

## Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

### 3.1. Восстановление рынка акций<sup>1</sup>

В 2017 г. российский рынок акций в очередной раз подтвердил, что он является одним из самых волатильных в мире. В отличие от 2016 г., когда российский рынок акций стал рекордсменом по доходности среди 36 анализируемых фондовых рынков, в 2017 г. он оказался в числе аутсайдеров. За год индекс РТС вырос всего на 0,1% по сравнению с 52,3% в 2016 г., а индекс ММВБ (индекс МосБиржи)<sup>2</sup> закончил год с отрицательной доходностью в размере 5,5%, в то время как в предшествующем году он вырос на 26,8% (рис. 1). Разница в динамике двух российских индексов с одинаковым портфелем эмитентов заключается в том, что при ослаблении курса доллара в рублях валютный индекс РТС показывает более высокую доходность, чем рублевый индекс МосБиржи.

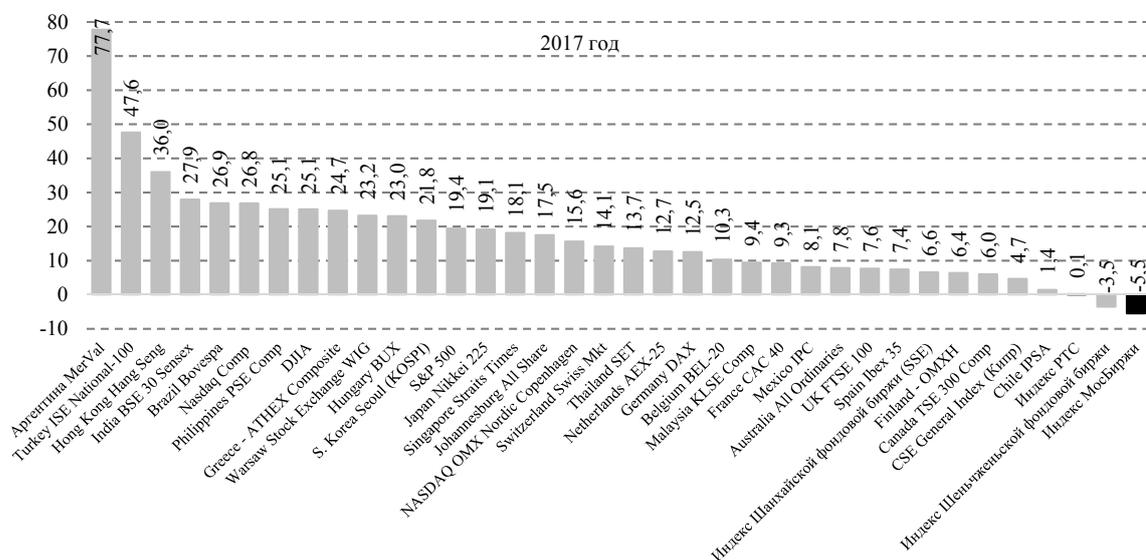


Рис. 1. Доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2017 г., % годовых

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

<sup>1</sup> Автор разделов 3.1–3.8: А. Абрамов, РАНХиГС.

<sup>2</sup> С 27 ноября 2017 г. Московская биржа изменила название индекса ММВБ на индекс МосБиржи.

После глобального финансового кризиса 2008 г. рынок акций российских эмитентов не восстановился в полной мере, что проявляется в отрицательной накопленной доходности индекса РТС как валютного эквивалента стоимости долгосрочных сбережений. За 11 лет, прошедших от предкризисного 2007 г. по 2017 г., среднегеометрическая доходность индекса РТС составила -6,6% годовых (рис. 2). Из 36 индикаторов фондовых рынков разных стран более низкую доходность, чем индекс РТС, показали лишь фондовые индексы Греции и Кипра, находившиеся в эпицентре финансового кризиса зоны евро в начале 2010-х годов. За тот же период индекс МосБиржи показал позитивную среднюю доходность в размере 1,1% годовых во многом благодаря фактору ослабления курса рубля на длинных временных горизонтах.

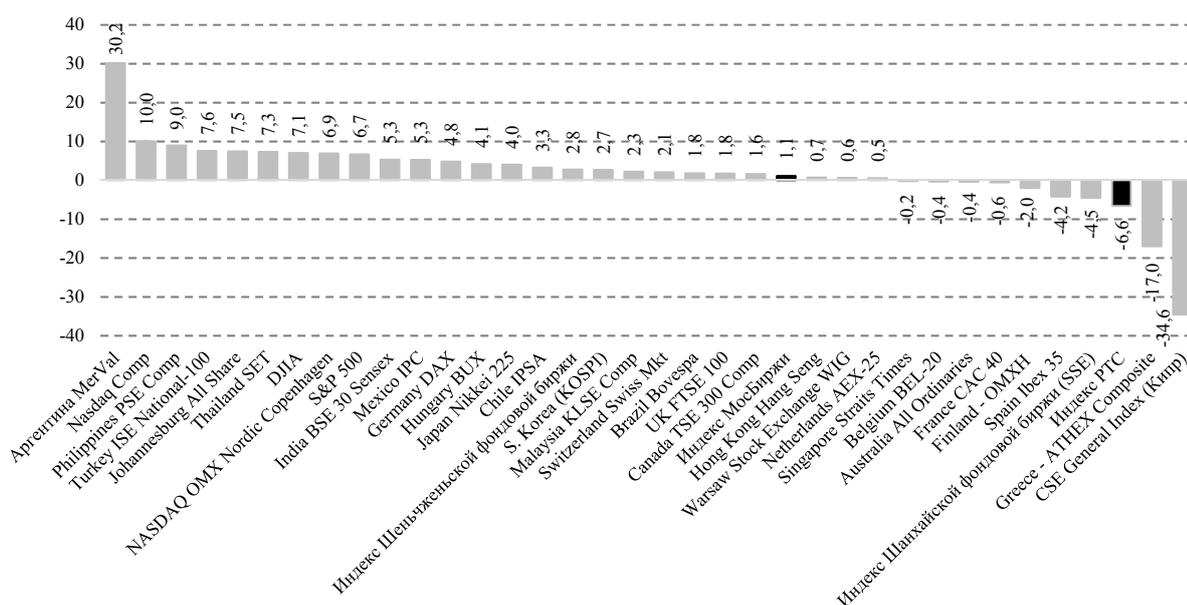


Рис. 2. Среднегеометрическая доходность (CAGR) 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2007–2017 гг., % годовых

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

Низкие темпы восстановления российских фондовых индексов после кризиса 2008 г. обусловлены структурными проблемами российской экономики, ее зависимостью от внешних цен на сырьевые ресурсы. Это отчетливо проявляется при сравнении сценариев восстановления внутреннего фондового рынка после кризиса 1997–1998 гг., имевшего циклический характер, и 2008 г., когда кризис был структурным. Формально оба кризиса протекали по схожему сценарию: обвал индексов из-за падения цен на нефть, девальвация рубля и отток иностранного спекулятивного капитала, а затем их восстановление по мере роста цен на нефть, стабилизация курса уже ослабленного рубля и возвращение иностранных портфельных инвестиций. Однако после кризиса конца 1990-х восстановление индексов произошло относительно быстро, а с 2008 г., спустя 10 лет, индекс РТС не восстановился до сих пор. Проблема в том, что из-за объективных причин (технологии добычи сланцевой нефти и газа, прогресс энергосбережения и др.) цена на нефть так и не восстановилась до предкризисного уровня, а по некоторым оценкам, не восстановится

и в обозримой перспективе<sup>1</sup>. Соответственно условием роста российского фондового рынка и его полноценного восстановления стали структурная реформа российской экономики и качественное изменение инвестиционного климата.

