры позволили стабилизировать ситуацию на финансовом и валютном рынке, что привело к возвращению нерезидентов на внутренний рынок ОФЗ, в январе 2017 г. их доля повысилась до 26,9%.

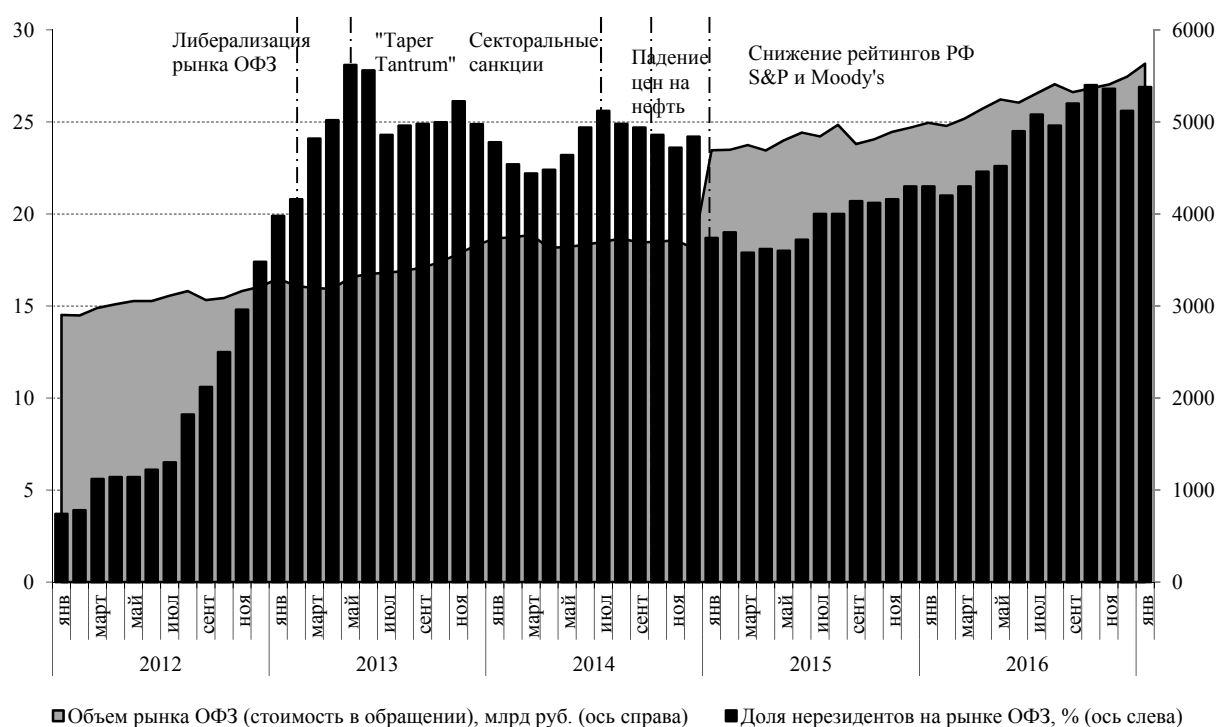


Рис. 30. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ¹ с февраля 2012 г. по январь 2016 г.

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

¹ В данном случае имеется в виду показатель доли сделок нерезидентов в объеме рыночных сделок и сделок в режиме РПС с ОФЗ на Московской бирже.

Таким образом, в условиях умеренного участия на внутреннем рынке ОФЗ индивидуальных инвесторов, пенсионных накоплений и коллективных инвестиций, концентрации банков преимущественно на денежном рынке ОФЗ, наиболее динамичной группой инвесторов, совершавших операции на спот-рынке с ОФЗ (рыночные сделки и сделки в режиме РПС), являлись нерезиденты. В дальнейшем перспективы роста внутреннего рынка ОФЗ во многом будут зависеть от успеха в решении проблем привлечения на спот-рынок ОФЗ средств внутренних институциональных инвесторов и отчасти – населения.

3.4. Срочный рынок

В 2016 г., несмотря на рост индексов ММВБ и РТС, произошел самый стремительный за всю современную историю внутреннего рынка деривативов спад торговой активности участников с контрактами, где базовыми являются фондовые активы (*рис. 31*).

Показатели биржевых оборотов с фьючерсами на фондовые активы в целом за год выросли. Объем фьючерсных сделок вырос со 100,4 трлн руб. в 2015 г. до 109,5 трлн руб. в 2016 г., или на 9,1%; количество контрактов увеличилось с 1,77 млрд до 1,89 млрд, или на 6,7%; число сделок упало – с 348,4 млн до 341,2 млн, или на 2,1%. Однако рост количественных характеристик объемов торгов в целом за год был обеспечен повышенной торговой активностью лишь в начале 2016 г. Достигнув пика в феврале 2016 г., далее характеристики биржевых оборотов с фьючерсами начали стремительно снижаться. Ежемесячные объемы торгов с фьючерсами сократились с 12,9 трлн руб. в феврале 2016 г. до 5,9 трлн руб. в феврале 2017 г., или на 54,3%, за то же время число контрактов и количество сделок за месяц уменьшились соответственно на 47,0% и 54,5%.

Основными факторами снижения торговой активности участников на фьючерсном рынке с базисными фондовыми активами в 2016 г. стали стабилизация рубля и рост российских фондовых индексов, что снизило потребности участников рынка в хеджировании их позиций по акциям за счет сделок на рынке деривативов. На снижение торговой активности по сделкам на срочном рынке также оказали влияние повышение тарифов биржи в данном сегменте рынка и переход от взимания фиксированной комиссии за сделку на вознаграждение, устанавливаемое в процентном выражении от ее объемов, вступившее в силу с октября 2016 г. и снизившее привлекательность операций на срочном рынке для участников высокочастотной торговли¹.

Рынку опционных контрактов на фондовые активы в 2016 г. удалось избежать сокращений торговой активности. Объем опционных сделок вырос с 3,9 трлн руб. в 2015 г. до 5,8 трлн руб. в 2016 г., или на 47,9%; количество контрактов увеличилось с 53,7 млн до 72,5 млн, или на 35,0%; число сделок – с 4,9 млн до 6,1 млн, или на 22,9%. Не произошло здесь спада активности участников торгов и в поквартальном измерении с февраля 2016 г. до февраля 2017 г.

Под влиянием стабилизации валютного курса, роста доходности фондовых индексов и волатильности цен на товарные активы структура фьючерсного рынка Московской биржи в 2016 г. сдвинулась в сторону сделок с товарными активами и фондовыми индексами при сокращении доли сделок с валютой (*рис. 32*). Особенно сильно выросла доля сделок с товарными активами, что было обусловлено ростом спроса на фьючерсы на нефть марки Brent, медь, сахар и драгоценные металлы.

¹ Месропян М. Денежный октябрь. Ведомости от 6 ноября 2016 г.



Рис. 31. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке Московской биржи с 1.09.2001 г. по 28.02.2017 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.



Рис. 32. Структура фьючерсного рынка Московской биржи в 2009 – феврале 2017 г., % от стоимости сделок

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

В структуре сделок на фьючерсном рынке доля сделок с индексными инструментами выросла с 19,3% в 2015 г. до 25,8% в феврале 2017 г., сделок с фондовыми инструментами – с 3,0 до 3,9%, сделок с товарными активами – с 5,8 до 16,8%. Соответственно доля объемов торгов фьючерсами с валютными инструментами сократилась с 71,9 до 53,4%. В 2016 г. по-прежнему не пользовались спросом фьючерсные контракты на процентные инструменты.

Перечисленные выше факторы в 2016 г. повлияли и на структуру биржевых опционных сделок (рис. 33). В структуре сделок с опционами доля сделок с индексными инструментами выросла с 50,7% в 2015 г. до 57,2% в феврале 2017 г., сделок с товарными активами – с 0,6 до 2,3%. Наоборот, за тот же период доля объемов торгов опционами с валютными инструментами сократилась с 46,0 до 39,7%; доля сделок с фондовыми инструментами уменьшилась с 2,7 до 0,7%.

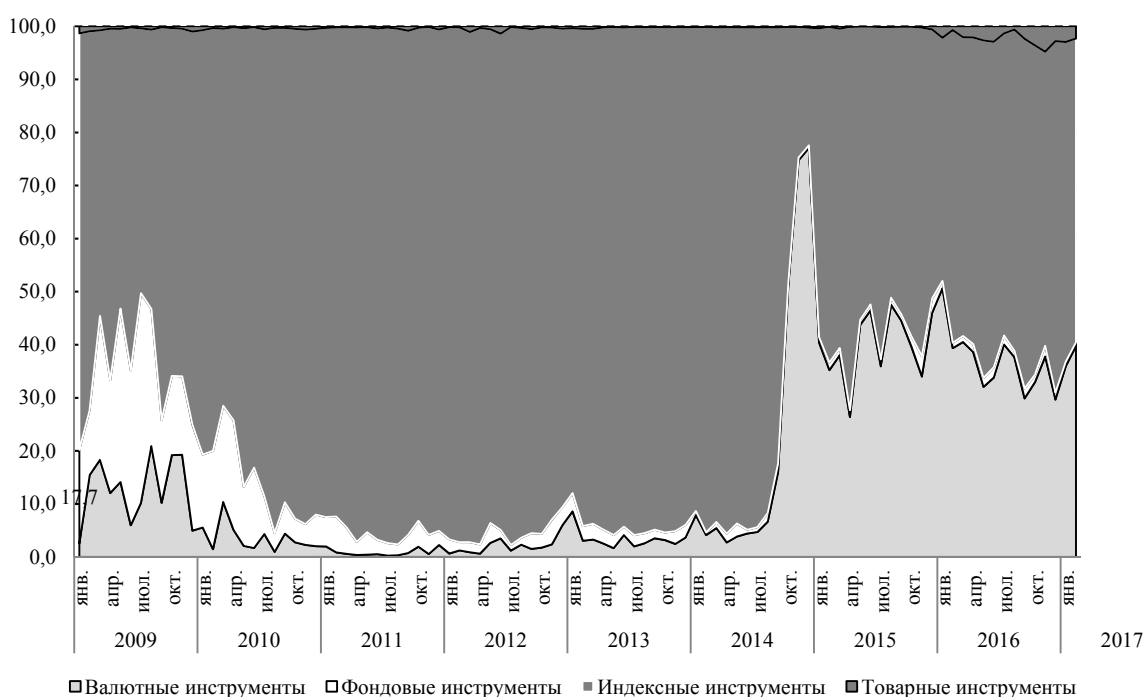


Рис. 33. Структура рынка опционов Московской биржи в 2009 – феврале 2017 гг., % по стоимости сделок

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

3.5. Финансовые посредники и биржевая инфраструктура

В 2014–2016 гг. Банк России разработал новую модель регулирования бизнеса профессиональных участников рынка ценных бумаг, изложенную в указаниях Банка России от 21.07.2014 № 3329-У «О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов». В данном документе намечено в 2017–2018 гг. завершить переход к регулированию деятельности небанковских финансовых организаций на нормативы достаточности капитала брокеров,

дилеров, доверительных управляющих и форекс-дилеров, предполагающие корректировку требований к капиталу организаций в зависимости от объема кредитных и рыночных рисков, принимаемых данными организациями. Во многом данная система будет похожа на принципы регулирования банковской деятельности. Однако до сих пор открытыми остаются вопросы о том, насколько жесткими будут данные требования ко всем компаниям, будут ли они учитывать разную меру риска, которые принимают на себя крупные и мелкие брокеры, а также к каким последствиям приведут данные меры с точки зрения маржинальности брокерского бизнеса.

Последствия действующей модели регулирования финансового рынка и деятельности его участия проявляются в сокращении численности профессиональных участников рынка ценных бумаг (рис. 34), а также ускоренном развитии брокеров, являющихся дочерними структурами банковских групп.

Число участников, имеющих лицензию на право осуществления брокерской деятельности, сократилось с 633 в 2015 г. до 449 в 2016 г., или на 29,1%. За 10 лет, прошедших после 2007 г., число действующих брокерских лицензий в 2016 г. составило всего 31,1% к количеству лицензий в предкризисном 2007 г.

Число участников, имеющих лицензию на право осуществления деятельности по доверительному управлению ценными бумагами, сократилось с 541 в 2015 г. до 348 в 2016 г., или на 35,7%. В 2016 г. число действующих лицензий на доверительное управление ценными бумагами составило всего 29,8% к количеству лицензий в 2007 г.

Всего же число профессиональных участников рынка ценных бумаг в 2016 г. сократилось до 681 по сравнению с 875 организациями в 2015 г., или на 22,2%. Количество профессиональных участников рынка ценных бумаг в 2016 г. число равнялось всего 38,1% к числу указанных организаций в 2007 г.

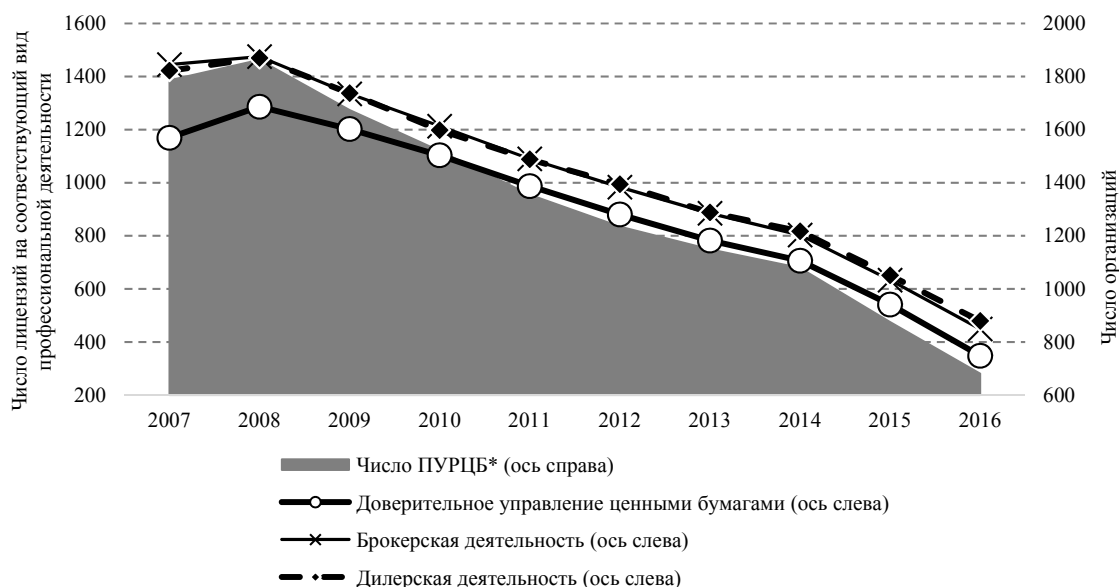


Рис. 34. Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и профессиональных участников рынка ценных бумаг

* профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Источник: расчеты автора по данным Банка России и Росстата.

В 2011 г. была совершена сделка по консолидации бирж ММВБ и РТС, что имело важное позитивное значение для развития российского фондового рынка. Это упростило совершение сделок на фондовом и срочном рынке. Консолидация позволила сконцентрировать всю ликвидность на счетах участников торгов, предназначенную для совершения сделок на рынках государственных и корпоративных ценных бумаг, а также срочном и валютном рынках в единой расчетной и торговой системах. Диверсификация объединенной 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.

Наряду с позитивными изменениями объединение бирж РТС и ММВБ принесло неоднозначные последствия для развития внутреннего финансового рынка. Прежде всего, исчезла конкуренция между биржами, которая ранее служила мощным стимулом развития биржевой деятельности в интересах внутренних инвесторов и финансовых посредников. В *табл. 8* отражены принципиальные изменения в структуре собственников ПАО Московская биржа. После объединения в 2011 г. 59,0% акций биржи принадлежала Банку России и еще нескольким контролируемым государством структурам, а 41,0% принадлежало российским участникам биржевых торгов и иным резидентам.

Таблица 8

Структура акционеров российских бирж до и после объединения

	До реорганизации бирж по состоянию на 2011 г.		После объединения бирж на 01.02.2012	2013	2014	2015	2016
	ОАО «РТС»	ЗАО «ММВБ»					
Государство – всего	0,0	64,0	59,0	64,5	51,0	53,4	44,3
в том числе:							
Банк России	0,0	28,6	24,3	24,7	12,1	11,8	11,8
Сбербанк России	10*	7,5	10,4	9,8	10,0	10,0	10,0
Внешэкономбанк	0,0	10,5	8,7	8,0	8,4	8,4	8,4
Нерезиденты	0,0	0,0	0,0	14,9	25,9	36,0	52,3
Резиденты – частные лица	90,0	36,0	41,0	20,6	23,2	10,6	3,4
Итого	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* ЗАО ИК «Тройка Диалог», приобретенная Сбербанком России.