Два рассмотренных выше сценария восстановления российских фондовых индексов иллюстрируются на рис. 3 и 4. После спада 1998 г. рублевый индекс ММВБ восстановился всего за 8 месяцев, чему во многом способствовала 5-кратная девальвация рубля (рис. 3). Индекс РТС восстанавливался почти 5 лет (58 месяцев) по мере восстановления нефтяных цен. Полное восстановление российского фондового рынка произошло лишь ко второй половине 2003 г., что совпало с присвоением России инвестиционных суверенных рейтингов агентством Moody's 8 октября 2003 г., позднее подтвержденных аналогичными решениями Fitch 17 ноября 2004 г. и S&P 31 января 2005 г. Инвестиционные рейтинги стимулировали приток иностранных портфельных инвестиций и заемных средств.

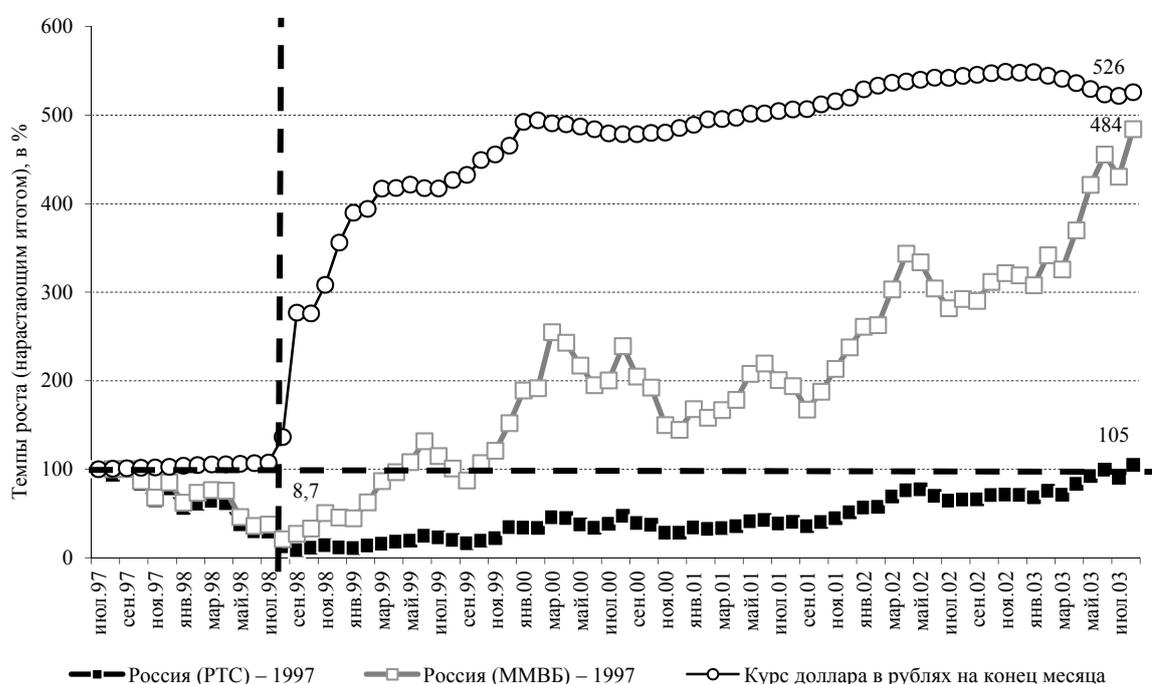


Рис. 3. Темпы роста курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ в 1997–2003 гг. (июль 1997 г. = 100%)

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

По отношению к значению в июне 2008 г. индекс ММВБ (МосБиржи) восстановился за 7,5 года, или 92 месяца; индекс РТС по прошествии почти 10 лет, или 115 месяцев, по состоянию на 31 марта 2018 г. восстановился всего на 50,8% (рис. 4). На слабый рост

<sup>1</sup> В ближайшие годы цены на нефть будут сохраняться на умеренном уровне длительный период времени, демонстрируя, по словам ректора РАНХиГС В. Мау, «новую нефтяную реальность» (см.: Мау В. Вспомнить 1980-е // Ведомости. 16 февраля 2016 г.). Международное энергетическое агентство допускает, что с учетом фактора роста добычи сланцевой нефти и роста индустрии электромобилей цена нефти до 2040 г. может удерживаться на уровне 50–70 долл. США за баррель (см.: IEA. World Energy Outlook 2017. Краткий обзор, русская версия. С. 9).

обоих индексов повлияло медленное восстановление нефтяных цен. Кроме того, задержка восстановления рублевого индекса ММВБ после 2008 г. в отличие от сценария кризиса 1997–1998 гг. объясняется более умеренным уровнем ослабления рубля за последнее 10-летие по сравнению с шоковой девальвацией конца 1990-х. За период с мая 2008 г. по март 2018 г. курс рубля обесценился в 2,4 раза по сравнению с 5-кратной девальвацией прежде.

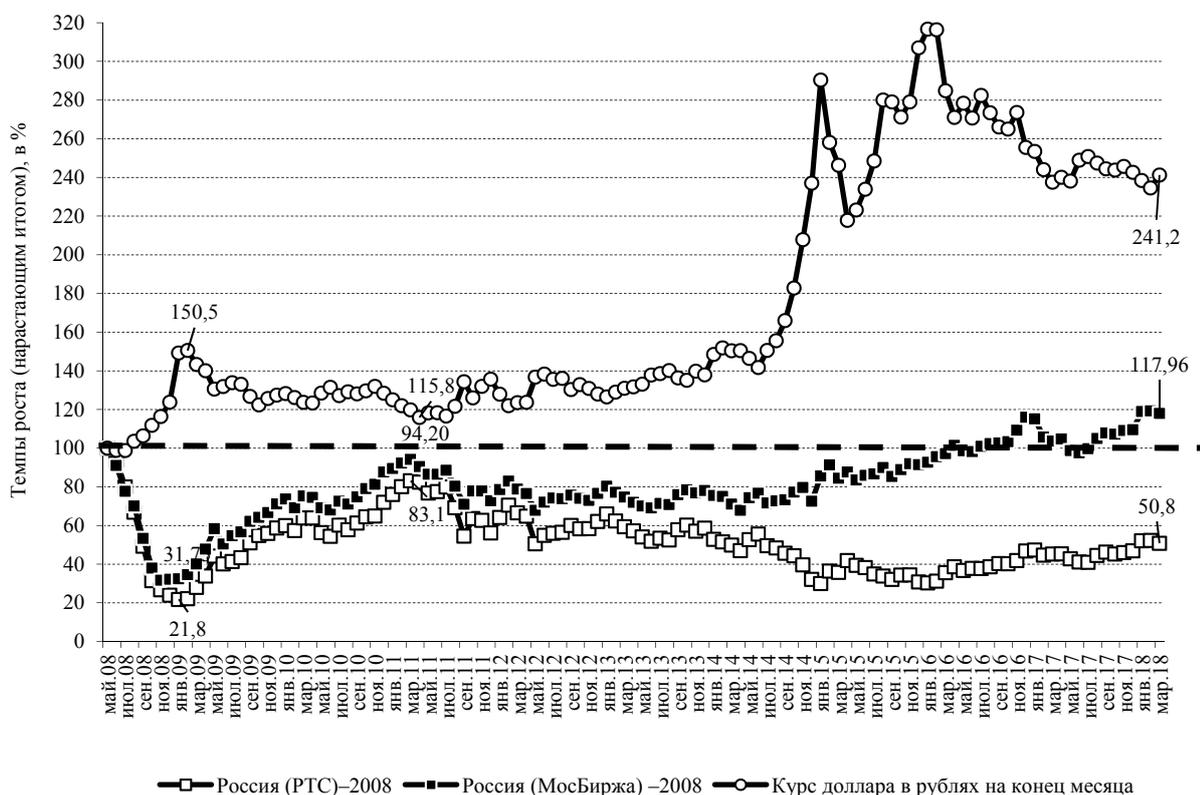


Рис. 4. Темпы роста курса доллара, индексов РТС и ММВБ с мая 2008 г. по март 2018 г. (май 2008 г. = 100%)