Источник: расчеты автора на основании данных публичных источников информации. Доля Банка России, Сбербанка России и ВЭБа – по данным отчетов Московской биржи за ряд лет; доля государства и нерезидентов в 2013–2016 гг. – по данным Блумберга; доли участников фондовой биржи ОАО «РТС» – по данным отчета данной организации.

Одним из преимуществ Московской биржи перед глобальными конкурентами является диверсификация обслуживаемых ею сегментов рынка. Однако подобная бизнес-модель биржи создает и дополнительные риски, заключающиеся в снижении рыночных стимулов в развитии менее маржинальных сегментов деятельности. В настоящее время это проявляется в снижении значимости фондового рынка в общих объемах биржевых оборотов. Высокие риски и низкая доходность вложений в ценные бумаги российских эмитентов, повышенная волатильность курса валют и финансовых активов, сохраняющиеся на относительно высоком уровне рефинансирование банковской системы, замораживание пенсионных накоплений и ограниченность других источников внутренних сбережений привели к сдвигам структуры рынка Московской биржи. За шесть лет в общем объеме биржевых сделок доля рынка капиталов уменьшилась с 13,2% в 2010 г. до 3,6% по итогам января-февраля 2017 г. (*табл. 9*).

Наоборот, доля валютно-денежного рынка (ВДР) выросла с 72,0% в 2010 г. до 85,2% в январе-феврале 2017 г. При этом за рассматриваемый период времени доля валютного рынка увеличилась с 38,1 до 43,9%, а денежного рынка – с 33,9 до 41,3%. Росту валютного сегмента способствовали нестабильность рубля и предоставление доступа к операциям на биржевом валютном рынке частным клиентам брокеров и банков. Денежный сегмент рынка рос благодаря навесу денежной ликвидности в банках и ускоренному развиту сделок РЕПО с центральным контрагентом.

С января 2010 г. по февраль 2017 г. доля сделок с деривативами в объеме торгов сократилась с 14,8% в 2010 г. до 11,2% в январе-феврале 2017 г. На это повлияли стабилизация курса рубля и инфляции в 2016 г., рост доходности на внутреннем рынке акций, что снизило заинтересованность участников рынка в хеджировании операций. Повышение тарифов по сделкам на срочном рынке и переход к их взиманию в зависимости от суммы сделки ограничило торговую активность спекулятивных инвесторов. При этом по-прежнему на бирже не удается создать ликвидный рынок процентных деривативов.

Таблица 9

Структура рынка Московской биржи, %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Янв.-фев. 2017
Фондовый рынок	13,2	10,3	6,5	5,3	4,1	3,2	3,0	3,6
в том числе:								
Акции, РДР и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	2,0	1,5	1,2	1,2
Облигации	5,2	3,7	3,4	3,4	2,1	1,7	1,8	2,4
Вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,8	1,7	1,3	1,2	1,0
Рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	1,5
ВДР	72,0	70,6	80,0	83,8	84,0	82,1	82,7	85,2
в том числе:								
Денежный рынок	33,9	41,3	48,3	49,1	39,7	33,5	41,6	41,3
Операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	46,2	35,6	28,3	36,9	36,9
Кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,9	4,1	5,1	4,7	4,5
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	34,7	44,4	48,6	41,1	43,9
Сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,8	15,1	16,2	13,3	10,3
Сделки своп	20,1	13,4	15,0	22,0	29,3	32,5	27,7	33,6
Срочный рынок	14,8	19,1	13,5	10,8	11,9	14,7	14,4	11,2
Товарный рынок	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,02	0,02	0,01
ВСЕГО	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

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 ноября 2012 г. № 12-2761/ПЗ-И данный статус получила небанковская кредитная организация закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НРД). В 2016 г. собственный капитал НРД, рассчитанный в соответствии с требованиями Базеля III, составлял 8,8 млрд руб. по сравнению с 11,3 млрд руб. в 2015 г., снизившись на 22,1%. Стоимость ценных бумаг, находящихся на хранении в НРД, увеличилась с 31 трлн руб. в 2015 г. до 36 трлн руб. в 2016 г., то есть на 16,1%.

За прошедшие несколько лет НРД удалось реализовать ряд значимых проектов. Им был получен 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 депозитарии были открыты счета глобальных расчетных систем Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A., а также центральных

депозитариев Армении, Белоруссии, Казахстана и Украины. В 2015 г. Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A. стали миноритарными акционерами НРД. Установление корреспондентских отношений с двумя крупнейшими международными расчетными системами (Euroclear Bank S.A./N.V. и Clearstream Banking S.A.) позволило осуществить поэтапную либерализацию доступа нерезидентов на внутренний рынок ценных бумаг российских эмитентов.

На основании поправок в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», внесенных Федеральным законом от 21.07.2014 г. №218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», на фондовом рынке началась реформа системы обслуживания корпоративных событий с помощью электронного документооборота. НРД предпринимает активные усилия по созданию центра корпоративной информации, позволяющего качественно повысить прозрачность информации о ценных бумагах и их эмитентах. В 2016 г. при обслуживании корпоративных событий была внедрена технология блокчейн.

Тем не менее ключевая цель, достижению которой должно было по замыслу законодателей помочь создание центрального депозитария, пока достигнута не в полной мере. Дело в том, что в соответствии с Федеральным законом от 07 декабря 2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» данная структура была наделена особой привилегией, а именно правом на открытие счета номинального держателя в реестрах владельцев именных ценных бумаг. На центральный депозитарий возлагалась обязанность открыть счета номинального держателя во всех открытых акционерных обществах, что должно было способствовать постепенному вовлечению акций данных компаний на публичный фондовый рынок. По нашим оценкам решить данную задачу пока не удалось.

НРД не публикует статистики о том, в реестрах какого количества акционерных обществ им открыт лицевой счет номинального держателя. Из отчетности депозитария за 2013 г. известно, что по состоянию на 31.12.2013 г. счета номинального держателя были открыты им в реестрах более 1200 эмитентов. По нашим оценкам на основании публикуемого НРД перечня ценных бумаг, по которым центральному депозитарию открыты номинальные счета, по состоянию на 26.03.2017 г. данное число сократилось до 1140 акционерных обществ, то есть на 5,0%. Это значит, что из общего числа примерно 27 тысяч открытых акционерных обществ по данным СПАРК Интерфакса на 2015 г., часть из которых уже успела преобразоваться в ПАО, акции только 4% компаний приняты на обслуживание центральным депозитарием.

Другой дочерней структурой Московской биржи является АКБ «Национальный клиринговый центр» (НКЦ). С ноября 2011 г. НКЦ осуществляется клиринг на фондовом, а с декабря 2012 г. – на срочном рынке. В октябре 2013 г. Банк России признал ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» единственным квалифицированным центральным контрагентом. 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. Собственный капитал клирингового центра, рассчитанный по методике Базеля III, снизился с 54,3 млрд руб. в 2015 г. до 46,2 млрд руб. в 2016 г., или на 14,9%.

3.6. Инвесторы на внутреннем фондовом рынке

Одним из основных препятствий для развития внутреннего фондового рынка является недостаточный уровень развития институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов и страховых организаций).

В III квартале 2015 г. объем пенсионных накоплений НПФ составил 1,7 трлн руб., объем накоплений на счетах Пенсионного фонда России, управление которыми осуществляется государственной и частными управляющими компаниями, достиг 1,9 трлн руб. (рис. 35).

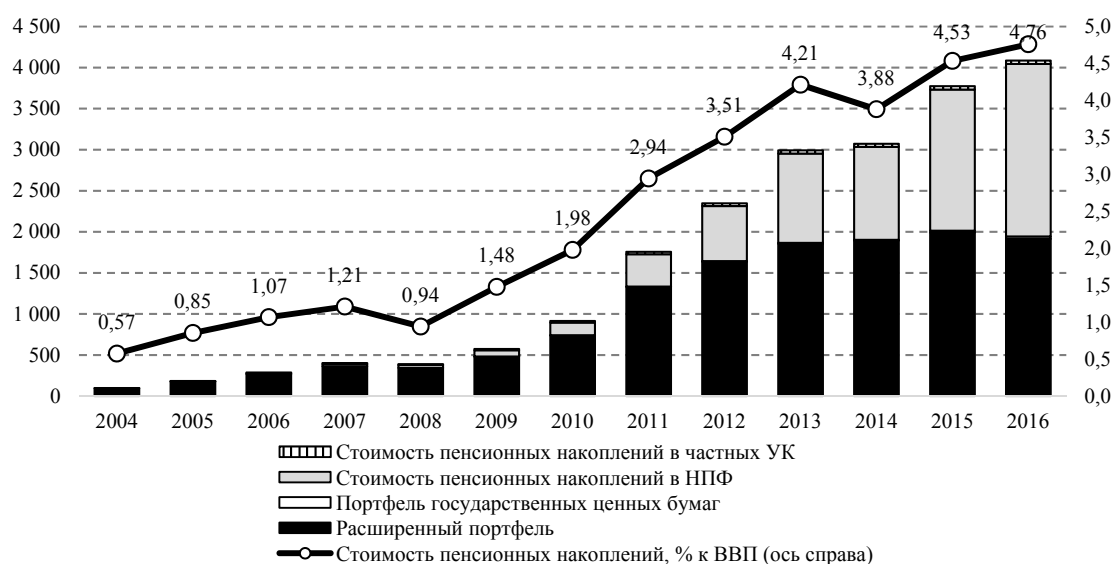


Рис. 35. Состав пенсионных накоплений в 2004–2016 гг., млрд руб.

Примечание. В 2016 г. стоимость пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ показана за 9 месяцев года.

Источник: расчеты автора по данным Росстата, Банка России и ПФР.

Как показано в табл. 10, почти за 10 лет, начиная с 2007 г., пенсионные накопления стали играть существенную роль в качестве источников финансирования корпоративных и региональных облигаций. Их доля в структуре источников корпоративных облигаций выросла с 0,8% в 2007 г. до 11,9% по итогам 6 месяцев 2016 г. На рынке региональных облигаций данный показатель вырос соответственно с 2,0 до 10,8%. По доле в источниках финансирования негосударственных облигаций накопления в НПФ достигли уже среднего уровня, характерного для стран – членов ОЭСР. В части роли в инструментах денежного рынка, государственных ценных бумаг и акциях российских эмитентов уровень участия накопительных портфелей НПФ пока не превышает 1,0%.

Таблица 10

Доля пенсионных накоплений НПФ в различных классах финансовых активов в России в 2007–2016 гг.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	6 мес. 2016
Депозиты в банках	0,01	0,04	0,2	0,2	0,5	1,2	1,4	1,0	0,9	1,0
Корпоративные облигации	0,8	0,9	1,1	2,5	5,1	5,5	7,6	6,7	10,0	11,9
Государственные ценные бумаги	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	1,2	1,4	1,2	1,3	1,0
Региональные облигации	2,0	1,7	2,2	3,0	5,6	10,7	12,5	12,0	12,5	10,8
Акции	0,02	0,04	0,03	0,04	0,1	0,1	0,2	0,4	0,8	0,8

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

С середины 2015 г. наблюдался устойчивый рост другой формы коллективных инвестиций – открытых паевых инвестиционных фондов (ПИФов)¹. Стоимость чистых активов открытых ПИФов выросла со 110,2 млрд руб. в 2015 г. до 135,5 млрд руб. в 2016 г., или на 23,0%. Стоимость чистых активов интервальных ПИФов за тот же период времени, наоборот, уменьшилась с 23,1 млрд руб. до 5,7 млрд руб., или на 75,3% (рис. 36).

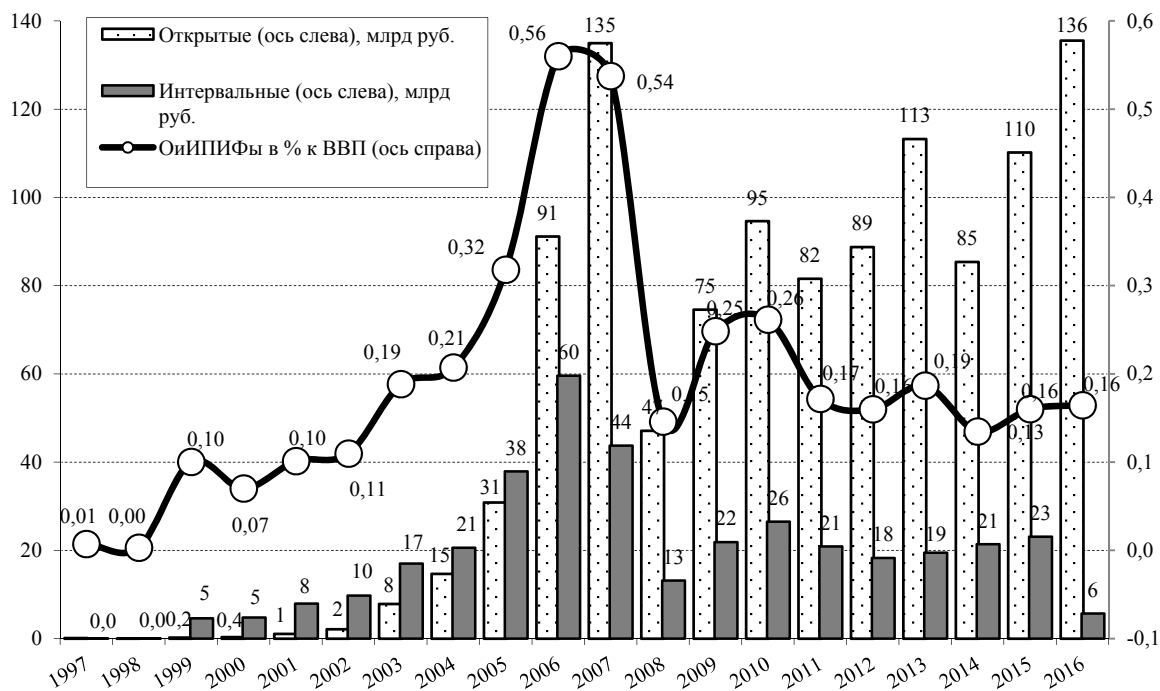


Рис. 36. Относительные и абсолютные размеры открытых и интервальных ПИФов

Источник: расчеты автора по данным Росстата, НЛУ и Банка России.

Однако пока еще рано говорить о возрождении коллективных инвестиций в России. Препятствиями для их роста являются слабый уровень развития инфраструктуры, устаревшие практики продаж и маркетинга, наличие законодательных ограничений для инвестирования в ПИФы пенсионных накоплений, недостаточный уровень доверия и финансовой грамотности населения. Неблагоприятным обстоятельством для развития коллективных инвестиций является низкий уровень присутствия внутренних частных финансовых организаций в качестве собственников Московской биржи (см. выше раздел 3.5).

На рис. 37 приводятся данные о количестве счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и числе лицевых счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. С декабря 2015 г. по февраль 2017 г. общее количество счетов розничных клиентов брокеров на Московской бирже выросло с 1,01 млн до 1,13 млн, или на 12,0%. За это же время число активных счетов клиентов биржевых брокеров увеличилось с 81,9 тыс. до 104,1 тыс., или на 27,1%. По оценкам агентства Эксперт РА, число рыночных розничных инвесторов ПИФов уменьшилось с 331,1 тыс. до 315,7 тыс., или на 4,6%.

¹ Подробнее об этом см. Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Российские институциональные инвесторы и приватизационная политика. Экономическое развитие России, № 12, 2016 г.

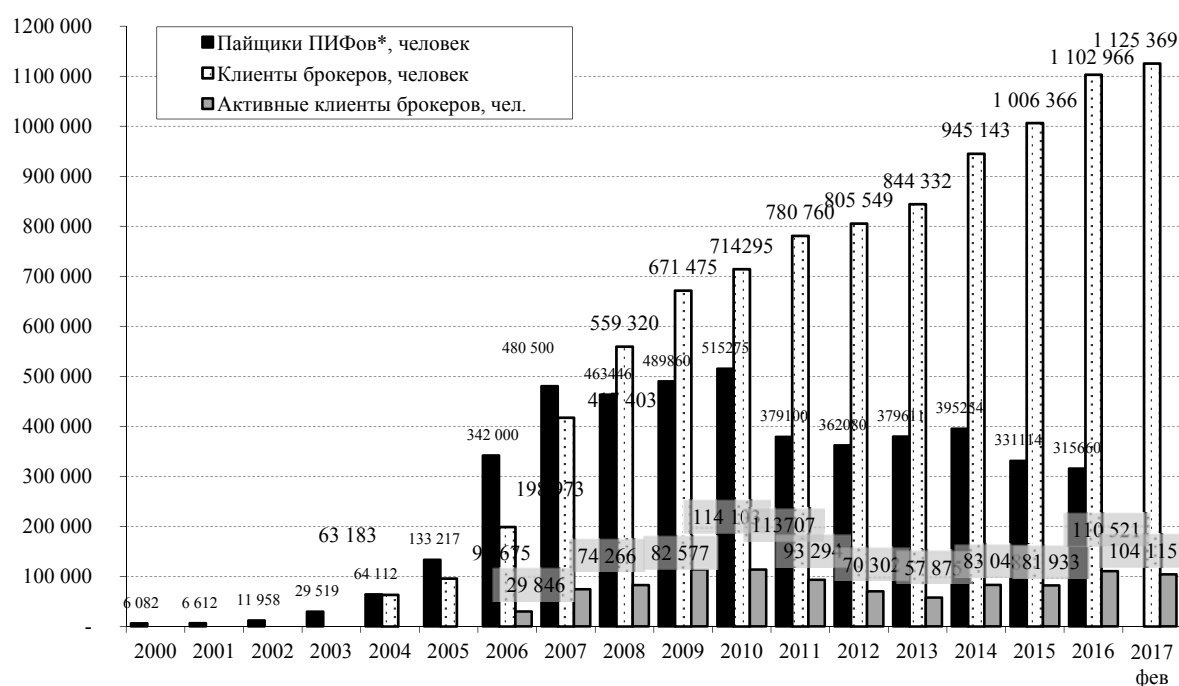


Рис. 37. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

* данные за февраль 2017 г. отсутствуют.

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

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений в 2014–2016 гг. 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 декабря 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 освобождаются от налогов, если физическое лицо владело ими три года и более. Предельный размер вычета из налоговой базы составляет 3 млн руб. за каждый год пребывания 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 приносит пайщикам открытых ПИФов, инвестирующим на длительный срок. Кроме того, в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Налоговым кодексом РФ с 1 января 2015 г. граждане получили право

¹ По своему статусу данные счета являются аналогом двух инвестиционных механизмов, популярных в многих странах: индивидуальных пенсионных счетов (IRAs), распространенных в США, Польше, Республике Корея, Канаде и в др. странах, а также индивидуальных сберегательных счетов (ISAs), применяемых в Великобритании. При этом в силу краткосрочности сбережений на ИИС в большей мере данный продукт похож на ISAs, чем на IRAs.

открывать у брокеров и доверительных управляющих ИИС с льготным налогообложением по НДФЛ. Данный счет может пополняться на сумму до 400 тыс. руб. в год¹.

По данным Московской биржи на конец февраля 2017 г. количество ИИС составило 209,3 тыс. по сравнению с 25,9 тыс. на конец мая 2015 г.

Таким образом, опыт участия населения в торгах на бирже и практика ИИС демонстрируют готовность физических лиц более активно работать на фондовом рынке. Однако недостаточный уровень развития коллективных инвестиций не позволяет в полной мере использовать потенциал внутренних сбережений. В результате основная активность граждан на внутреннем фондовом рынке сосредоточивается на краткосрочных и спекулятивных сделках, что сопряжено со значительными рисками для данной категории инвесторов. Переключение частных инвесторов на более долгосрочные стратегии инвестирования требует реформирования моделей бизнеса финансовых посредников, введения новых стандартов их деятельности, повышения роли конкуренции на рынке финансовых услуг.

На многих развивающихся рынках иностранные портфельные инвесторы часто действуют по очень схожим сценариям. Их решения о притоках или оттоках средств в таких фондах принимаются исходя из общих циклических закономерностей и веса той или иной страны в глобальных фондовых индексах, а не индивидуальных особенностей экономики и эмитентов разных стран².

Стоимость активов иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в российские акции, в 2016 г. составила 12,2 млрд долл. (рис. 38). Размеры фондов, инвестирующих в Россию (Russia-EMEA-Equity), были выше, чем по Бразилии, Индонезии, ЮАР и Мексике, но значительно меньше фондов, инвестирующих в акции компаний из Китая, Индии и Республики Корея. За 17 лет с января 2000 г. по 2016 г. средняя доходность вложений в российские акции у иностранных фондов составила 11,3% годовых в долларах, что выше, чем в Бразилии, Китае, Республике Корея, но ниже чем в Индонезии, Индии, ЮАР и Мексике.

В данном случае Россия стала одним из лидеров среди развивающихся стран по притоку новых средств в иностранные фонды акций в сумме 1,2 млрд долл.

Привлекательность российского финансового рынка для иностранных инвесторов во многом зависит от состояния инвестиционного климата. В соответствии с задачами, поставленными в Указе Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 года № 596 «О долгосрочной государственной экономической политике» России удалось добиться существенного прогресса в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (РГК ВЭФ). Ее место в рейтинге поднялось с 67-го в 2013 г. до 43-го в 2016 г. (рис. 39). Из стран – членов БРИКС Россия поднялась выше по рейтингу, чем Бразилия и ЮАР.

¹ Предполагается внесение в законодательство поправок об увеличении данной предельной суммы до 1 млн руб.

² Более подробно о стратегии инвестирования данных фондов на примере России см. Абрамов А. Различия в поведении внутренних и иностранных частных инвесторов на российском фондовом рынке. Экономическое развитие России, №11, 2014 г.

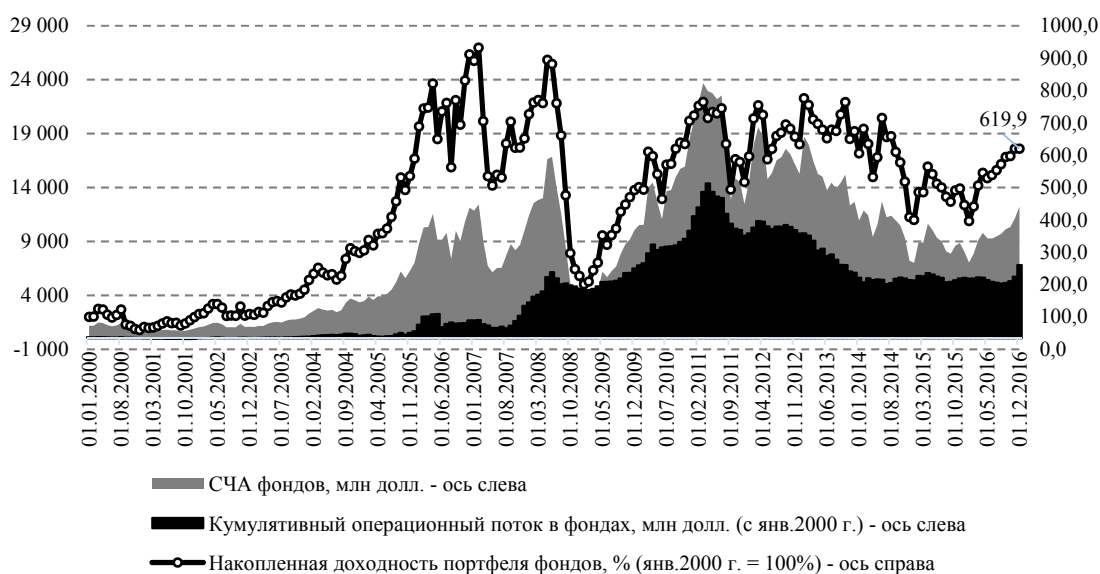


Рис. 38. Размеры, денежные потоки и накопленная доходность иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию с января 2000 г. по декабрь 2016 г.

Источник: расчеты автора по данным ресурса EPFR.

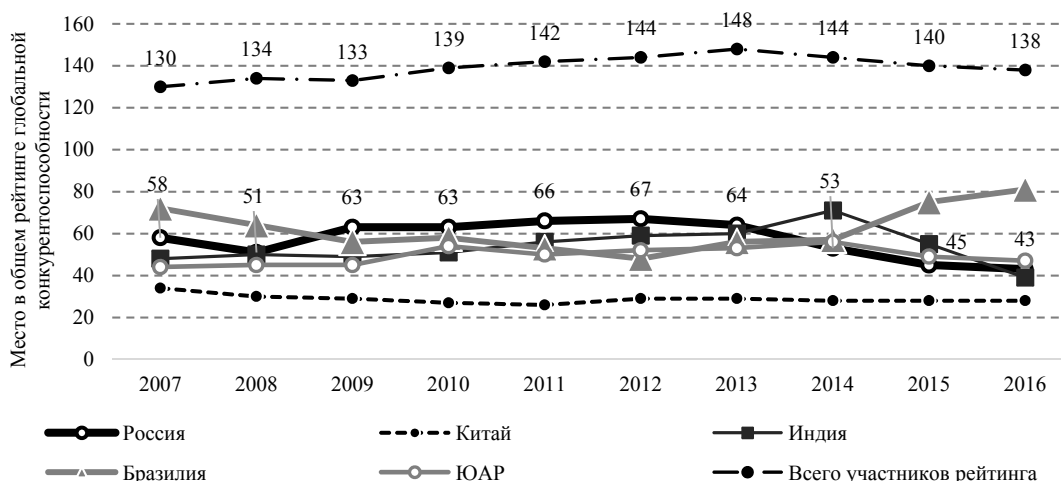


Рис. 39. Общий индекс конкурентоспособности стран БРИКС в соответствии с рейтингами глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума в 2007–2016 гг.

Источник: расчеты автора по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

Однако на фоне общих успехов в рейтинге глобальной конкурентоспособности в качестве инвестиционного климата, предопределяющего меру привлекательности рынка стран для инвесторов, заметных улучшений в последние годы не наблюдалось. Более того, по ряду направлений происходили ухудшения.

В предыдущих обзорах российского финансового рынка нами были выделены несколько критериев оценки инвестиционного климата в России, которые в середине

2000-х годов препятствовали инвестициям в акции и облигации российских эмитентов со стороны консервативных американских инвесторов¹. Это было сделано на примере одного из крупнейших американских пенсионных фондов Calpers, который до 2006 г. раскрывал публично перечень тех критериев и показателей, на основании которых им принимались решения об инвестировании активов в то или иной развивающийся рынок. Данный перечень включает: независимость правосудия, применение международных стандартов аудита и учета, уровень защиты прав миноритарных инвесторов, использование внутреннего фондового рынка для финансирования экономики, надежность банков и эффективность регулирования фондовых бирж. В *табл. 11* анализируется динамика указанных шести характеристик инвестиционного климата стран – членов БРИКС по РГК ВЭФ за 10-летний период времени с 2007 г. по 2016 г.

Таблица 11

Наиболее проблемные направления в сфере инвестиционного климата в России согласно Рейтингу глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Независимость правосудия										
Россия	106	109	116	115	123	122	119	109	108	95
Китай	82	69	62	62	63	66	57	60	67	56
Индия	26	43	37	41	51	45	40	50	64	54
Бразилия	89	68	78	76	71	71	65	76	92	79
ЮАР	23	30	38	44	35	27	22	24	24	16
Правоприменение стандартов аудита и учета										
Россия	95	108	119	116	120	123	107	106	102	103
Китай	102	86	72	61	61	72	80	82	80	68
Индия	27	30	27	45	51	44	52	102	95	64
Бразилия	63	60	70	64	49	42	31	41	70	72
ЮАР	6	4	2	1	1	1	1	1	1	1
Защита прав миноритарных акционеров										
Россия	125	128	127	132	135	140	132	118	116	116
Китай	114	94	71	66	60	68	75	67	71	48
Индия	27	33	36	55	62	52	52	76	69	37
Бразилия	46	42	59	64	49	37	26	35	78	94
ЮАР	13	13	9	6	3	2	1	2	3	1
Финансирование экономики с помощью местного рынка										
Россия	81	87	96	107	98	100	90	86	88	95
Китай	82	80	66	52	46	46	38	34	44	40
Индия	13	8	3	10	15	19	18	39	45	31
Бразилия	61	56	44	45	33	40	48	55	75	83
ЮАР	4	4	4	7	4	3	2	3	1	1
Надежность банков										
Россия	108	107	123	129	129	132	124	118	115	121
Китай	128	108	66	60	64	71	72	63	78	79
Индия	46	51	25	25	32	38	49	101	100	75
Бразилия	36	24	10	14	16	14	12	13	27	38
ЮАР	16	15	6	6	2	2	3	6	8	2
Эффективность регулирования деятельности бирж										
Россия	103	110	113	118	116	114	102	91	97	113
Китай	111	109	91	61	53	58	63	58	52	57
Индия	30	25	11	15	26	28	27	62	69	58
Бразилия	41	28	10	5	9	8	7	17	36	54
ЮАР	5	5	2	1	1	1	1	1	2	3

Источник: расчеты автора по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

¹ Российская экономика в 2008 г. Тенденции и перспективы. (Выпуск 30) – М. ИЭПП, 2009, сс. 513–516.

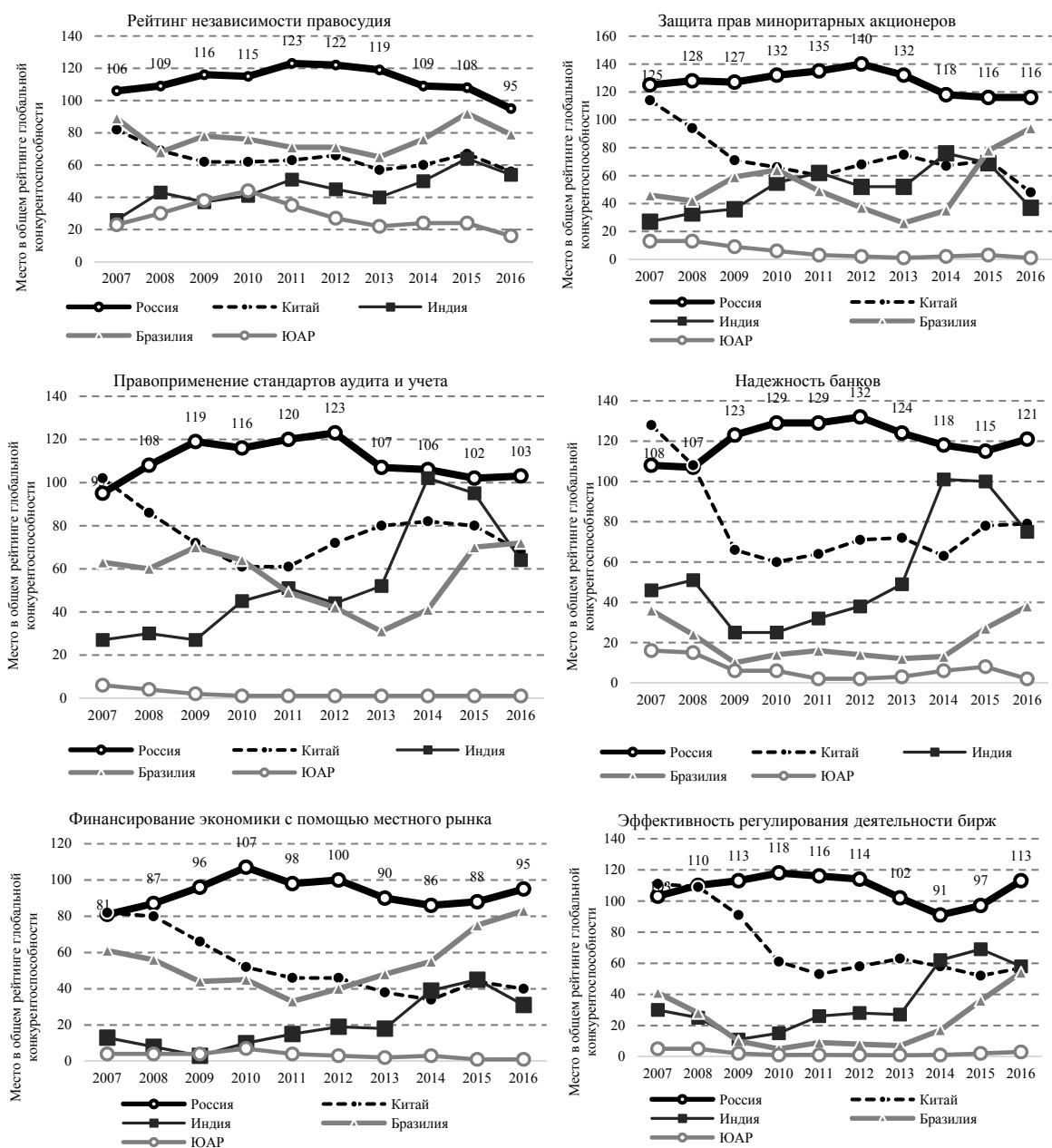


Рис. 40. Положение стран БРИКС в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума по ряду критериев, существенных для принятия решений консервативными портфельными инвесторами

Источник: расчеты автора по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

Как показано на рис. 40, по всем шести характеристикам инвестиционного климата в 2007–2016 гг. Россия занимала значительно худшие места по сравнению с Бразилией, Индией, Китаем и ЮАР. В 2016 г. самое низкое 121-е место из 138 стран было получено по критерию надежности банков, а самое высокое – 95-е – по критериям оценки незави-

симости правосудия и доступности ресурсов внутреннего фондового рынка для финансирования экономики. При этом из 6 показателей инвестиционного климата в России лишь по одному – независимость правосудия – в 2016 г. оценка улучшилась, а по другому показателю – защите прав миноритарных инвесторов – осталась без изменений. По остальным четырем характеристикам инвестиционного климата произошло ухудшение оценок. Наиболее сильное ухудшение пришлось на оценку эффективности регулирования бирж, где за год Россия скатилась с 97-го на 113-е место.