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

Как показано на рис. 5, после кризиса 1997–1998 гг. при снижении цены на нефть до 31,1% от предкризисного пика в декабре 1996 г. ее полное восстановление заняло 3 года, или 36 месяцев. По состоянию на март 2018 г. за 115 месяцев (9,6 года), прошедших после достижения ценой нефти 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. При отсутствии заметных сдвигов в структурной реформе российской экономики стагнация цен на нефть во многом предопределяет медленные темпы восстановления индекса РТС.

На фоне крупнейших краткосрочных финансовых кризисов в мире (в США в 1987, 2000 и 2007 гг., в Мексике в 1994 г., в Индонезии, Бразилии и России в 1997–1998 гг.), продолжавшихся 5–6 лет, спад и постепенное восстановление индекса РТС, длящиеся 118 месяцев (9,8 года), уже стали рекордными (рис. 6). Данный кризис в России, как и в некоторых других развивающихся странах, приобрел черты среднесрочного.

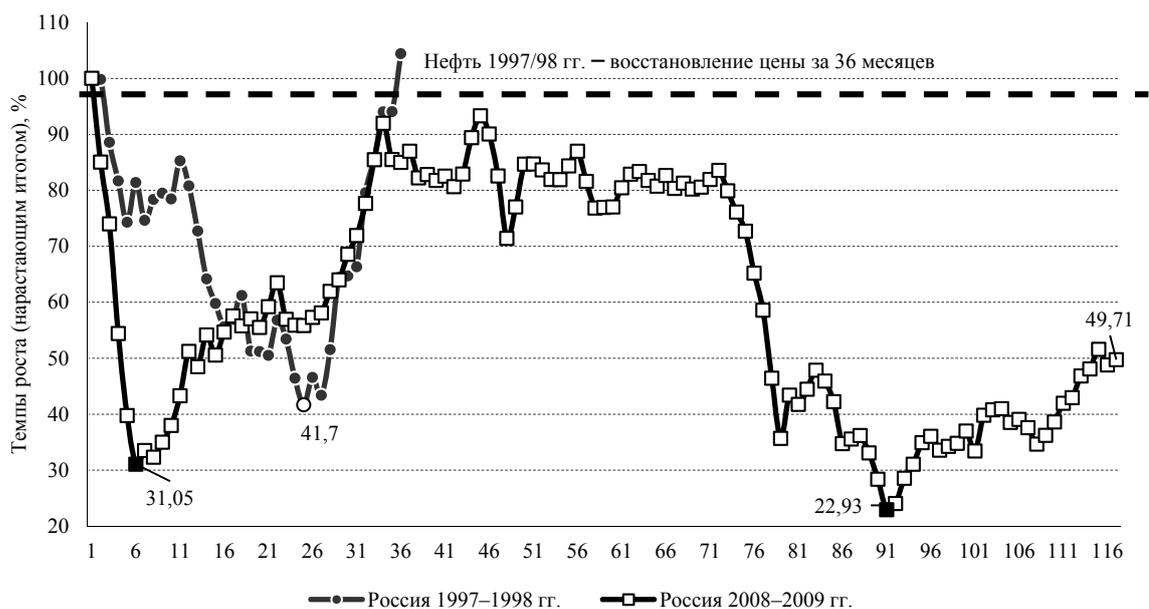


Рис. 5. Темпы роста цены нефти Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены = 100%) на март 2018 г.

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

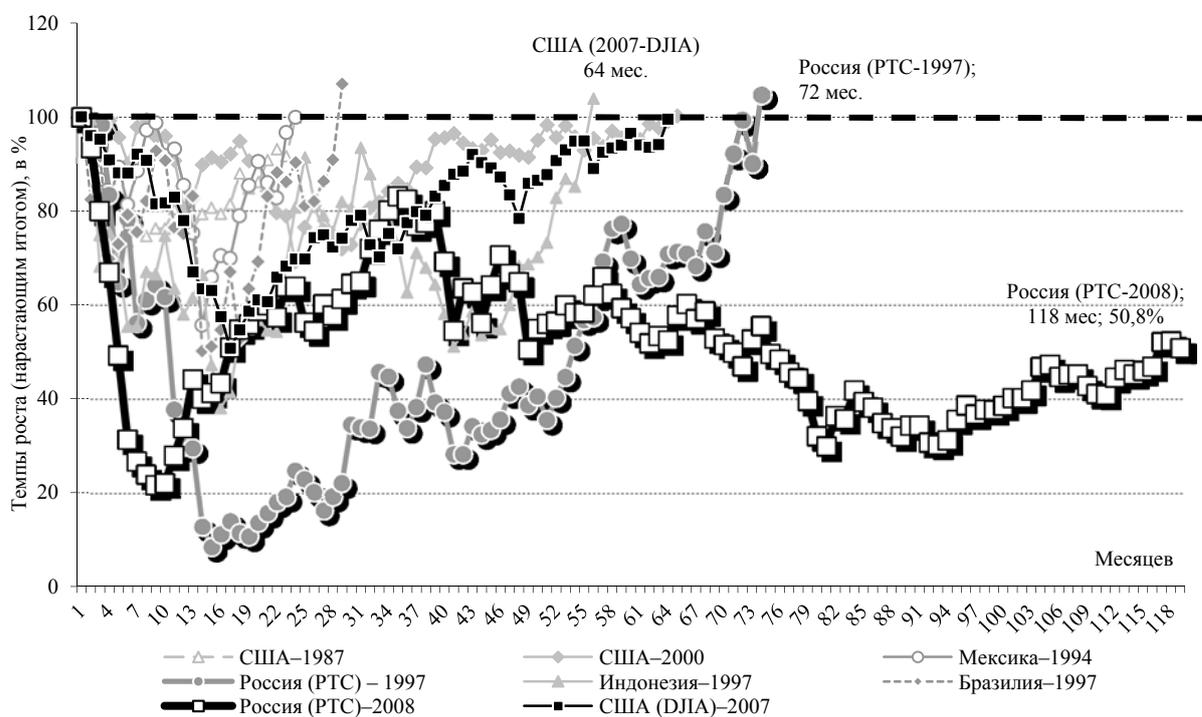


Рис. 6. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на февраль 2017 г. (пик = 100%)

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. 7). 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 графике, текущая траектория индекса РТС, который за 118 месяцев после мая 2008 г. достиг 50,8% от значения 10-летней давности, во многом повторяет траекторию восстановления индексов KOSPI и NASDAQ.