Таким образом на основании сравнительных оценок РГК ВЭФ стран – членов БРИКС за 2007–2016 гг. можно сделать вывод о том, что в отличие от позитивных изменений в сводном рейтинге глобальной конкурентоспособности по наиболее проблемным зонам качества инвестиционного климата в России в 2016 г. наблюдалось скорее ухудшение ситуации по большинству из рассматриваемых характеристик. Кроме того, если по совокупным оценкам рейтинга в последние годы Россия поднялась на более высокие места по сравнению с Бразилией и ЮАР и вплотную подошла к Индии, то по ключевым характеристикам инвестиционного климата России пока не удастся опередить ни одну из стран-конкурентов из БРИКС.

3.7. Риски российского финансового рынка

Остановимся на наиболее существенных рисках российского фондового рынка на среднесрочную перспективу.

Как показано на *рис. 41*, наибольшим риском для сохранности внутренних рублевых сбережений в России является регулярная девальвация национальной валюты. Как правило, девальвация рубля идет по одному и тому же сценарию. Снижение цены на нефть и отток капитала порождают внезапное обесценение рубля, а потом наступает период, длящийся 7–8 лет, когда рубль остается стабильным и даже немного укрепляется. Однако проблема заключается в том, что внезапные девальвации обесценивают стоимость рублевых сбережений и к исходным значениям даже в период стабильности рубль не возвращается.

Источником девальвации являются структурные диспропорции российской экономики, делающие рубль зависимым от внешнеэкономической конъюнктуры и поведения иностранных портфельных инвесторов.

В настоящее время финансовый рынок переживает цикл укрепления рубля с 83,59 рублей за доллар по состоянию на 22 января 2016 г. до 59,18 рублей на 27 января 2017 г. Поскольку структурные изменения в экономике даже при условии благоприятного сценария ее развития будут занимать достаточно длительное время, в среднесрочной перспективе сохраняются риски неблагоприятных внешних условий для курса рубля.

В значительной мере цены акций российских компаний зависят от цен на нефть. Коэффициент детерминации (R^2) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами нефти сорта Brent с сентября 1995 г. по февраль 2017 г., изображенный на *рис. 42*, равен 0,80, что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями. В значительной мере цена на нефть влияет и на валютный курс.

В течение ближайших лет нет оснований ожидать роста цен на нефть, спрос и предложение на рынке нефти являются волатильными. Поэтому в среднесрочной перспективе с высокой вероятностью можно ожидать циклических изменений цен на нефтяном рынке, что будет существенным источником волатильности российского фондового рынка.

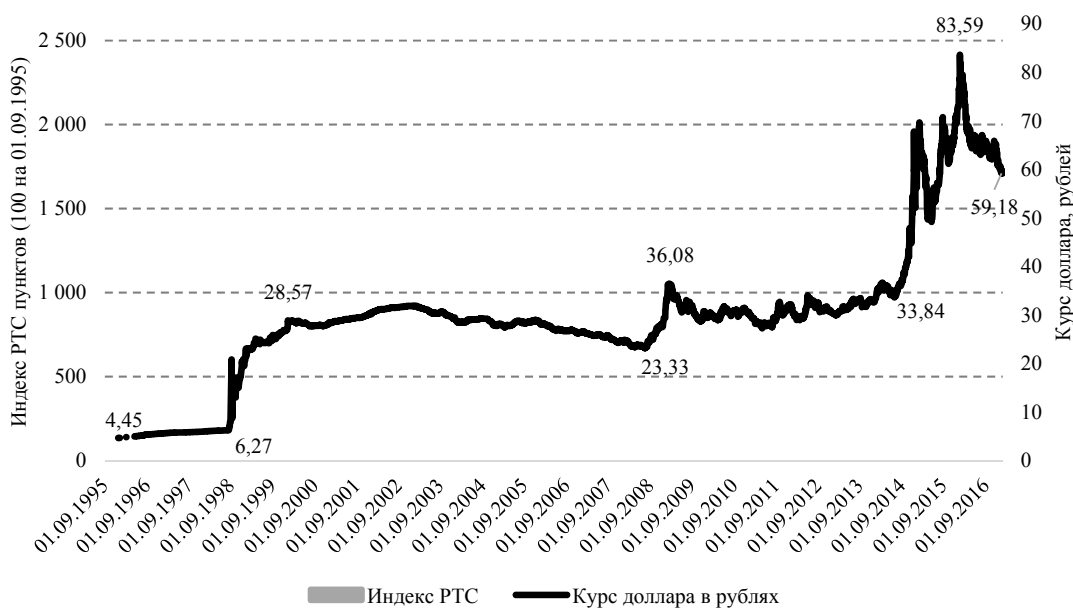


Рис. 41. Индекс РТС и валютный курс рубля за период с 1 сентября 1995 г. до 27 января 2017 г.

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

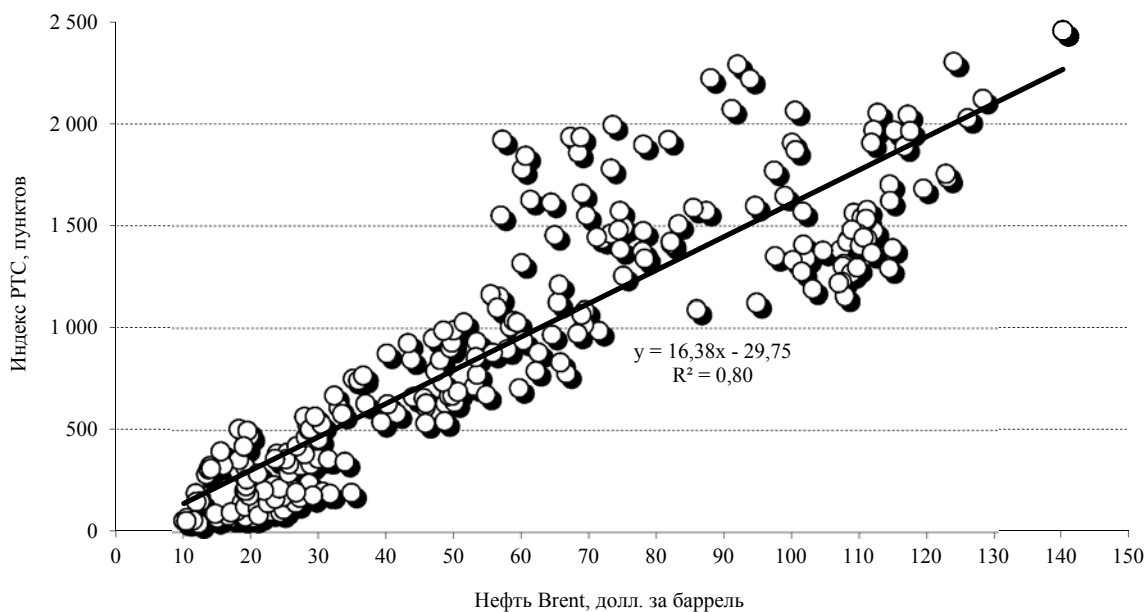


Рис. 42. Зависимость индекса РТС от цены на нефть марки Brent с сентября 1995 г. по февраль 2017 г.

Источник: рассчитано по данным компании «Финам» и Московской биржи.

В настоящее время в России сложились относительно благоприятные условия для роста carry trade. Этому способствует укрепление курса национальной валюты, сохранение

высоких процентных ставок по операциям с рублевыми активами, а также отсутствие значимых ограничений в области валютного регулирования.

Негативные последствия стратегии carry trade могут проявляться по нескольким направлениям – резком усилении волатильности курса национальной валюты и цен финансовых активов, а также в виде кризиса ликвидности в банковской системе. Риски негативного влияния carry trade на банки в настоящее время ограничены, поскольку под влиянием действующих нормативов и иных факторов российские банки пока не принимают активного участия в данных сделках. Несмотря на относительно высокую долю нерезидентов в структуре владельцев акций и облигаций российских эмитентов, реализация активных стратегий carry trade здесь ограничена в силу низкой ликвидности внутреннего фондового рынка. Как было показано в разделе 3.6, в течение 17 лет с 2000 г. по 2016 г. чистый приток средств иностранных фондов (Russia-EMEA-Equity) в российские акции составил 6,7 млрд долл., в том числе 1,2 млрд долл. в 2016 г.

В этих условиях наиболее высокий риск негативных проявлений carry trade характерен для валютного рынка и курса рубля. Согласно прогнозу UBS Group AG, опубликованному в конце декабря 2016 г., в 2017 г. в силу высоких внутренних процентных ставок и роста цен на нефть рубль будет одним из наиболее выгодных вложений с точки зрения стратегии carry trade среди стран EMEA (Европа, Ближний Восток и Африка), с потенциальной доходностью 26% годовых¹.

В то же время, по мнению экспертов Банка России, риски негативного влияния carry trade на финансовый рынок часто являются завышенными, поскольку высокие процентные ставки – не единственный потенциальный фактор привлекательности этих операций, а коэффициент Шарпа при сделках с рублем из-за его повышенной волатильности уступает аналогичному индикатору эффективности операций на валютном рынке в других странах².

Как было показано в предыдущих обзорах³, на динамику российских фондовых индексов не менее значимое влияние, чем цены на нефть, оказывают также потоки инвестиций со стороны иностранных инвестиционных фондов, фиксируемые аналитическим ресурсом EPFR.

Иностранные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции российских компаний, как правило, придерживаются следующей инвестиционной стратегии: они заводят денежные средства в российские акции на дне кризиса, когда акции стоят дешево, а в период роста рынка стараются не упустить тот момент времени, при котором необходимо выводить средства из уже переоцененных (дорогих) акций. Сигналами для начала вывода средств из таких фондов, как показывают наши исследования⁴, являются существенные снижения прогнозов популярного среди институциональных инвесторов и международных финансовых организаций ресурса Consensus Economics темпов роста

¹ Namatalla A., Gokoluk S. Top 2017 Emerging EMEA Pics Are All Things Russia; Avoid Turkey. 27 декабря 2016 г. Блумберг.

² Банк России. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. № 2 (14), март 2017, с. 38.

³ Российская экономика в 2015 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 37) / [В. Мау и др.; под ред. Синельникова-Мурылева С.Г. (гл. ред.), Радыгина А.Д.]; Ин-т экономической политики им. Е.Т. Гайдара. – М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016, с. 121–123.

⁴ IMF. Financial Stability Report. September 2011, с. 11–18. Публикуется на сайте www.imf.org; Абрамов А. Различия в поведении внутренних и иностранных частных инвесторов на российском фондовом рынке. Экономическое развитие России, № 11, 2015, сс.47–52.

крупнейших мировых экономик, предвещающие падение спроса на нефть и девальвации национальных валют в развивающихся странах¹.

Высокая доходность российского рынка акций на фоне укрепляющегося рубля привела к притоку дополнительных средств нерезидентов на данный сегмент рынка во второй половине 2016 г. Однако все это не сопровождалось качественными изменениями в сфере инвестиционного климата и экономической политике. Неустойчивыми остаются цены на нефть. Кроме того, в марте 2017 г. вновь начался процесс повышения процентных ставок в США. Все это может повлиять на возобновление устойчивого оттока средств портфельных иностранных инвесторов с российского фондового рынка.

В 2014 г. введение санкций осуществлялось двумя этапами. В марте 2014 г. США, ЕС и ряд других стран ввели индивидуальные санкции против отдельных частных лиц и компаний. В июле 2014 г. начали действовать секторальные санкции, ограничившие доступ к глобальным финансовым рынкам крупнейшим российским компаниям (Роснефть, Транснефть, Газпром нефть, Уралвагонзавод, Оборонпром, ОАК и др.) и государственным банкам (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, Внешэкономбанк, Банк Москвы). Основными каналами влияния данных санкций на финансовый рынок являлись ограничения объемов заимствования средств российскими компаниями в форме долгового финансирования², удорожание стоимости заимствования и отток иностранных инвестиций на рынке акций.

Имеющиеся оценки влияния санкций на финансовый рынок существенно отличаются друг от друга, однако в основном они выражаются в процентах предполагаемого замедления темпов роста ВВП. Непосредственно анализу последствий санкций для финансового рынка посвящено немного работ. Так, по оценкам Е. Гурвича и И. Прилепского³ суммарный дополнительный чистый отток капитала, связанный с санкциями, был оценен на уровне 58 млрд долл. в 2014 г. и 160–170 млрд долл. в 2014–2017 гг. По мнению министра финансов А. Силуанова, высказанному в конце 2014 г., от санкций в год Россия теряет около 40 млрд долл.⁴

Негативное влияние санкций на финансовый рынок может осуществляться через три основных канала: сокращение объема привлекаемых на глобальных рынках финансовых ресурсов, рост стоимости заимствований и сворачивание участия нерезидентов на внутреннем финансовом рынке. При этом в процессе событийного анализа сложно однозначно отделить эффект введенных с июля 2014 г. санкций от последствий обвала цен на нефтяном рынке, начавшегося с сентября 2014 г.

Как было показано на *рис. 20*, введение секторальных санкций ограничило доступ российских компаний на рынок еврооблигаций, что привело к сокращению их задолженности по еврооблигациям со 182 млрд долл. в 2013 г. до 136 млрд долл. в 2016 г. На основании указанных данных можно предполагать, что введение санкций привело к сокращению внешних финансовых ресурсов у российских компаний и банков в сумме 46 млрд

¹ Более подробно о данной стратегии инвестирования см. Абрамов А. Различия в поведении внутренних и иностранных частных инвесторов на российском фондовом рынке. Экономическое развитие России, № 11, 2014 г.

² Мау В.А., Улюкаев А.В. Глобальный кризис и вызовы экономической политики современной России. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. С. 42.

³ Гурвич Е., Прилепский И. Влияние финансовых санкций на российскую экономику // Вопросы экономики. Январь 2016 г. № 1. С. 33.

⁴ Волкова О. Контрсанкции против санкций: что хуже. РБК Daily. 21 марта 2016 г. с. 4.

долл. Монетарным властям пришлось отчасти замещать указанные средства за счет краткосрочного рефинансирования банковской системы. Сокращение возможности заимствований за рубежом хотя и не является таким уж масштабным, все же болезненно сказывается на инвестиционных возможностях бизнеса, прежде всего, из-за сохранения высокой ключевой ставки на внутреннем рынке, ограничивающей кредитную активность российских банков.

Введение санкций, но еще более – снижение цен на нефть и следующая за этим девальвация рубля, привели к росту кредитных рисков и повышению стоимости заимствований на внутреннем и внешних рынках, достигших критического уровня в декабре 2014 – январе 2015 гг. Однако, как показано на *рис. 27*, к настоящему времени значения доходности портфеля ОФЗ (Cbonds – GBI) вернулись к уровням, действовавшим в 2013 г., то есть до введения секторальных санкций. Аналогичный процесс произошел на рынке корпоративных облигаций (*рис. 22*), где все же ставки заимствований пока остаются на 1–1,5 п.п. выше предкризисного уровня. Данные факты свидетельствуют о том, что имевший место в 2014–2015 гг. рост стоимости заимствований на финансовом рынке в большей мере объяснялся циклическими факторами состояния конъюнктуры на глобальных финансовых рынках, чем последствиями действующих секторальных санкций.

Что касается участия нерезидентов на внутреннем фондовом рынке, то, например, данные *рис. 30* показывают, что введение секторальных санкций не оказало значимого влияния на уменьшение их активности на рынке ОФЗ.

Таким образом, 2016 г. был относительно удачным годом для российского фондового рынка по сравнению с предшествующими годами после кризиса 2008 г. Российский рынок акций был мировым лидером по доходности. Несмотря на секторальные санкции на рынок акций российских эмитентов поступило 1,2 млрд долл. новых средств иностранных инвестиционных фондов. Выросло число частных лиц, совершающих сделки на бирже, количество открываемых ими брокерских счетов и ИИС. Заметное оживление интересов инвесторов наблюдалось на внутреннем рынке коллективных инвестиций.

Доходность выпусков государственных и корпоративных облигаций стабилизировалась на уровне досанкционного 2013 г. Это способствовало ускоренному росту новых эмиссий корпоративных и государственных облигаций. Рынок ОФЗ стал заметным источником финансирования дефицита бюджета.

Вместе с тем не произошло перемен к лучшему в области внутренних источников роста фондового рынка. Сохранилось доминирование денежного рынка над фондовым, что означает финансирование спроса на ценные бумаги российских эмитентов, прежде всего, за счет краткосрочных источников фондирования банков и иных финансовых посредников. Существенным ограничителем роста фондового рынка оставалось замораживание пенсионных накоплений. Не произошло существенных изменений в сфере инвестиционного климата, что ограничивает спрос на финансовые инструменты российских структур со стороны крупных иностранных портфельных инвесторов.

В этих условиях приоритетными направлениями развития внутреннего рынка могли бы стать развитие внутренних институциональных инвесторов, формирование стабильных правил игры в сфере пенсионных накоплений, улучшение инвестиционного климата и улучшение конкурентной среды на внутреннем фондовом рынке.

3.8. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований¹

3.8.1. Динамика развития рынка

По итогам 2016 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с дефицитом в размере 303,5 млн руб., т.е. вышли практически на бездефицитный уровень (*табл. 12*).

Для сравнения: в 2015 г. размер дефицита консолидированного регионального бюджета и бюджетов территориальных государственных внебюджетных фондов составил 178,7 млрд руб. (0,22% ВВП).

В 2016 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом в 2,4 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 16,3 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения – с профицитом в 0,3 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с профицитом в 11,4 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с дефицитом в 5,4 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом в 12,3 млрд руб.

Для сравнения: в 2015 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом в 108,2 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 52,1 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга – с профицитом в 1,4 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с дефицитом в 10,5 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом в 2,2 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с дефицитом в 7,1 млрд руб.

Таблица 12

Отношение профицита (дефицита) консолидированного регионального и региональных бюджетов к бюджетным расходам в 2007–2016 гг., %

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
2016	–	0,003
2015	-1,6	-1,3
2014	-4,6	-4,9
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

* С учетом государственных внебюджетных фондов.

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

По состоянию на 1 января 2017 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 58 субъектах РФ (в 2015 г. – в 76 регионах). Суммарный объем дефицита составил 198,0 млрд руб., или 3,1% от доходной части их бюджетов (в 2015 г. – 377,6 млрд руб., или 3,3% от доходной части бюджетов регионов, имеющих дефицит).

¹ Автор раздела: А. Шадрин – Минэкономразвития России.

Таблица 13

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов
к бюджетным расходам в 2007–2016 гг., %**

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
2016	1,3	-0,9	0,8	-1,5
2015	6,7	-3,0	-0,7	-0,6
2014	6,0	-2,2	-1,4	0,7
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 автора на основе данных Федерального казначейства.

Медианный уровень бюджетного дефицита составил 5,7% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Ненецком АО – 22,0%, в Республике Хакасия – 21,3%, в г. Севастополе – 13,8%, в Костромской области – 12,0%, в Республике Крым – 10,8%. Более 9,7% общего дефицита консолидированного бюджета, или 19,2 млрд руб., пришлось на г. Санкт-Петербург, более 7,6%, или 15,1 млрд руб., – на Красноярский край, более 7,2%, или 14,3 млрд руб., – на Республику Крым (табл. 14).

С профицитом в 2016 г. был сведен консолидированный бюджет в 27 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 9 регионами в 2015 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 197,8 млрд руб., или 3,7% величины доходной части их бюджетов (в 2015 г. – 199,0 млрд руб., или 6,0% доходной части бюджетов). Медианное значение бюджетного профицита составило 2,8% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Чукотском АО – 8,2%, или 2,8 млрд руб., и в г. Москве – 6,0%, или 121,7 млрд руб. На Москву в 2016 г. пришлось 61,2% суммарного профицита бюджетов регионов, сведенных с профицитом, по сравнению с 73,2%, или 145,7 млрд руб., в 2015 г.

Таблица 14

Исполнение консолидированных бюджетов субъектов РФ в 2016 г.

	Доходы бюджета, млрд руб.	Дефицит (профицит) бюджета, млрд руб.	Отношение дефицита (профицита) к доходам, %	Привлеченные заемные средства к доходам, %	Чистое заимствование к доходам, %	Расходы на погашение заимствований к доходам, %
1	2	3	4	5	6	7
Центральный федеральный округ						
Белгородская область	95,5	3,1	3,2	10,8	2,6	8,1
Брянская область	68,7	-0,7	-1,1	13,3	0,6	12,7
Владимирская область	74,4	-1,8	-2,4	5,6	-0,1	5,6
Воронежская область	125,7	-1,1	-0,9	52,1	2,2	50,0
Ивановская область	46,0	1,3	2,9	60,9	3,3	57,6
Тверская область	75,7	-3,5	-4,6	22,6	-1,8	24,3

Продолжение таблицы 14

1	2	3	4	5	6	7
Калужская область	70,6	1,5	2,2	33,6	4,8	28,8
Костромская область	32,8	3,9	12,0	64,6	14,0	50,7
Курская область	62,4	2,2	3,6	50,7	3,3	47,4
Липецкая область	71,9	0,4	0,6	4,8	-2,9	7,7
Московская область	632,8	-10,0	-1,6	10,2	0,1	10,1
Орловская область	39,5	3,3	8,2	36,5	8,1	28,3
Рязанская область	64,1	-1,9	-3,0	22,8	-0,6	23,4
Смоленская область	51,8	1,9	3,7	109,5	5,6	103,9
Тамбовская область	60,6	2,3	3,8	29,8	4,0	25,9
Тульская область	93,0	0,3	0,4	13,9	1,3	12,6
Ярославская область	76,8	5,0	6,5	78,3	6,6	71,8
г. Москва	2 031,6	-121,7	-6,0	0,0	-3,6	3,6
г. Байконур	3,5	0,1	3,6	0,0	0,0	0,0
Итого	3 777,4	-115,2	-3,1	12,1	-1,2	13,2
Северо-Западный федеральный округ						
Республика Карелия	48,7	2,6	5,3	30,3	3,1	27,2
Республика Коми	86,0	6,2	7,3	93,2	9,7	83,5
Архангельская область	93,7	4,8	5,1	95,0	4,5	90,5
Вологодская область	78,7	-4,5	-5,7	24,0	-3,3	27,3
Калининградская область	93,7	2,8	3,0	23,5	1,4	22,1
Ленинградская область	151,8	-2,9	-1,9	1,1	-2,4	3,5
Мурманская область	85,7	-2,5	-2,9	53,2	0,1	53,1
Новгородская область	38,7	0,2	0,6	34,5	0,5	33,9
Исковская область	35,9	1,4	4,0	75,8	4,2	71,6
г. Санкт-Петербург	544,6	19,2	3,5	0,0	-0,2	0,2
Ненецкий автономный округ	15,6	3,4	22,0	49,4	16,9	32,5
Итого	1 273,1	30,9	2,4	25,2	1,0	24,2
Южный федеральный округ						
Республика Калмыкия	14,3	0,6	3,9	32,9	2,3	30,6
Краснодарский край	310,4	-2,4	-0,8	16,3	2,4	13,9
Астраханская область	47,7	1,6	3,3	40,1	7,2	32,9
Волгоградская область	123,5	6,6	5,3	37,5	4,6	32,9
Ростовская область	226,6	-4,6	-2,0	3,8	-0,1	3,9
г. Севастополь	25,4	3,5	13,8	0,0	0,0	0,0
Республика Крым	133,3	14,3	10,8	3,8	3,8	0,0
Республика Адыгея (Адыгея)	21,9	-0,4	-1,9	10,6	-0,5	11,0
Итого	903,0	19,0	2,1	15,1	2,4	12,8
Северо-Кавказский федеральный округ						
Республика Дагестан	122,0	-2,3	-1,9	5,7	-1,0	6,7
Кабардино-Балкарская Республика	37,8	2,8	7,5	84,8	7,9	76,9
Республика Северная Осетия – Алания	32,5	-0,2	-0,5	26,6	0,5	26,1
Республика Ингушетия	32,5	-1,2	-3,6	21,5	-2,6	24,1

Продолжение таблицы 14

1	2	3	4	5	6	7
Ставропольский край	124,0	3,7	3,0	75,1	3,9	71,2
Карачаево-Черкесская Республика	24,8	0,6	2,6	52,3	1,8	50,6
Чеченская Республика	83,4	-0,9	-1,1	2,6	-0,7	3,3
Итого	457,1	2,6	0,6	35,6	1,2	34,4
Приволжский федеральный округ						
Республика Башкортостан	233,5	-10,1	-4,3	3,1	0,2	2,9
Республика Марий Эл	33,2	0,4	1,2	32,8	1,3	31,5
Республика Мордовия	48,9	4,4	9,0	78,1	17,0	69,2
Республика Татарстан	293,9	-0,1	0,0	9,9	1,2	8,7
Удмуртская Республика	88,2	7,9	9,0	45,6	8,5	37,0
Чувашская Республика	60,0	-1,7	-2,8	32,3	0,3	32,1
Нижегородская область	194,0	3,7	1,9	107,2	3,2	104,0
Кировская область	67,5	2,9	4,3	95,2	4,6	90,5
Самарская область	201,2	5,3	2,6	22,5	3,1	19,6
Оренбургская область	110,5	0,7	0,6	23,0	0,4	22,6
Пензенская область	67,1	0,1	0,2	14,9	0,6	14,3
Пермский край	158,4	0,6	0,4	52,3	1,0	51,4
Саратовская область	115,3	0,1	0,1	35,9	0,6	35,3
Ульяновская область	66,9	1,1	1,6	32,1	2,8	29,3
Итого	1 738,5	15,3	0,9	37,0	2,1	34,9
Уральский федеральный округ						
Курганская область	46,7	2,8	6,0	19,2	7,1	12,1
Свердловская область	285,7	4,6	1,6	61,1	2,1	59,0
Тюменская область	157,2	-4,4	-2,8	0,0	0,0	0,0
Челябинская область	196,9	-0,1	0,0	12,0	-0,6	12,6
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	272,8	9,0	3,3	4,0	1,3	2,7
Ямало-Ненецкий автономный округ	166,3	0,4	0,2	15,1	-1,9	17,0
Итого	1 125,5	12,3	1,1	21,6	0,7	20,8
Сибирский федеральный округ						
Республика Бурятия	63,6	2,4	3,8	25,0	0,3	24,6
Республика Тыва	29,4	-1,0	-3,2	15,6	-0,5	16,1
Алтайский край	122,7	-5,2	-4,2	1,7	-0,3	2,1
Красноярский край	262,9	15,1	5,7	30,5	4,9	25,6
Иркутская область	184,4	-1,3	-0,7	39,4	-0,9	40,3
Кемеровская область	162,9	5,4	3,3	16,8	4,0	12,7
Новосибирская область	173,1	0,6	0,4	94,6	1,6	93,0
Омская область	102,4	5,4	5,3	147,1	4,8	142,2
Томская область	80,9	0,4	0,5	52,3	3,2	49,2
Республика Алтай	20,4	0,0	0,2	6,4	-1,1	7,5
Республика Хакасия	33,2	7,1	21,3	80,6	17,0	61,3

Окончание таблицы 14

1	2	3	4	5	6	7
Забайкальский край	68,8	-0,6	-0,9	50,2	0,5	49,7
Итого	1 304,7	28,5	2,2	47,7	2,6	45,1
Дальневосточный федеральный округ						
Республика Саха (Якутия)	217,5	7,8	3,6	12,3	3,4	8,8
Приморский край	135,4	-4,7	-3,4	6,0	-1,3	7,3
Хабаровский край	121,1	4,6	3,8	24,7	4,1	20,6
Амурская область	68,5	-3,5	-5,1	45,5	0,3	45,2
Камчатский край	79,5	0,8	1,0	6,3	-2,4	8,8
Магаданская область	36,4	0,8	2,2	13,8	21,0	13,8
Сахалинская область	165,6	3,2	1,9	0,0	-0,2	0,2
Еврейская автономная область	13,6	0,7	5,2	42,1	3,8	38,3
Чукотский автономный округ	34,3	-2,8	-8,2	13,7	-5,6	19,3
Итого	872,0	6,9	0,8	13,4	0,8	12,5
Итого Российская Федерация	11 451,3	0,3	...	23,6	0,7	22,9

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

3.8.2. Структура заимствований

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов Российской Федерации в 2016 г. увеличился на 34,5 млрд руб., составив 2353,1 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований увеличился на 23,0 млрд руб., составив 364,3 млрд руб.

Таблица 15

Чистые заимствования региональных и местных бюджетов, % ВВП

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Чистые заимствования субфедеральных и местных органов власти	0,17	0,29	0,74	0,51	0,21	0,33	0,61	0,53	0,33	0,10
В том числе:										
возвратные ссуды из бюджетов других уровней	-0,01	0,03	0,33	0,37	0,15	0,01	0,06	0,24	0,21	0,21
субфедеральные (муниципальные) облигации	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04
прочие заимствования	0,10	0,09	0,17	0,07	0,17	0,26	0,43	0,30	0,13	-0,15

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов составил 2700,2 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали: Нижегородская область – 208,0 млрд руб., Свердловская область – 174,4 млрд, Новосибирская область – 163,8 млрд, Омская область – 150,5 млрд, Ставропольский край – 93,1 млрд, Красноярский край – 80,1 млрд, Воронежская область – 65,5 млрд, Московская область – 64,3 млрд руб.

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 5,9%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 44,6%, на заимствования в коммерческих банках и международных кредитных организациях – 49,5%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета составил 83,0 млрд руб. Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Магаданская область – 21,0%, Республика Мордовия и Республика Хакасия – по 17,0% (табл. 14).

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Красноярский край – 12,8 млрд руб., Республика Коми – 8,3 млрд, а также Удмуртская Республика, Республика Саха (Якутия) и Краснодарский край – по 7,5 млрд руб.

За счет превышения объемов погашения ранее сделанных займов над вновь проводимыми накопленный долг сократили 23 региона, в том числе: г. Москва – на 72,4 млрд руб., Ленинградская область – на 3,6 млрд, Ямало-Ненецкий АО – на 3,2 млрд руб.

3.8.3. Внутренние облигационные займы

В 2016 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 25 субъектов Федерации и 3 муниципальных образований (по сравнению с 18 регионами и 3 муниципалитетами, выпустившими облигации в 2015 г.). Проспекты эмиссии в Минфине России в 2016 г. зарегистрировали: Красноярский край, Нижегородская область, Санкт-Петербург, Томская область, Республика Саха (Якутия), Ярославская область, Удмуртская Республика, Самарская, Белгородская, Оренбургская области, Республики Мордовия, Хакасия, Коми, Карелия, Ставропольский край, Новосибирская, Омская, Свердловская области, Ханты-Мансийский АО, Иркутская, Московская, Тюменская, Тамбовская области, Ямало-Ненецкий АО, города Новосибирск, Томск и Омск.