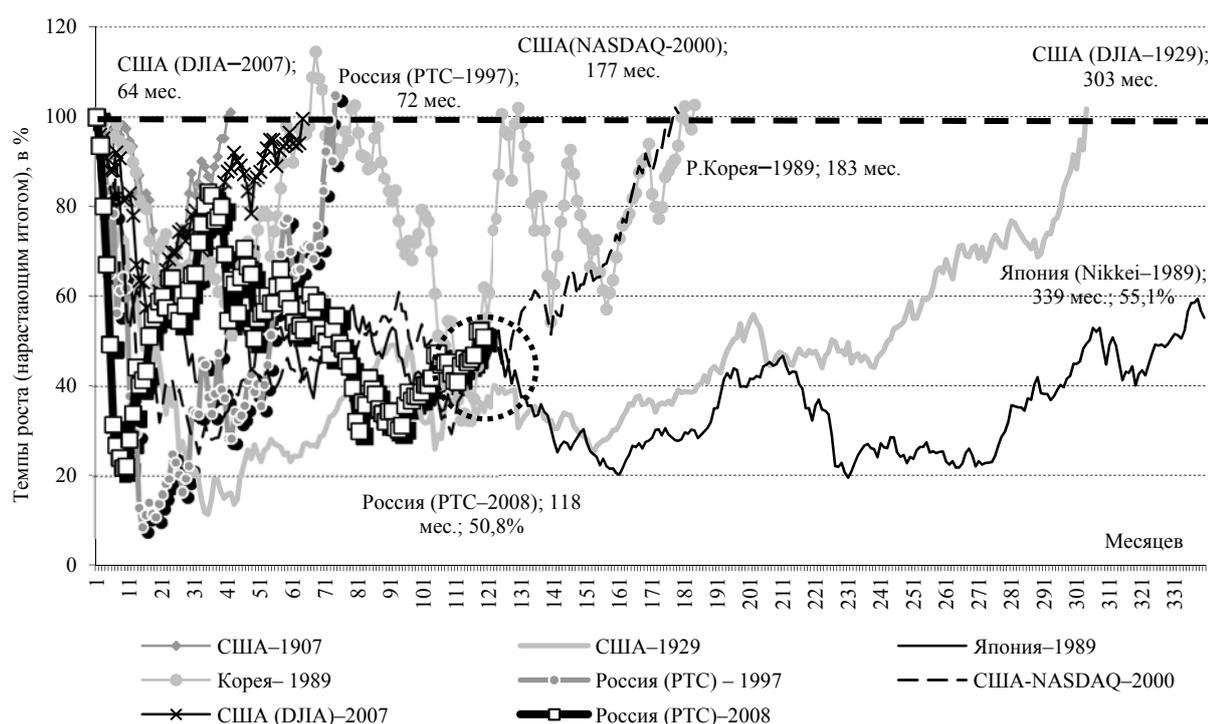


Рис. 7. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на февраль 2017 г. (пик = 100%)

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

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 – Джонса Индастриал Эвередж (Dow Jones Industrial Average, DJIA) 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 март 2018 г. не может восстановиться в течение 339 месяцев, или немногим более 28 лет. Его значение в марте 2018 г. составляло лишь 55,1% от максимального ежемесячного значения пика 1989 г.

Как показано на рис. 7 (см. область, обведенную пунктирной линией), текущее значение индекса РТС находится на развилке восстановления по траектории среднесрочных кризисов индексов NASDAQ или KOSPI, либо скатывания на японский сценарий, когда восстановление фондового индекса страны длится неопределенно долгое время. При

среднесрочных кризисах рынки восстанавливаются по мере постепенного разрешения лежащих в их основе структурных проблем: в Южной Корее – восстановления внутренней финансовой стабильности банков, нефинансовых компаний и домашних хозяйств; в США – прихода новой волны роста инноваций и инвестиций в них. Долгосрочный сценарий кризиса характеризуется тем, что накопившиеся структурные проблемы по разным причинам не находят решения в рамках экономической политики государства. В этом смысле существует риск трансформации траектории восстановления индекса РТС на сценарий долгосрочного кризиса, поскольку накопившиеся в экономике России структурные проблемы решаются пока медленно.

В группе стран БРИКС проблема медленного восстановления фондового рынка, помимо России, характерна и для Китая (рис. 8). Индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (JTOPI), индийского фондового рынка (BSE Sensex) и бразильский Bovespa восстановились соответственно за 44, 70 и 114 месяцев. В 2016 г. к списку восстановившихся фондовых индексов стран БРИКС добавился российский фондовый индекс МосБиржи. Индекс Шанхайской фондовой биржи (Китай) после спада с ноября 2007 г. за 125 месяцев достиг лишь 53,2% предкризисного пика. Схожая динамика восстановления индексов РТС и Shanghai Composite обусловлена рядом обстоятельств. Цены акций в обоих индексах выражены в относительно стабильных валютах – долларах и юанях, что не позволяет использовать в качестве рычага роста данных индексов фактор девальвации локальных валют, как это имело место в случаях с индексами JTOPI, BSE Sensex, Bovespa и МосБиржи. В то же время, как и в случае с индексом РТС, китайский Shanghai Composite отражает структурные проблемы – в частности, наличие плохих долгов в балансах крупнейших финансовых компаний страны – наряду с принимаемыми руководством Китая мерами по ужесточению регулирования внутреннего финансового рынка.

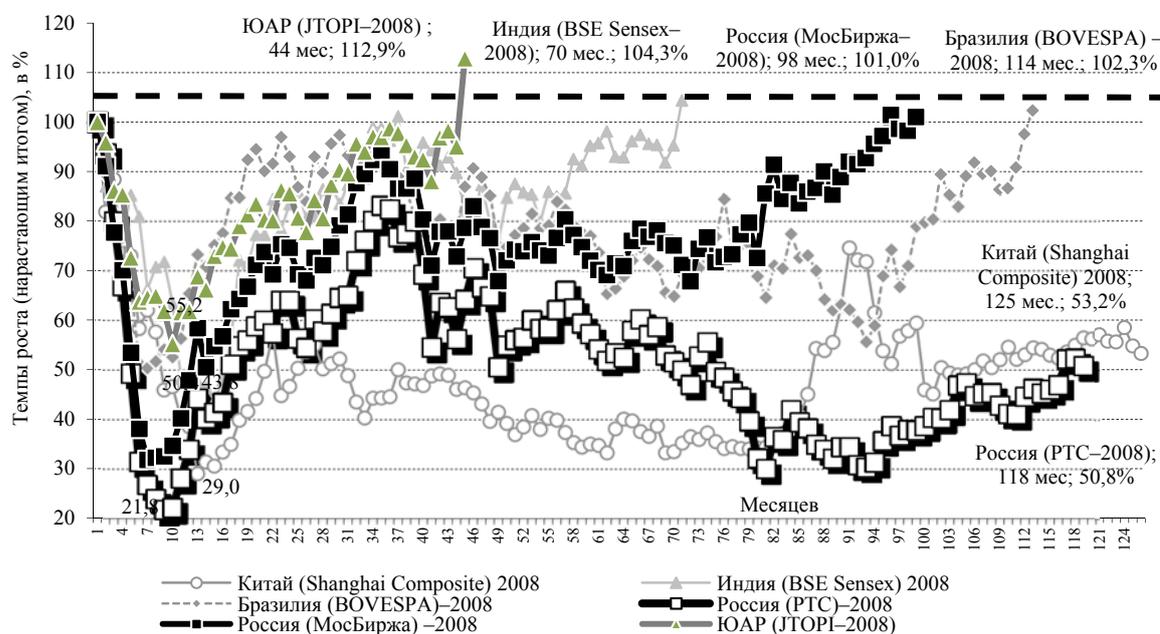


Рис. 8. Глубина и продолжительность текущего финансового кризиса в странах БРИКС на февраль 2017 г. (пик = 100%)