В 2016 г. объем размещаемых облигаций составил 160,5 млрд руб., увеличившись по сравнению с уровнем 2015 г. (98,5 млрд руб.) более чем на 60% в номинальном выражении. Таким образом, за год объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций увеличился с 0,12% ВВП до 0,19% ВВП (табл. 16).

Таблица 16

Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, % ВВП

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Выпуск	0,26	0,43	0,41	0,25	0,10	0,19	0,23	0,16	0,12	0,19
Погашение	0,18	0,26	0,16	0,18	0,21	0,13	0,12	0,17	0,13	0,15
Чистое финансирование	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04

Источник: расчеты автора по данным Минфина России.

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили: Московская область – 25,0 млрд руб., или 15,6% общего объема внутренних заимствований, Ямало-Ненецкий АО – 20 млрд руб., или 12,5%, Красноярский край – 18,2 млрд руб., или 11,4%.

Таким образом, на трех крупнейших эмитентов пришлось 39,5% общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций (табл. 17).

Таблица 17

Размещение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2016 г.

Субъект Федерации	Объем эмиссии, млрд руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
1	2	3	4
Центральный федеральный округ			
Белгородская область	3,5	2,2	34,0
Московская область	25,0	15,6	38,9
Тамбовская область	1,6	1,0	8,9
Ярославская область	4,5	2,8	7,5

Окончание таблицы 17

1	2	3	4
Северо-Западный федеральный округ			
Республика Карелия	1,0	0,6	6,8
Республика Коми	3,1	1,9	3,9
Калининградская область	1,0	0,6	4,5
Северо-Кавказский федеральный округ			
Ставропольский край	4,8	3,0	5,2
Приволжский федеральный округ			
Республика Мордовия	5,0	3,1	13,1
Удмуртская Республика	5,0	3,1	12,4
Нижегородская область	10,0	6,2	4,8
Самарская область	10,0	6,2	22,1
Уральский федеральный округ			
Свердловская область	5,0	3,1	2,9
Ханты-Мансийский АО	6,0	3,7	55,6
Ямало-Ненецкий АО	20,0	12,5	79,8
Сибирский федеральный округ			
Красноярский край	18,2	11,4	22,8
Иркутская область	5,0	3,1	6,9
Новосибирская область	8,0	5,0	4,9
Омская область	7,5	4,6	4,9
Томская область	5,9	3,6	13,8
Республика Хакасия	5,0	3,1	18,7
Дальневосточный федеральный округ			
Республика Саха (Якутия)	5,5	3,4	20,6
Российская Федерация – итог	160,5	100,0	5,9

Источник: расчеты автора по данным Федерального казначейства.

Наиболее высокий уровень секьюритизации (79,8%) наблюдался у Ямало-Ненецкого АО.

В 2016 г. объем размещаемых ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных образований превысил объем погашаемых ценных бумаг на 32,0 млрд руб., тогда как в 2015 г. объем погашаемых облигаций превышал объем размещаемых на 5,8 млрд руб. (табл. 18).

Таблица 18

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

1	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
1	2	3	4
2016			
Чистые заимствования	31 983 694,1	26 696 369,2	5 287 324,9
Привлечение средств	160 505 656,8	153 656 387,9	6 849 268,9
Погашение основной суммы задолженности	128 521 962,7	126 960 018,7	1 561 944,0
2015			
Чистые заимствования	-5 817 814,4	-7 108 555,7	1 290 741,3
Привлечение средств	98 458 019,0	94 251 869,0	4 206 150,0
Погашение основной суммы задолженности	104 275 833,3	101 360 424,7	2 915 408,6
2014			
Чистые заимствования	-9 235 928,1	-7 410 458,9	-1 825 469,2
Привлечение средств	111 494 394,7	110 094 379,7	1 400 015,9
Погашение основной суммы задолженности	120 730 322,8	117 504 838,6	3 225 484,2

Окончание таблицы 18

1	2	3	4
2013			
Чистые заимствования	77 610 485,8	75 454 011,5	2 156 474,3
Привлечение средств	154 642 004,9	149 641 823,0	5 000 181,9
Погашение основной суммы задолженности	77 031 519,1	74 187 811,5	2 843 707,6
2012			
Чистые заимствования	38 175 959,8	36 797 479,3	1 378 480,5
Привлечение средств	119 855 045,4	115 953 169,3	3 901 876,1
Погашение основной суммы задолженности	81 679 085,5	79 155 690,0	2 523 395,5
2011			
Чистые заимствования	-58 202 600,7	-57 113 066,4	-1 089 534,3
Привлечение средств	55 050 750,6	53 366 195,4	1 684 555,1
Погашение основной суммы задолженности	113 253 351,3	110 479 261,9	2 774 089,4
2010			
Чистые заимствования	29 774 599,3	28 611 970,0	1 162 629,3
Привлечение средств	111 106 318,3	105 854 346,2	5 251 972,1
Погашение основной суммы задолженности	81 331 719,0	77 242 376,2	-4 089 342,8
2009			
Чистые заимствования	95 457 576,8	97 916 509,1	-2 458 932,3
Привлечение средств	158 114 034,3	153 992 570,1	4 121 464,2
Погашение основной суммы задолженности	62 656 457,5	56 076 061,0	6 580 396,5
2008			
Чистые заимствования	68 851 271,9	72 984 947,8	-4 133 675,9
Привлечение средств	178 565 731,4	177 324 359,3	1 241 372,1
Погашение основной суммы задолженности	109 714 459,5	104 339 411,5	5 375 048,0
2007			
Чистые заимствования	25 867 011	23 691 970	2 175 041
Привлечение средств	84 159 197	79 889 761	4 269 436
Погашение основной суммы задолженности	58 292 185	56 197 791	2 094 394

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2016 г. С 2003 г. ежегодные эмиссии облигаций проводит Красноярский край, с 2004 г. – Нижегородская область (табл. 19).

Таблица 19

**Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных
и муниципальных ценных бумаг в 1999–2016 гг.**

Эмитент	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Субъекты Федерации										
Красноярский край	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Томская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Ярославская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Удмуртская Республика	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Самарская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Белгородская область		*				*	*	*	*	*
Оренбургская область						*	*	*	*	*

Продолжение таблицы 19

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Республика Мордовия							*	*	*	*
Республика Хакасия				*		*	*	*	*	*
Республика Коми		*		*	*		*	*	*	*
Республика Карелия	*	*	*	*	*	*	*	*		*
Ставропольский край		*			*	*	*	*		*
Новосибирская область	*						*	*		*
Омская область							*	*		*
Свердловская область				*	*	*		*		*
Ханты-Мансийский АО			*				*	*		*
Иркутская область	*	*	*			*			*	*
Московская область	*	*								*
Ямало-Ненецкий АО										*
Тюменская область										*
Тамбовская область										*
Волгоградская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
Республика Башкортостан	*				*	*	*	*	*	
Тульская область						*	*	*	*	
Краснодарский край	*			*		*			*	
Тверская область	*	*	*	*	*	*	*	*		
Липецкая область	*	*				*	*	*		
Воронежская область	*					*	*	*		
Смоленская область							*	*		
Республика Чувашия	*	*	*		*	*	*	*		
Республика Марий Эл						*	*	*		
Ленинградская область							*	*		
Магаданская область							*	*		
Костромская область	*				*		*			
Москва		*	*	*			*			
Кемеровская область							*			
Калужская область	*	*			*	*				
Вологодская область					*	*				
Рязанская область				*		*				
Ивановская область	*				*					
Республика Бурятия					*					
Мурманская область				*						
Пензенская область	*	*								
Ульяновская область	*	*								
Курганская область		*								
Республика Калмыкия	*									
Хабаровский край										
Кабардино-Балкарская Республика										
Брянская область										
Сахалинская область										
Курская область										
Приморский край										
Республика Калмыкия	*									
Хабаровский край										
Кабардино-Балкарская Республика										
Брянская область										
Сахалинская область										

Окончание таблицы 19

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Муниципалитеты										
Новосибирск				*	*	*	*	*	*	*
Томск	*	*		*		*		*	*	*
Омск								*		*
Волгоград		*	*	*	*	*		*	*	
г. Волжский Волгоградской области								*		
Красноярск	*	*	*	*	*	*				
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	*									

Источник: Минфин России.

3.9. Российский банковский сектор¹

3.9.1. Основные тенденции в развитии банковского сектора

Динамика активов и количество действующих банков

Совокупные активы российских банков в 2016 г. в номинальном выражении сократились на 3,5% – с 83,0 трлн руб. по состоянию на 1 января 2016 г. до 80,0 трлн руб. на 1 января 2017 г. Годом ранее размер совокупных активов банков увеличился на 6,9%. Снижение номинальной величины банковских активов в 2016 г. зафиксировано впервые с начала регулярной публикации таких данных в 1998 г. При этом в 2016 г. значительный негативный вклад в динамику активов внесло укрепление рубля. За год национальная валюта укрепилась на 16,8% к доллару и на 19,9% к евро. В результате этого рублевый эквивалент активов в иностранной валюте за год заметно сократился. С поправкой на переоценку активов в иностранной валюте банковские активы в 2016 г. продемонстрировали слабый рост (на 2,1%) после падения на 1,5% в 2015 г. Таким образом, в последние два года объем активов российского банковского сектора практически остается стабильным.

По отношению к размерам российской экономики величина банковских активов сократилась со 100% в 2015 г. до 93% в 2016 г. (рис. 43). Это связано с тем, что в 2016 г. снижение номинального объема банковских активов сопровождалось ростом номинального объема ВВП с 83,2 до 85,9 трлн руб. Рост номинальной величины ВВП сохранялся все последние годы, несмотря на сокращение его физического объема в 2015–2016 гг.

¹ Автор раздела: М. Хромов – ИЭП имени Е.Т. Гайдара, ИПЭИ РАНХиГС при Президенте РФ.

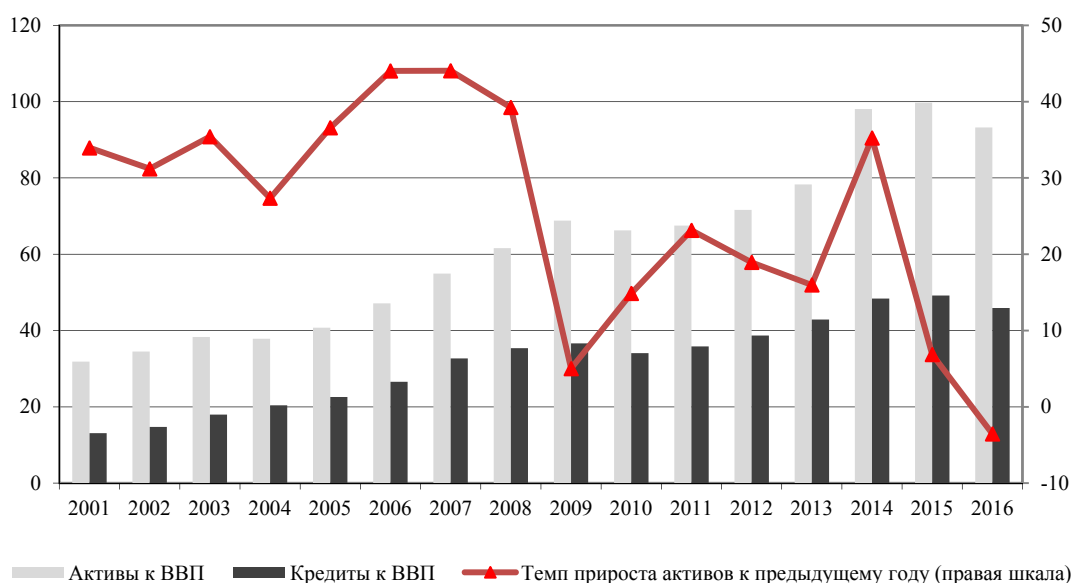


Рис. 43. Темп прироста банковских активов и сравнительные размеры банковского сектора и российской экономики, %

Источник: Банк России; Росстат; оценки автора.

В 2016 г. продолжался интенсивный процесс выведения с рынка тех кредитных организаций, показатели деятельности которых не удовлетворяли требованиям регулятора. За год было отозвано 97 лицензий на осуществление банковской деятельности. Притом что количество отзываеваемых ежегодно лицензий в последние три года было примерно одинаковым (86 в 2014 г. и 93 в 2015 г.), показатель 2016 г. оказался максимальным. Всего с начала руководства действующего председателя Банка России Э. Набиуллиной была прекращена деятельность более 300 банков. А общее количество действующих банков за 4 года сократилось более чем на треть – с 956 на 1 января 2013 г. до 623 на 1 января 2017 г.

Размер активов банков, лишившихся лицензии в 2016 г., достиг 1,2 трлн руб., что также является максимальным объемом за последние три года и составляет 1,4% от совокупной величины активов российского банковского сектора на начало года. С учетом низких темпов роста активов банковского сектора процесс отзыва лицензий оказывает заметное влияние на общую динамику активов. Так, за 2015–2016 гг. с поправкой на курсовую переоценку размер банковских активов увеличился на 0,5 трлн руб., а размер активов банков с отзыванными лицензиями за эти годы составил 2,3 трлн руб., или в 4,5 раза больше.

Объем депозитов населения в банках с отзыванными лицензиями в 2016 г. достиг 478 млрд руб. Около 87% из этой суммы подлежало возмещению Агентством по страхованию вкладов (рис. 44). В 2014–2016 гг. это соотношение сохраняется стабильным. Во многом этому способствовало двукратное увеличение максимального возмещения в конце 2014 г.

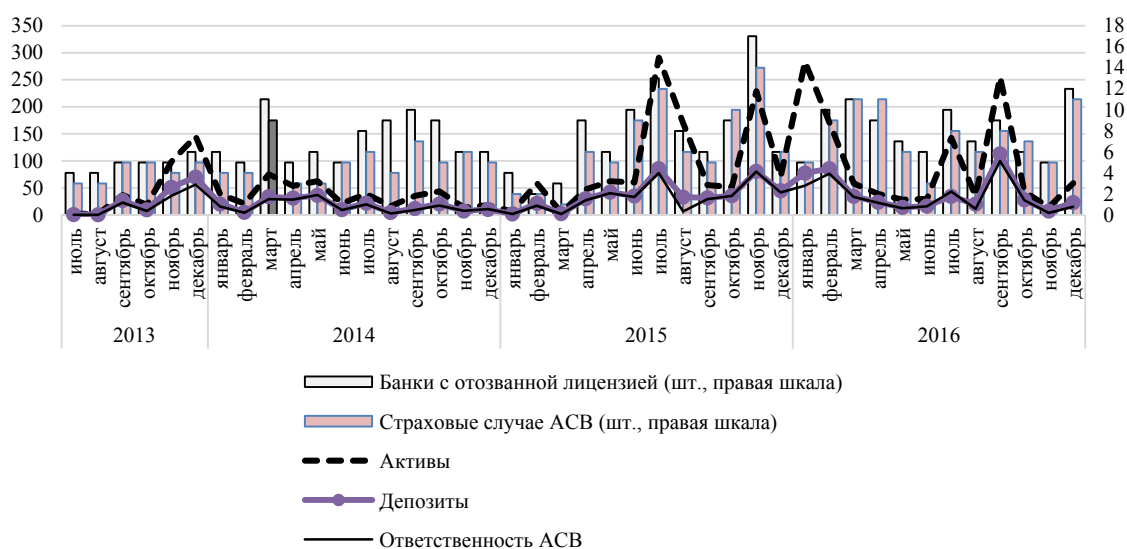


Рис. 44. Основные показатели банков с отзывными лицензиями

Источник: Банк России, АСВ, оценки автора.

Прибыль и капитал

Финансовые результаты деятельности банковского сектора пока остаются на скромном уровне. После резкого провала банковской прибыли в 2014–2015 гг., когда рентабельность банковского капитала падала до 9 и 3% в годовом выражении соответственно, в 2016 г. рентабельность банковского капитала достигла 13% в годовом выражении. Однако этот показатель заметно ниже, чем в период 2011–2013 гг., когда его значение достигало 17–20%, и тем более чем в период 2005–2007 гг., когда возврат на капитал в банковском секторе превышал 25% в год. Это обуславливает достаточно низкую инвестиционную привлекательность российских банков как для действующих собственников, так и для новых инвесторов.

При этом номинальный объем банковской прибыли в 2016 г. достиг 930 млрд руб. Большой объем прибыли банки зарабатывали только в благополучные 2012–2013 гг. (1012 и 994 млрд руб. соответственно). При этом главным фактором роста прибыли в 2016 г. стало резкое замедление отчислений в резервы на возможные потери. За год объем резервов увеличился лишь на 188 млрд руб. против 1202 и 1352 млрд руб. в 2014 и 2015 гг. Объем же прибыли без учета операций с резервами снижается два года подряд – с 1,8 трлн руб. в 2014 г. до 1,1 трлн руб. в 2016 г. Это свидетельствует о том, что фактические доходы банков продолжают уменьшаться, несмотря на формальный рост номинальных объемов прибыли и рентабельности собственного капитала банков.

Собственный капитал¹ российских банков вырос за год на 4,5%, или на 403 млрд руб. В номинальном выражении это наименьший прирост банковского капитала с 2010 г., когда увеличение составило 110 млрд руб. В 2014–2015 гг. банковский капитал вырос на 864 и 1080 млрд руб. соответственно. Тем не менее норматив достаточности собственного капитала (Н1) в 2016 г. продемонстрировал положительную динамику. За год его

¹ Рассчитанный согласно форме отчетности 123.

значение увеличилось с 12,7 до 13,1%. Это связано со стабильностью активов, взвешенных с учетом риска. Поскольку совокупные банковские активы в 2016 г. снизились, это привело и к замедлению общего роста активов, взвешенных с учетом риска. Риск по балансовым счетам также снизился. Однако увеличение объема операций с повышенными коэффициентами риска, а также рост операционного риска банковского сектора компенсировали снижение риска по балансовым счетам. И в итоге активы, взвешенные с учетом риска, за 2016 г. выросли на 0,5%.

Основным источником роста собственного капитала банков в 2016 г. стало увеличение капитализированной прибыли банков вследствие восстановления балансовой прибыли банков. Увеличение уставного и добавочного капитала банков составило в 2016 г. лишь 59 млрд руб. Это минимальный объем с 2004 г. Такая ситуация отражает крайне низкую инвестиционную привлекательность банковского сектора для собственников и сторонних инвесторов.

Трансформация банковским сектором финансовых потоков

Основным источником финансовых ресурсов в банковском балансе в 2016 г. стали средства населения (рис. 45). На них пришлось почти половина всех перераспределенных банковским сектором финансовых потоков – 2,2 трлн руб. Еще около четверти ресурсов обеспечили собственные средства банков. Кроме того, на сопоставимую величину произошло сокращение банками своих иностранных активов за год, что обеспечило еще около четверти располагаемых ресурсов банковского сектора. Стоит отметить и то, что незначительное сокращение корпоративного кредитного портфеля также привело к тому, что кредитование юридических лиц в 2016 г. не работало на финансирование реального сектора экономики.

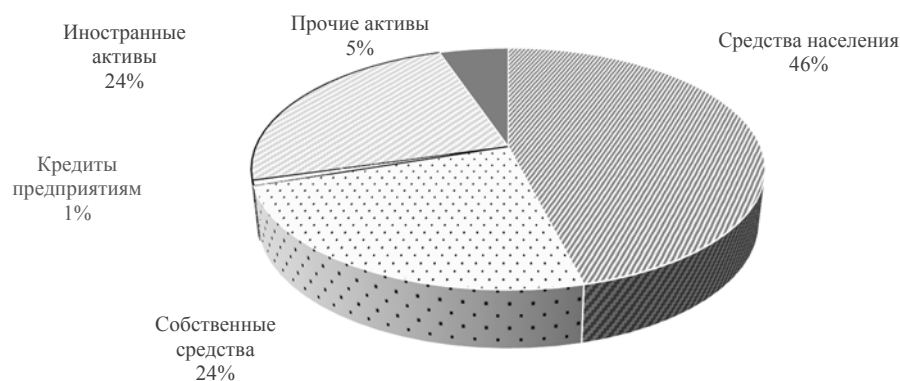


Рис. 45. Структура формирования ресурсов банковского сектора (рост пассивов и сокращение активов) в 2016 г., в % к итогу

Источник: Банк России; оценки автора.

Структура использования банковским сектором полученных финансовых ресурсов свидетельствует о том, что в 2016 г. банки фактически не выполняли свою основную макроэкономическую функцию финансового посредничества, а решали собственные задачи по оптимизации инструментов фондирования банковской деятельности. Так, основным направлением использования банками финансовых ресурсов в 2016 г. стало пога-

шение задолженности перед Банком России. На эти цели было направлено более половины располагаемых финансовых ресурсов (рис. 46). Еще более трети всех ресурсов ушло на сокращение других банковских пассивов, включая внешнюю задолженность. На увеличение активов было направлено лишь немногим более 10% от перераспределенных банками финансовых ресурсов. Большая часть увеличения активов пришлась на наращивание банковского портфеля долговых обязательств российских резидентов, главным образом облигаций Минфина.

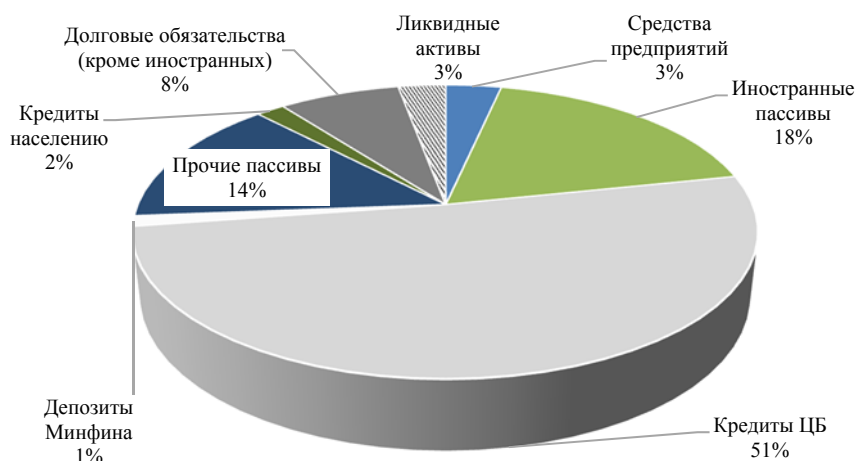


Рис. 46. Структура использования ресурсов банковского сектора (рост активов и сокращение пассивов) в 2016 г., в % к итогу

Источник: Банк России; оценки автора.

3.9.2. Банки и корпоративный сектор

Сальдо балансовых операций банков и корпоративных клиентов в 2016 г. стремилось к нулю. Любопытным итогом прошедшего года стало то, что корпоративные клиенты перестали наращивать как объем своих финансовых средств, размещенных на банковских счетах и депозитах, так и величину своей кредитной задолженности перед банками. Однако близкие к нулю итоги и активных, и пассивных операций банков с корпоративными клиентами являются результатом разнонаправленных тенденций их отдельных компонентов.

Привлечение средств корпоративных клиентов

За 2016 г. объем средств корпоративных клиентов на банковских счетах и депозитах сократился на 0,7% после роста на 10,6% в 2015 г. и составил 20,5 трлн руб. При этом остатки на рублевых счетах и депозитах в 2016 г. продолжали увеличиваться (прирост составил 5,3%), хотя и более низкими темпами, чем в предшествующие годы (8,1% в 2015 г.). Одновременно произошло сокращение валютных средств корпоративных клиентов на 12,1% в долларовом выражении (в 2015 г. они выросли на 11,8%). Доля средств в иностранной валюте в общем объеме безналичных денежных средств корпоративных клиентов банков сократилась за 2016 г. с 40 до 31%.

Остатки средств на срочных депозитах юридических лиц очень велики. Такой объем средств, размещенных организациями на банковских депозитах, свидетельствует об отсутствии привлекательных направлений инвестирования в реальное производство. При этом позитивным сигналом является тот факт, что по итогам 2016 г. тенденция роста срочных депозитов юридических лиц прекратилась. Максимум доли срочных депозитов в общем объеме средств организаций в банковской системе был достигнут по итогам 2014 г. (62,8%), за 2015 г. этот показатель практически не изменился (62,6%), а по итогам 2016 г. сократился до 60,0%.

Кроме того, объемы средств, размещенных организациями на срочных депозитах, сокращаются относительно деловой активности в экономике. Если по итогам 2015 г. величина срочных депозитов юридических лиц была эквивалентна 35 дням оборота организаций, то по итогам 2016 г. она снизилась до 30 дней. Величина средств на расчетных счетах остается стабильной относительно размеров экономики, составляя 20–22 дня от оборота организаций. При этом процессы дедолларизации, отмеченные выше, наблюдались в 2016 г. как для текущих счетов, так и для срочных депозитов организаций. Доля валютных средств в текущих счетах корпоративных клиентов сократилась за 2016 г. с 28 до 22%, а на срочных депозитах – с 46 до 37%.

В целом на срочных депозитах организаций в начале 2017 г. было размещено около 12 трлн руб. С учетом того что инвестиционная привлекательность банковских депозитов постепенно уменьшается вслед за укреплением рубля и снижением процентных ставок, эти средства могут послужить значительным ресурсом для активизации инвестиций в основной капитал в 2017 г.

Корпоративное кредитование

За 2016 г. российские банки предоставили кредитов корпоративным заемщикам в размере 35,6 трлн руб. Это на 3,9% больше, чем за 2015 г. Однако такой скромный рост практически не компенсирует провала 2015 г., в котором объемы кредитования сократились на 11,1% по сравнению с 2014 г. – годом максимальных объемов кредитного рынка, когда банки предоставили корпоративным клиентам кредитов на 38,5 трлн руб. Суммарное падение выдачи корпоративных кредитов за два года составило 7,7%.

Кредитование в рублях росло чуть активнее. Всего за 2016 г. было выдано 32,4 трлн руб. кредитов в национальной валюте. Это на 8,0% больше, чем годом ранее. Но двухлетнее падение все еще не преодолено. В 2016 г. рублевый сегмент кредитного рынка сократился на 2,5% по сравнению с 2014 г.

Кредитование в иностранной валюте продолжает динамично сокращаться. За 2016 г. банками было предоставлено таких кредитов корпоративным заемщикам в объеме 48 млрд долл. Это на 29,9% меньше, чем за 2015 г. В 2015 г. падение кредитования в иностранной валюте было еще более драматичным – почти вдвое: на 48,9%. Всего за два года банки сократили выдачу валютных кредитов в долларовом выражении почти на две трети – на 64,1%. Рублевый эквивалент валютного кредитования также сокращался: на 24,9% в 2016 г. по сравнению с 2015 г. и на 39,8% – по сравнению с 2014 г.

Объемы кредитования падают не только в абсолютном выражении, но и по отношению к масштабам экономической деятельности. На пике кредитной активности российских банков экономика получала новых кредитов в объеме, сопоставимом с 30–31% оборота организаций (в 2013 г. – первой половине 2014 г.). По итогам 2015 г. это соотношение упало до 25%, главным образом вследствие значительного спада на кредитном рынке

в начале 2015 г. За 2016 г. объем выданных банками кредитов корпоративным заемщикам составил 24% от оборота организаций за тот же период (рис. 47).

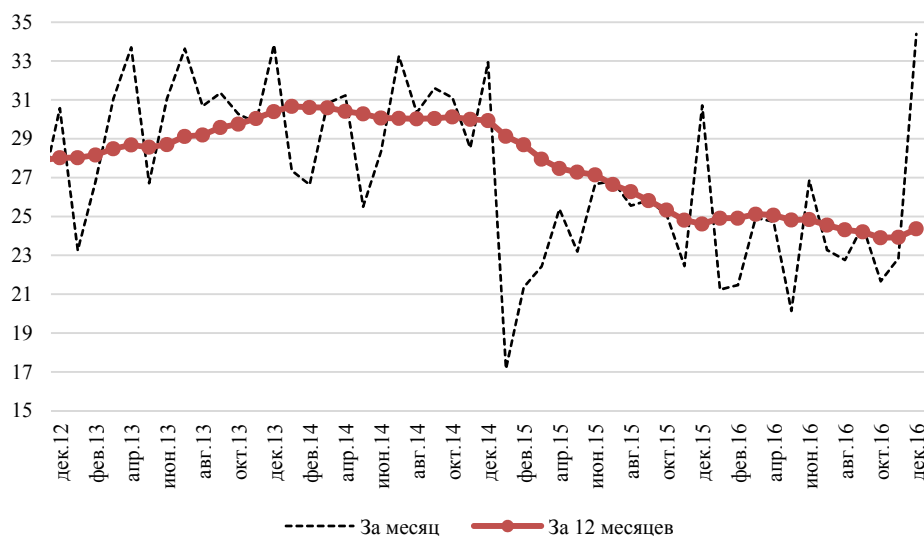


Рис. 47. Соотношение выданных кредитов корпоративным заемщикам и оборота организаций, %

Источник: Банк России, Росстат, расчеты автора.

Замедление выдачи новых кредитов закономерно привело к снижению темпов прироста кредитного портфеля банков. После роста на 11,1% в 2014 г. задолженность корпоративных заемщиков в 2015 г. увеличилась лишь на 5,0%, а по итогам 2016 г. темп прироста задолженности корпоративных заемщиков сократился до нуля (-0,1% в годовом выражении).

Локомотивом кредитного рынка остается сегмент крупного бизнеса. За 2016 г. корпоративным клиентам банков, представляющим крупный бизнес, было выдано 30,3 трлн руб. новых кредитов, что составляет 85% общего объема новых кредитов. По сравнению с 2015 г. объем предоставленных кредитов представителям крупного бизнеса увеличился на 5,2%, что, как и в ситуации с рынком в целом, не компенсирует падения предшествующего года. По сравнению с 2014 г. объем нового кредитования в 2016 г. сократился на 2,1%.

Если динамику кредитования крупного бизнеса можно охарактеризовать как относительно стабильную, то кредитование предприятий среднего и малого бизнеса продолжает сокращаться. За 2016 г. на этом сегменте кредитного рынка было выдано 5,3 трлн руб. новых кредитов, что на 2,9% меньше, чем в 2015 г., и почти на треть (30,3%), чем в 2014 г.

Качество кредитов корпоративным заемщикам в 2016 г. практически стабилизировалось. Доля просроченной задолженности в общем объеме задолженности предприятий перед банками по итогам 2016 г. составила 6,9%. Это немногим выше, чем по состоянию на начало года (6,8%), причем основное снижение пришлось на вторую половину года (максимум был отмечен в августе – 7,5%). Качество рублевых кредитов остается чуть хуже, чем в целом по рынку. Доля просроченной задолженности в рублевых кредитах по

итогам 2016 г. снизилась до 8,0% с пикового уровня 8,8% на конец августа 2016 г. Кредитование в иностранной валюте остается более надежным для банков. Доля просроченных кредитов в иностранной валюте составляет лишь 3,1%, при этом улучшение качества этого типа кредитов происходило практически весь год – с марта, когда был достигнут максимальный уровень просроченных валютных кредитов (4,0%).

Негативная динамика валютных кредитов сохраняется, несмотря на их лучшее качество с точки зрения просроченной задолженности. Очевидно, что причины замедления кредитования в целом с позиции банков связаны с ростом рисков. Однако если для рублевого сегмента кредитования на первом месте выступают кредитные риски, то спад валютного кредитования связан именно с валютными рисками. Для банков они стали слишком велики в результате повышенной волатильности обменного курса рубля.

С точки зрения величины бизнеса заемщика сохраняется заметный разрыв в качестве кредитного портфеля между крупными заемщиками и заемщиками из категории среднего и малого бизнеса. Для крупных клиентов качество обслуживания долга остается выше, чем в среднем по рынку. Доля просроченной задолженности в кредитной задолженности крупных корпоративных клиентов банков по итогам 2016 г. составила 5,5%, достигнув в течение 2016 г. максимального уровня в 6,2%. Доля просроченной задолженности средних и малых предприятий в общем объеме кредитной задолженности перед банками в середине 2016 г. достигла максимального уровня в 15,6%, однако за последние месяцы сократилась до 14,2%. Таким образом, в разрезе величины бизнеса заемщика очевидно прослеживается связь между динамикой соответствующего сегмента кредитного рынка и качеством кредитов на этом сегменте.

Процентные ставки по рублевым кредитам предприятиям снижались в течение всего 2016 г., во многом повторяя тенденцию к снижению ключевой ставки Банка России и даже немного опережая ее (рис. 48). В октябре 2016 г. процентная ставка по рублевым кредитам снизилась до 12,1% годовых – с 13,4% на начало года. Разрыв между ключевой ставкой Банка России и ставкой по рублевым кредитам предприятиям сократился до 2 п.п., тогда как в 2015 г. он превышал 3,5 п.п. Это может являться косвенным свидетельством завышения ключевой ставки регулятора – кредитный рынок уже готов к ее дальнейшему снижению.