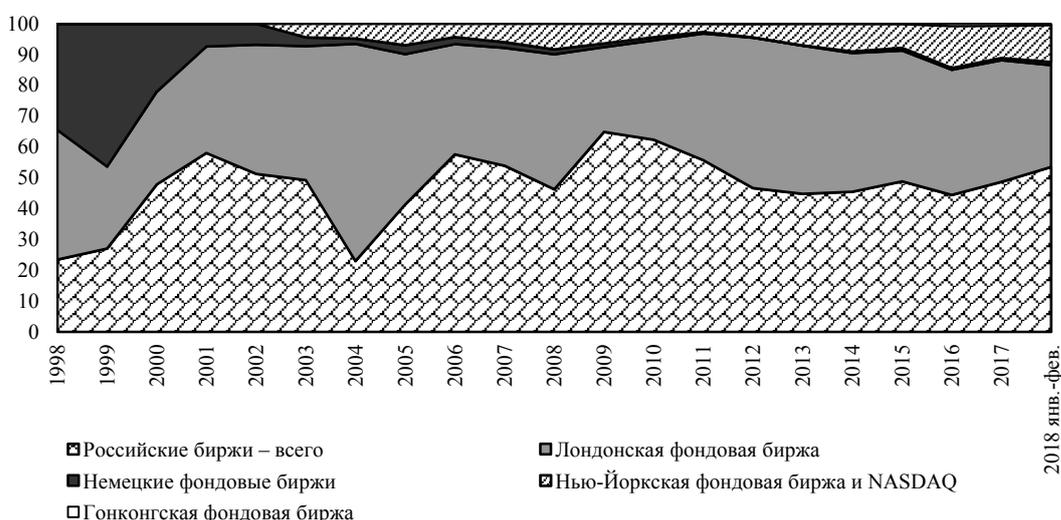
Источник: расчеты автора по данным Московской биржи, ресурсов Factiva и [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Таким образом, медленное восстановление российского рынка акций в посткризисное 10-летие во многом является следствием проблем, накопившихся в российской экономике, и нестабильности валютного курса. Однако существенное влияние на рынок акций также оказывают внутренние факторы его развития.

### 3.2. Рынок акций

2017 г. был отмечен важными позитивными событиями на внутреннем рынке акций: по сравнению с предшествующим годом произошло оживление сектора IPO-SPO; повысилась активность на рынке населения, прежде всего благодаря индивидуальным инвестиционным счетам; были приняты базовые стандарты осуществления брокерской деятельности; незначительно, но все же выросли в абсолютном выражении объемы биржевых рыночных сделок. Вместе с тем не удалось переломить тенденцию уменьшения числа эмитентов в листинге, добиться существенного улучшения ликвидности рынка акций и роста его капитализации.

В конкуренции с глобальными биржами за листинг акций крупнейших российских эмитентов Московской бирже удается удерживать ведущие позиции как главного центра ценообразования и расчетов по указанным финансовым инструментам. 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 48,7% в 2017 г. (рис. 9). Напротив, доля основного конкурента российских бирж – Лондонской фондовой биржи – за тот же период сократилась с 48,8 до 39,4%, а остальных зарубежных бирж выросла с 10,0 до 11,9%. Значимым событием рынка акций российских эмитентов 2017 г. стало включение в главный рынок (main market) Лондонской фондовой биржи депозитарных расписок холдинговой компании O. Дерипаски EN+ GROUP PLC, зарегистрированной в юрисдикции острова Джерси и разместившей в ходе IPO на данной бирже акций на 1,5 млрд долл.



**Примечание.** Из всех режимов торгов акциями на Московской бирже в расчет включены данные только по рыночным сделкам.

Рис. 9. Удельный вес бирж в объемах торгов долевыми инструментами российских АО с 1998 г. по февраль 2018 г., %

Источник: расчеты автора по данным бирж.

Серьезной проблемой, характерной для торгов долевыми инструментами российских компаний на разных торговых площадках мира, 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. 10*, 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 2017 г., в том числе на российских биржах – с 0,6 трлн до 0,1 трлн долл.



**Примечание.** Из всех режимов торгов акциями на Московской бирже в расчет включены данные только по рыночным сделкам.

*Рис. 10.* Объемы торгов долевыми ценными бумагами российских АО на разных биржах с 1998 г. по февраль 2018 г., млн долл.

*Источник:* расчеты автора по данным бирж.

Одной из ключевых проблем биржевого рынка акций российских эмитентов является его низкая ликвидность. В 2017 г. по показателю объема рыночных сделок с акциями из 82 бирж разных стран, по которым публикуется статистика Всемирной федерации бирж (ВФБ), Московская биржа занимала лишь 28-е место, переместившись на одно место вниз по сравнению с показателем 2016 г.

Тем не менее низкая ликвидность биржевого рынка акций является проблемой не только Московской биржи, но и организованных рынков большинства стран. В 2017 г. биржевые объемы сделок с акциями всех бирж в мире составляли лишь 92,7% уровня биржевой ликвидности 2007 г. (*табл. 1*). Данная картина была характерна для таких мировых центров биржевой торговли, как США, Япония, Великобритания, Германия, Австралия, Гонконг, для международных бирж NASDAQ OMX Nordic Exchange и Euronext. Существенно нарастить объемы биржевых рынков акций за это время сумели лишь две китайские биржи, где суммарные объемы торгов выросли в 2,7 раза. Отличие российского биржевого рынка акций заключается лишь в том, что спад ликвидности здесь является более значительным, объем биржевых торгов акциями на Московской бирже в 2017 г. составлял только 26,4% от уровня 2007 г.

Таблица 1

**Динамика стоимости рыночных сделок с акциями на крупнейших фондовых биржах в 2007–2017 гг., % (2007 г. = 100%)<sup>1</sup>**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
США (NYSE и NASDAQ)	100	120,1	72,6	71,0	71,7	54,2	54,3	65,5	69,9	66,2	60,3
Китай (две биржи)	100	63,0	128,9	132,8	106,9	81,8	124,9	198,0	674,2	314,4	274,5
Япония	100	87,3	61,2	63,2	66,3	57,5	103,9	86,8	88,3	89,6	92,7
Великобритания	100	89,0	62,9	63,5	65,7	50,8	51,7	64,1	60,2	52,9	53,9
Euronext	100	84,7	42,7	44,5	47,1	34,8	36,7	43,1	45,8	39,0	42,9
Германия	100	95,5	45,1	48,4	52,3	37,9	39,7	43,7	46,3	38,9	44,1
Гонконг	100	77,3	70,1	74,1	71,5	54,7	65,5	75,3	105,2	66,8	96,9
Канада	100	105,3	75,5	83,0	93,5	82,3	83,2	85,4	71,9	71,3	75,5
Австралия	100	77,5	57,9	77,1	86,8	67,9	63,9	58,6	58,0	59,7	60,2
Россия (МосБиржа – рыночные сделки)	100	89,0	77,3	75,5	95,2	55,8	44,0	46,0	25,8	23,6	26,4
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	84,5	48,8	52,6	58,0	41,1	43,8	50,6	52,9	49,8	56,2
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	92,7

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

По указанным выше причинам объяснение феномена низкой ликвидности биржевого рынка акций на Московской бирже необходимо искать прежде всего среди факторов, общих для большинства биржевых рынков мира. При этом общепризнанного объяснения феномена сокращения ликвидности биржевых рынков акций в мире нет. Кроме того, вероятно, он связан с несколькими факторами.

Под воздействием кризиса 2008 г. были введены административные ограничения на совершение рискованных сделок с ценными бумагами, в том числе на операции маркет-мейкеров, состоящие в требовании увеличения капитала банков и некоторых других финансовых структур при принятии дополнительных рисков при совершении сделок с финансовыми инструментами<sup>2</sup>. Например, в соответствии с Законом Фрэнка – Додда 2010 г. в США были ограничены рискованные операции банков и повышены требования к их капитализации<sup>3</sup>.

Циклические факторы привели к потере преимуществ в доходности активных стратегий управления, таких как факторное и секторальное инвестирование, сток-пикинг и маркет-тайминг. На этом фоне в силу низких издержек более привлекательными для инвесторов стали стратегии пассивного инвестирования, на крупных рынках коллективного инвестирования, таких как США, усилился отток средств инвесторов из активно

<sup>1</sup> Включая сделки с ценными бумагами иностранных эмитентов на соответствующих биржах.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Подробнее об этом см., например, в отчетах МВФ Financial Stability Report за октябрь 2012 г. и октябрь 2015 г.

управляемых фондов в пользу индексных фондов<sup>1</sup>. Соответственно, снижение оборачиваемости портфелей взаимных фондов и других портфельных инвесторов<sup>2</sup> также способствовало падению ликвидности биржевых торгов.

Наконец, в качестве таких причин могут выступать рост недоверия к биржевым рынкам из-за негативного влияния высокочастотной торговли (HFT), усиление сегментации рынков акций в развитых странах из-за опережающего роста альтернативных биржевых систем<sup>3</sup> и другие причины.

Обострение проблем с ликвидностью фондовых рынков в мире в России было усилено девальвацией рубля, геополитическими рисками 2014–2016 гг., а также недостатками в сфере регулирования рынка, сдерживающими развитие внутренних институциональных инвесторов (например, заморозка пенсионных накоплений в 2014–2020 гг.).

По рыночной капитализации эмитентов в 2017 г. Московская биржа заняла 22-е место из 78 бирж в мире, статистика по которым публикуется ВФБ. Размер капитализации составил 623,4 млрд долл., что на 2,0% ниже показателя 2016 г.<sup>4</sup>

В отличие от фондовых индексов, динамика капитализации зависит не только от изменения цен акций эмитентов, но и от их количества в листинге национальных бирж. Как показано в *табл. 2*, восстановление капитализации российских компаний после кризиса 2008 г. идет медленно. В 2017 г. в долларовом выражении она составила всего 41,5% от ее размера в 2007 г. За этот же период практически на всех крупнейших биржах мира стоимость капитализации существенно превышала ее размеры предкризисного 2007 г.

Таблица 2

**Динамика стоимости капитализации акций в долларовом эквиваленте на крупнейших фондовых биржах в 2007–2017 гг., % (2007 г. = 100%)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
США (NYSE и NASDAQ)	100	58,3	76,7	87,9	79,5	94,9	122,2	133,9	127,5	139,1	163,3
Китай (Shanghai SE)	100	38,6	73,2	73,5	63,8	68,9	67,6	106,4	123,1	111,1	137,8
Япония (Токийская биржа)	100	71,9	76,3	88,4	76,8	80,3	104,9	101,1	113,0	116,9	143,7
Великобритания	100	48,6	89,8	93,9	84,9	88,3	115,1	104,3	100,8	90,9	115,8
Еuronext	100	49,8	68,0	69,4	57,9	67,1	84,9	78,6	78,3	82,7	104,0
Германия	100	52,8	61,4	67,9	56,3	70,6	92,0	82,6	81,5	82,3	107,5
Гонконг	100	50,1	86,8	102,1	85,1	106,7	116,8	121,8	120,0	120,3	163,9

<sup>1</sup> Например, по данным Morningstar, в США отток средств инвесторов из активно управляемых взаимных фондов составил 318 млрд долл. в 2016 г. и 7 млрд долл. в 2017 г. В то же время чистый приток средств во взаимные фонды с пассивными стратегиями инвестирования достиг 487 млрд долл. в 2016 г. и 693 млрд долл. в 2017 г. См.: Morningstar. Tom Lauricella. Tracking U.S. Asset Flows in 11 Charts. 01-20-18.

<sup>2</sup> По данным Investment Company Institute (ICI), в 2016 г. средний показатель оборачиваемости портфеля взаимного фонда акций в США составлял лишь 34% при среднем показателе за период 1984–2016 гг. в размере 57%. См.: Investment Company Fact Book, 2017. ICI, 57<sup>th</sup> Edition. P. 38.

<sup>3</sup> Льюис М. Flash Boys: Высокочастотная революция на Уолл-стрит / Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2015. С. 51.

<sup>4</sup> За тот же период размер капитализации российских публичных компаний вырос с 32 740 млрд руб. в 2007 г. до 35 896 млрд руб. в 2017 г., или на 9,6%.

Окончание таблицы 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Канада (TMX Group)	100	47,3	76,7	99,3	87,4	94,2	96,7	95,8	72,8	93,4	108,3
Австралия (Australian SE)	100	52,7	97,2	112,0	92,3	106,8	105,2	99,3	91,4	101,4	116,2
Россия NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	26,4	57,3	91,7	72,9	71,8	69,3	34,4	26,2	42,3	41,5
	100	45,3	65,8	83,9	67,8	80,1	102,1	96,3	102,0	101,4	123,4

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

Уровень капитализации фондового рынка зависит не только от макроэкономических факторов и инвестиционного климата, но и от эффективности деятельности крупнейших компаний. Основная стоимость капитализации российского рынка акций приходится на ограниченное число компаний. В 2015 г. на 10 самых крупных ПАО приходилось 46,1% совокупной капитализации, по итогам I квартала 2018 г. их доля выросла до 62,5% (табл. 3). При этом последние несколько лет среди самых крупных четырех публичных российских компаний – ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сбербанк» и ПАО «ЛУКОЙЛ» – идет напряженная конкурентная борьба за лидерство по размеру капитализации. В 2015 г. бесспорным и многолетним лидером в этой области было ПАО «Газпром» с капитализацией 3,2 трлн руб., второе место занимало ПАО «НК «Роснефть» – 2,7 трлн руб., далее следовали ПАО «Сбербанк» и ПАО «ЛУКОЙЛ» – соответственно с 2,2 трлн и 2,0 трлн руб. По итогам 2017 г. самой капитализированной российской компанией стало ПАО «Сбербанк» с рыночной стоимостью компании в размере 4,9 трлн руб., а ПАО «Газпром» с капитализацией 3,1 трлн руб. переместилось на второе место. По итогам I квартала 2018 г. 1-е место с капитализацией 5,8 трлн руб. продолжало удерживать ПАО «Сбербанк», а ПАО «Газпром» стоимостью 3,4 трлн руб. было оттеснено на третье место единственной частной компанией из рассматриваемого списка компаний – ПАО «ЛУКОЙЛ» – с капитализацией 3,4 трлн руб.