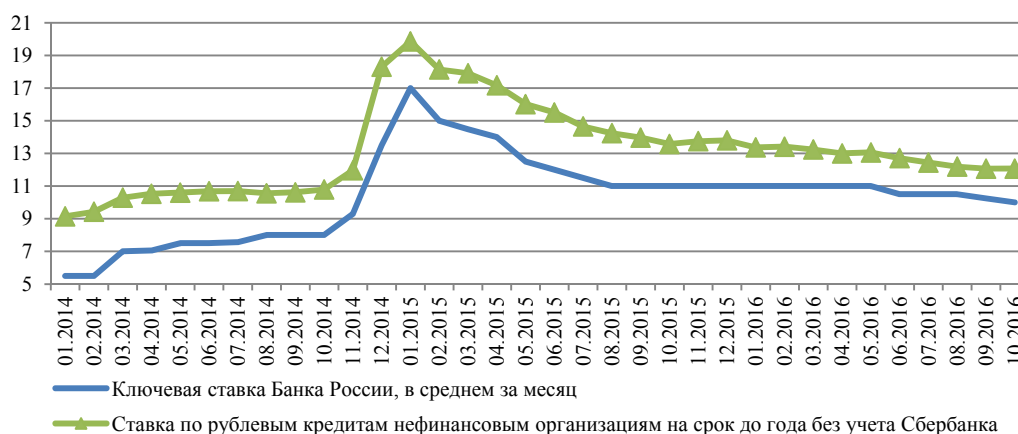


Рис. 48. Процентная ставка по кредитам предприятиям в рублях и ключевая ставка Банка России

Источник: Банк России.

3.9.3. Банки и домашние хозяйства

Привлечение вкладов населения

В 2016 г. темп роста банковских вкладов населения заметно замедлился. За год объем средств на счетах и депозитах физических лиц в банках вырос на 9,7%, тогда как годом ранее увеличение составило 16,9%. В абсолютном объеме величина притока сбережений домашних хозяйств в банковский сектор сократилась на 28% – с 3,1 трлн руб. в 2015 г. до 2,2 трлн руб. в 2016 г. (табл. 20). Тем не менее, как было отмечено выше, население стало основным источником ресурсов для банковского сектора.

Замедление притока средств физических лиц в банковский сектор не стало следствием снижения нормы сбережений домашних хозяйств. В 2016 г. по сравнению с 2015 г. население активно увеличивало остатки наличных денег на руках. Так, объем наличных денег вне банковского сектора вырос за 2016 г. на 476 млрд руб., тогда как в 2015 г. – лишь на 68 млрд руб. Кроме того, повысился спрос физических лиц на наличную иностранную валюту. В 2016 г. физические лица купили у банков и сняли со своих банковских счетов суммарно 15,9 млрд долл., тогда как в 2015 г. – почти в 3 раза меньше (5,5 млрд долл.).

Здесь стоит отметить, что совокупный спрос на иностранную валюту с учетом безналичных средств в российских банках на счетах и депозитах в иностранных валютах в 2016 г. рос не так динамично: с 14,7 млрд долл. в 2015 г. до 17,5 млрд долл. в 2016 г. Это связано с тем, что в 2016 г. практически прекратился приток валютных вкладов в банки. После роста на 9,2 млрд долл. в 2015 г. вклады в иностранной валюте в 2016 г. увеличились лишь на 1,6 млрд долл. Таким образом, население, сохраняя спрос на иностранную валюту, сместило свои предпочтения в пользу наличных денег. Аналогичная картина наблюдалась и для сбережений в рублях. Сокращение номинального прироста рублевых вкладов в 2016 г. по сравнению с 2015 г. было полностью компенсировано увеличением объема наличных денег.

Такие изменения в структуре сбережений могли быть вызваны следующими аспектами. Во-первых, в 2016 г. банки динамично снижали процентные ставки по вкладам физических лиц. Особенно активно этот процесс шел в отношении вкладов в иностранной валюте. Сложившийся в 2016 г. уровень процентных ставок по валютным вкладам делает абсолютно непривлекательным перевод валютных сбережений в безналичную форму.

Таким образом, снижение в 2016 г. нормы сбережения населения на банковских вкладах по сравнению с прошлым годом не означало снижения общей нормы сбережения. С учетом наличных денег норма сбережения в 2016 г. увеличилась до 6,0% от денежных доходов домашних хозяйств после падения до 1,7% в 2014 г. и восстановления до 4,7% в 2015 г. При этом она все же остается ниже, чем в 2011–2013 гг., когда население ежегодно увеличивало совокупный объем наличных и безналичных денежных средств в среднем на 7,1% от уровня своих денежных доходов.

Таблица 20

Динамика основных компонентов сбережений домашних хозяйств

	В среднем за 2011–2013 гг.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
1	2	3	4	5
В млрд руб.				
Средства на банковских счетах и депозитах	2203	-595	3021	2265
Наличная иностранная валюта	-21	1227	-579	520
Наличная национальная валюта	641	186	68	476

Окончание таблицы 20

1	2	3	4	5
Итого	2823	817	2509	3260
В % к доходам				
Средства на банковских счетах и депозитах	5,5	-1,2	5,6	4,2
Наличная иностранная валюта	-0,1	2,6	-1,1	1,0
Наличная национальная валюта	1,6	0,4	0,1	0,9
Итого	7,1	1,7	4,7	6,0

Розничное кредитование

По итогам 2016 г. задолженность населения по банковским кредитам выросла на 0,7% после спада на 7,3% в 2015 г. С точки зрения валюты займа рост пришелся исключительно на рублевые кредиты, объем задолженности по которым увеличился на 1,6% (в 2015 г. был зафиксирован спад на 6,8%). Задолженность физических лиц по кредитам в иностранной валюте продолжает устойчиво сокращаться уже длительный период. Последний раз положительный прирост валютной задолженности населения наблюдался в 2007 г., когда она увеличилась на 42% в долларовом выражении. Уже в 2008 г. этот сегмент розничного кредитования перестал расти. И с тех пор население ни разу не наращивало свою задолженность по банковским кредитам в иностранной валюте. За 2016 г. объем кредитов в иностранной валюте сократился на 33% – до 2,7 млрд долл.

Восстановление положительных темпов прироста кредитного портфеля банков в 2016 г. было обеспечено исключительно сегментом жилищного кредитования. Задолженность населения по кредитам на покупку жилья не снижалась ни в один из месяцев с начала 2011 г., хотя в 2015 г. темпы прироста на этом сегменте также значительно упали с максимальных 33% в годовом выражении осенью 2014 г. до минимума в 9,7% по итогам 2015 г. В 2016 г. задолженность физических лиц по кредитам на покупку жилья увеличилась на 12,9%.

По прочим потребительским кредитам наблюдается принципиально иная картина. На этом сегменте кредитного рынка задолженность сокращается второй год подряд, хотя темпы сокращения и замедлились с 14% в 2015 г. до 5% в 2016 г. В отдельные месяцы 2016 г. наблюдалось незначительное увеличение долга населения перед банками по потребительским кредитам, но возврата к устойчивому росту пока не произошло (*рис. 49*).

В итоге структура задолженности населения по банковским кредитам смещается в пользу более длинных и дешевых кредитов на покупку жилья. По состоянию на 1 января 2017 г. доля жилищных кредитов в общем объеме задолженности населения достигла рекордных 42%, увеличившись только за 2016 г. на 4 п.п. (с 38% на 1 января 2016 г.). Минимальная доля жилищных кредитов после потребительского кредитного бума 2011–2013 гг., когда темпы прироста задолженности по потребительским кредитам достигали 50% в годовом выражении, составляла 27% в конце 2013 г.

Изменение структуры кредитной задолженности можно считать благоприятным фактором для финансового состояния домашних хозяйств. Это напрямую влияет на уровень долговой нагрузки на располагаемые доходы домашних хозяйств. Увеличение доли жилищного кредитования в общем объеме кредитной задолженности населения при прочих равных условиях ведет к удлинению среднего срока кредита и к снижению стоимости обслуживания кредитной задолженности. Более длинные сроки задолженности требуют меньших регулярных выплат при том же объеме задолженности.

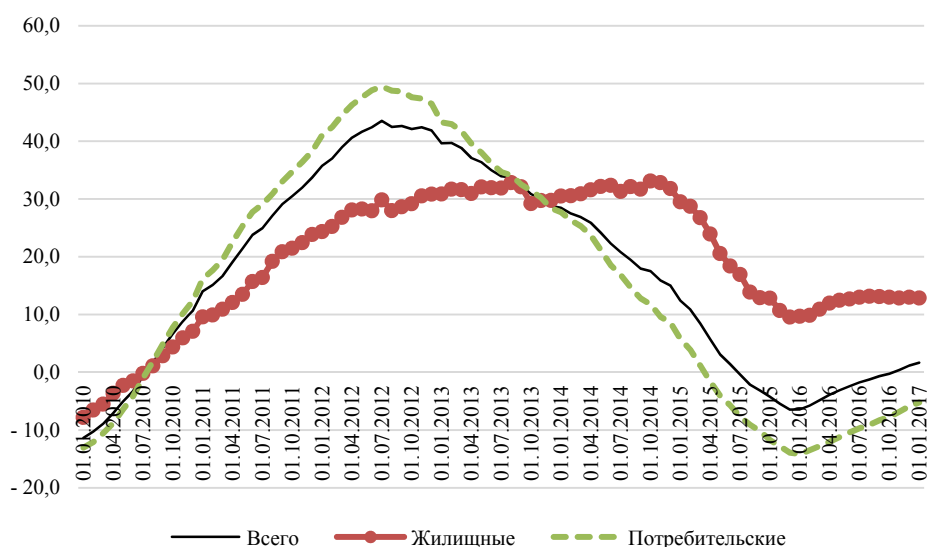


Рис 49. Темп прироста кредитной задолженности населения, % за 12 месяцев

Источник: Банк России; оценки автора.

Однако по итогам 2016 г. средневзвешенная срочность розничного кредитного портфеля уменьшилась с 48 до 45 месяцев. При этом срочность потребительского кредитования по итогам 2016 г. упала еще сильнее – с 37 до 32 месяцев. Срочность же жилищного кредитования в 2016 г. практически не менялась, сохранившись на уровне 12 лет, что являлось сдерживающим фактором для снижения срочности совокупного розничного кредитного портфеля банков.

Фактическая стоимость розничного кредитного портфеля по итогам 2016 г. составила 16,6% годовых, изменение за год было минимальным. Однако стоит отметить прекращение тенденции удешевления совокупного долга населения, наблюдавшейся в предшествующие два года (в 2013 г. стоимость долга достигала 18% годовых). Динамика стоимости банковского розничного кредитного портфеля в первую очередь определяется стоимостью потребительских кредитов. Средневзвешенная процентная ставка по кредитам на покупку жилья остается стабильной на уровне около 12,5–12,7% годовых. При этом стоимость портфеля потребительских кредитов выросла с 18,7% годовых в 2015 г. до 19,2% годовых в 2016 г. Таким образом, стабильность общей стоимости кредитной задолженности для заемщиков была обеспечена ростом доли более дешевых жилищных кредитов в структуре розничного кредитования.

Долговая нагрузка по отношению к располагаемым доходам домашних хозяйств в 2016 г. составила 9,6%, как и в 2015 г. Номинальный объем располагаемых доходов населения в 2016 г. составил 50,0 трлн руб., увеличившись по сравнению с 2015 г. на 0,5%. Объем обязательных платежей по банковским кредитам (величина погашения согласно графику и выплаты процентов) – 4,6 трлн руб., что соответствует уровню 2015 г. Интересно, что в структуре обслуживания банковских кредитов незначительный рост величины погашения основного долга в 2016 г. по сравнению с 2015 г. (на 33 млрд руб.) был почти полностью компенсирован снижением объема процентных выплат (на 32 млрд руб.). Исходя из описанной выше структуры долга и его стоимости это свидетельствует

о том, что именно рост доли более дешевых жилищных кредитов обеспечил стабильность долговой нагрузки на доходы населения в 2016 г.

Несмотря на восстановление положительных темпов роста кредитной задолженности населения перед банками, в 2016 г. вклад банковского кредитования в финансы домашних хозяйств остается отрицательным. Это следствие значительных процентных выплат, заметно превосходящих величину прироста кредитной задолженности. Так, в 2016 г. население выплатило банкам 1,8 трлн руб. в качестве процентов по полученным кредитам. А увеличение кредитной задолженности, как было отмечено выше, составило лишь 0,2 трлн руб. Таким образом, банковский кредит стал причиной снижения совокупного бюджета домашних хозяйств в 2016 г. на 1,6 трлн руб. (в 2015 г. – 2,5 трлн руб.). Эта величина эквивалентна 4,2% (6,9% в 2015 г.) совокупных потребительских расходов населения в 2016 г., складывающихся из розничного товарооборота, покупки платных услуг и расходов на общественное питание. В среднем за 2014–2016 гг., за время отрицательного вклада кредитного рынка в бюджет домашних хозяйств, этот вклад можно оценить в 4,3% потребительских расходов населения. При этом за годы кредитного бума (2011–2013 гг.) положительный вклад банковского кредитования составлял лишь 2,8% потребительских расходов.

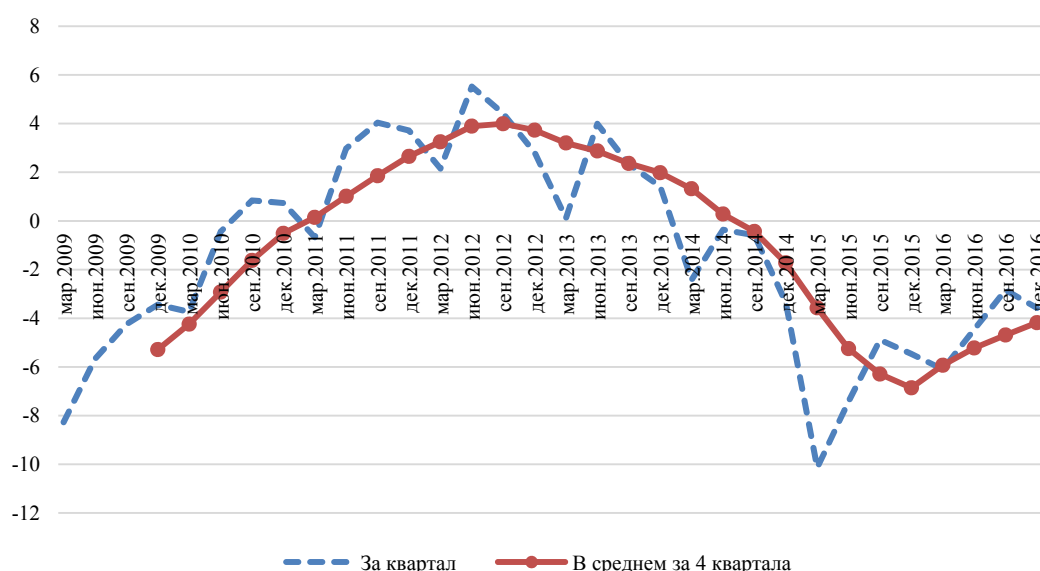


Рис. 50. Вклад кредитования в располагаемые ресурсы домашних хозяйств, % потребительских расходов

Источник: Росстат; Банк России; оценки автора.

Состояние качества розничного кредитного портфеля в 2016 г. можно характеризовать как прекращение роста плохих долгов. Доля просроченных кредитов физическим лицам в их общем объеме сократилась за год всего на 0,1 п.п. – с 8,4 до 8,3%. Однако с учетом того, что в середине года этот показатель достигал 9%, произошедшее изменение тенденции очевидно. Похожая ситуация наблюдается с отношением резервов на возможные потери по кредитам физическим лицам к объему задолженности физических лиц перед банками. В целом за год это отношение сократилось с 11,2 до 10,8%, притом что

весной 2016 г. этот показатель достигал уровня 11,6%. Основной причиной улучшения качества розничного кредитного портфеля в 2016 г. стала постепенная переориентация банков с более рискованного потребительского кредитования на менее рискованное кредитование покупок жилья, где уровень просрочки традиционно ниже.