ПАО «НК «Роснефть», которое было лидером капитализации российского рынка акций в 2016 г. с рыночной стоимостью 4,2 трлн руб., по итогам I квартала 2018 г. заняло лишь четвертое место с капитализацией 3,3 трлн руб.

Таблица 3

**Капитализация 10 крупнейших российских публичных акционерных обществ с 2015 г. по I квартал 2018 г.**

1	Наименование эмитента	2015		5	Наименование эмитента	2016		9	Наименование эмитента	2017		13	Наименование эмитента	I квартал 2018	
		Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %			Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %			Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %			Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %
1	ПАО «Газпром»	3 226	8,5	1	ПАО «НК «Роснефть»	4 240	11,2	1	ПАО «Сбербанк»	4 859	13,5	1	ПАО «Сбербанк»	5 479	14,2
2	ОАО «НК «Роснефть»	2 715	7,2	2	ПАО «Сбербанк»	3 710	9,8	2	ПАО «Газпром»	3 074	8,6	2	ПАО «ЛУКОЙЛ»	3 386	8,8

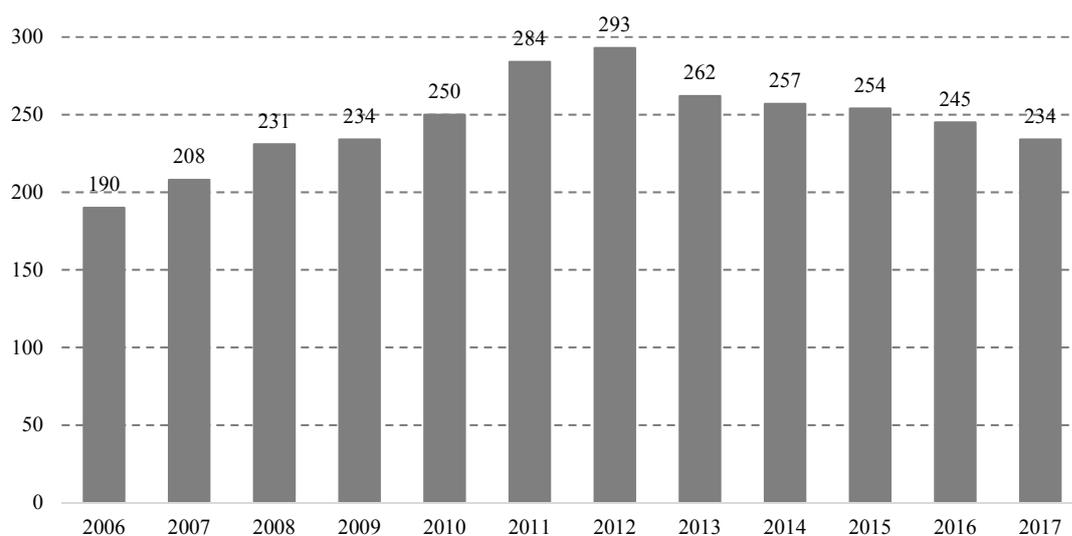
Окончание таблицы 3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
3	ПАО «Сбербанк»	2 184	5,8	3	ПАО «Газпром»	3 635	9,6	3	ПАО «НК «Роснефть»	3 072	8,6	3	ПАО «Газпром»	3 377	8,7
4	ПАО «ЛУКОЙЛ»	2 001	5,3	4	ПАО «ЛУКОЙЛ»	2 916	7,7	4	ПАО «ЛУКОЙЛ»	2 823	7,9	4	ПАО «НК «Роснефть»	3 343	8,6
5	ОАО «НОВАТЭК»	1 808	4,8	5	ОАО «НОВАТЭК»	2 379	6,3	5	ПАО «НОВАТЭК»	2 048	5,7	5	ПАО «НОВАТЭК»	2 255	5,8
6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 452	3,8	6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 589	4,2	6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 701	4,7	6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 704	4,4
7	ОАО «Сургутнефтегаз»	1 220	3,2	7	ОАО «Сургутнефтегаз»	1 105	2,9	7	ПАО «Газпром нефть»	1 162	3,2	7	ПАО «Газпром нефть»	1 406	3,6
8	ПАО «Магнит»	1 052	2,8	8	ПАО «Магнит»	1 031	2,7	8	ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина	1 035	2,9	8	ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина	1 334	3,5
9	Банк ВТБ (ПАО)	1 026	2,7	9	ПАО «Газпром нефть»	1 024	2,7	9	ОАО «Сургутнефтегаз»	991	2,8	9	ОАО «Сургутнефтегаз»	1 021	2,6
10	ПАО «Газпром нефть»	729	1,9	10	Банк ВТБ (ПАО)	960	2,5	10	ПАО «НЛМК»	885	2,5	10	ПАО «НЛМК»	865	2,2
	Капитализация всех эмитентов на МБ	37 748	100,0		Капитализация всех эмитентов на МБ	37 748	100,0		Капитализация всех эмитентов на МБ	35 896	100,0		Капитализация всех эмитентов на МБ	38 651	100,0
	Капитализация Топ-10 эмитентов	17 412	46,1		Капитализация Топ-10 эмитентов	22 591	59,8		Капитализация Топ-10 эмитентов	21 650	60,3		Капитализация Топ-10 эмитентов	24 170	62,5

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

В 2017 г. по критерию количества компаний в листинге из 78 бирж, статистика по которым раскрывается ВФБ, Московская биржа занимала лишь 39-е место. Такое же место она занимала и в 2016 г. На рис. 11 показано количество компаний в листинге бирж ММВБ и ее правопреемницы – Московской биржи – за период 2006–2017 гг. После объединения российских бирж РТС и ММВБ число листинговых компаний в 2012 г. достигло максимума – 293. После этого в 2013–2017 гг. наблюдалась тенденция постоянного уменьшения числа компаний в листинге. В 2017 г. количество таких компаний составило 234, или только 80% показателя 2012 г. Основными причинами снижения количества компаний в листинге были: делистинг по заявлению компании (ОАО «ОМПК», ПАО «РАО ЭС Востока», ПАО «Красноярская ГЭС», ОАО «ФОРТ», ПАО «Фармстандарт»); делистинг по причине банкротства и реорганизации при введении конкурсной процедуры (ПАО «Банк «ФК Открытие», ОАО «АК «Трансаэро», ПАО «Разгуляй», ПАО «Платформа ЮНИНЕТ.ру», ПАО «Иджат»); делистинг по рекомендации биржи (ОАО «Жилой офис», ОАО «Селестра» и др.), а также превращение ранее публичных компаний в частные при их приобретении стратегическими инвесторами, не сопровождаемое приходом новых компаний на биржевой рынок инвестиционных ресурсов.

Проблема уменьшения количества компаний в листинге Московской биржи обусловлена не только делистингом компаний, но и прежде всего ограниченностью числа новых компаний, которые стремятся стать публичными. Из 62 бирж, предоставляющих в ВФБ статистику о новых компаниях, акции которых включены в листинг, по количеству таких компаний в 2017 г. Московская биржа заняла только 39-е место. Количество новых компаний в листинге Московской биржи увеличилось с 4 в 2016 г. до 5 в 2017 г. При этом по биржам – членам ВФБ среднее число новых компаний в листинге в расчете на одну биржу составляло 37 в 2016 г. и 48 в 2017 г.



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

*Рис. 11.* Количество компаний в листинге Московской биржи в 2006–2017 гг.

*Источник:* расчеты автора по данным сборника НАУФОР «Российский фондовый рынок в 2015 г. События и факты» за 2006–2008 гг. (с. 8) и по данным Всемирной федерации бирж за 2009–2017 гг.

По данным центрального депозитария НРД, в 2017 г. в нем были открыты эмиссионные счета 636 эмитентов, что значительно превысило число компаний в листинге биржи. Это свидетельствует о значительном неиспользуемом резерве компаний, которые могли бы включаться в биржевой листинг.

Решить проблему сокращения числа национальных эмитентов акций, прошедших листинг, не помогли вступление в силу с 1 сентября 2014 г. поправок в Гражданский кодекс РФ и принятие поправок в Федеральный закон от 26 февраля 1995 г. «Об акционерных обществах» с введением новой статьи 7.1 в этот закон<sup>1</sup>, 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.

С июля 2017 г. на Московской бирже при поддержке Корпорации МСП, Фонда развития промышленности (ФРП), Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ), Российского экспортного центра (РЭЦ), Минэкономразвития России, Минпромторга России и Банка России был создан «Сектор роста» в целях привлечения через биржу инвестиций компаниями малого и среднего бизнеса. Предполагается, что это позволит более активно решать проблему появления в листинге биржи новых компаний, заинтересованных в работе на публичном рынке инвестиций.

Сделки с акциями на Московской бирже совершаются в трех основных сегментах: на фондовом, срочном и денежном рынках (сделки РЕПО). Универсальность Московской биржи является ее важным конкурентным преимуществом по сравнению со многими зарубежными биржами. В идеальной модели фондовый рынок должен привлекать в акции

<sup>1</sup> В соответствии с Федеральным законом от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ.

средства среднесрочных и долгосрочных инвесторов, срочный рынок – помогать хеджировать риски таких инвестиций, а денежный рынок – поддерживать необходимый уровень ликвидности у участников торгов. Объединение бирж РТС и ММВБ в конце 2011 г. и создание в 2017–2018 гг. единого счета и пула обеспечения участников торгов на разных рынках являются важными средствами реализации указанных преимуществ услуг биржи для ее клиентов. В итоге участник торгов получает возможность совершать сделки с разными инструментами на разных сегментах финансового рынка с одного счета.

Однако пока ситуация с развитием разных сегментов для сделок с акциями на бирже далека от совершенства. Консолидация российских бирж в 2011 г. не привела к ожидаемому бурному росту срочного рынка за счет синергии рынка Forts на РТС и биржевой ликвидности на ММВБ. Фондовый рынок акций не отвоевал, а, наоборот, уступил свои позиции денежному рынку в виде краткосрочных сделок РЕПО. В настоящее время на биржевом рынке акций преобладают краткосрочные спекулятивные сделки, в том числе в виде сделок РЕПО<sup>1</sup>.

Сразу после объединения бирж доля срочного рынка в общем объеме биржевых сделок с акциями выросла с 46,7% в 2010 г. до 64,2% в 2015 г. (рис. 12, табл. 4). Однако в 2017 г. под влиянием опережающего роста денежного рынка (РЕПО) доля срочного рынка уменьшилась до 54,4%. Еще более драматично сократилась доля рыночных (аукционных) сделок с акциями на спот-рынке – с 19,8% в 2010 г. до 5,3% в 2017 г. Наоборот, доля сделок РЕПО выросла с 26,7% в 2010 г. до 39,7% в 2017 г.

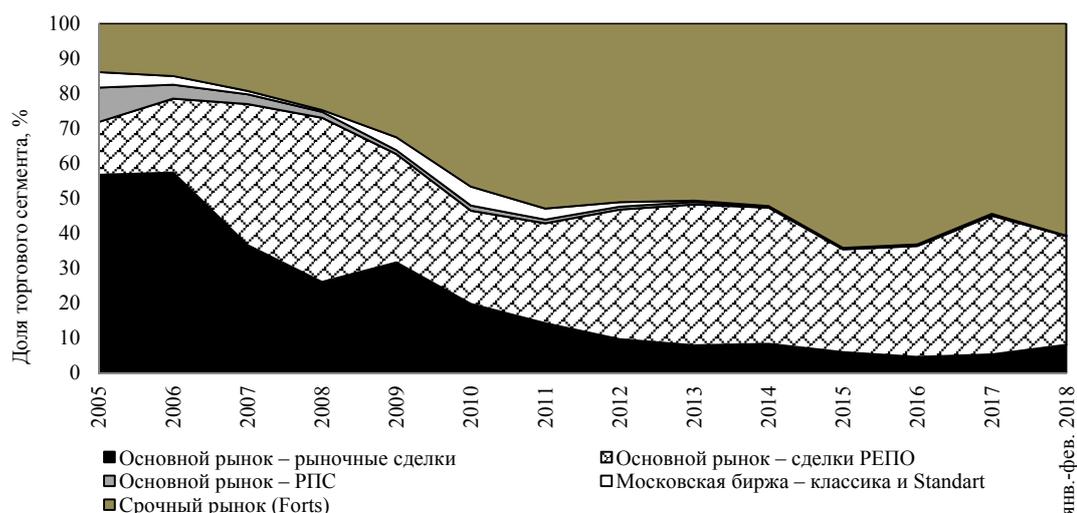


Рис. 12. Структура рынков акций и деривативов на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2018 г.

Источник: расчеты автора по данным российских бирж.

Полноценное развитие внутреннего биржевого рынка акций в перспективе предполагает перевод его на более устойчивые источники финансирования роста за счет снижения роли краткосрочных ресурсов, перераспределяемых между участниками с помощью сделок РЕПО, и, наоборот, опережающего роста рыночных спот-сделок и срочных сделок с

<sup>1</sup> На рынке акций сделки РЕПО позволяют его участникам осуществлять краткосрочное кредитование денежных средств и ценных бумаг в целях извлечения прибыли в виде разницы между стоимостью фондирования активов и стоимостью их размещения.

акциями, ориентированных на среднесрочные и долгосрочные стратегии разных групп инвесторов (внутренних институциональных и частных инвесторов, зарубежных инвестиционных и пенсионных фондов). Снижение доли сделок РЕПО на биржевом рынке акций с 39,7 до 31,0% в I квартале 2018 г. в результате снижения активности на денежном рынке ряда банков, попавших под санацию Банком России, а также появления у участников рынка акций альтернативных возможностей фондирования своих операций с помощью сделок с клиринговым центром, оставляет надежду на то, что биржевой рынок акций будет развиваться в сторону более эффективной модели функционирования.

Таблица 4

**Структура финансового рынка акций на Московской бирже  
с января 2005 г. по февраль 2018 г.**

	2005	2010	2015	2016	2017	Январь–февраль 2018
Рыночные (аукционные) сделки	56,7	19,8	6,0	4,6	5,3	8,1
Сделки РЕПО	15,1	26,7	29,4	31,8	39,7	31,0
РПС	9,8	1,5	0,4	0,4	0,5	0,1
Московская биржа – Classica <sup>1</sup> и Standart	4,4	5,4	0,0			
Срочный рынок (бывший Forts)	13,9	46,7	64,2	63,2	54,4	60,7
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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. Доля данных сделок в общем объеме торгов выросла с 18,5% в 2005 г. до 85,9% в 2017 г. (рис. 13). Феномен этого явления заключается в том, что в условиях низкой долгосрочной доходности вложений в акции на внутреннем рынке<sup>2</sup> и ограниченного инвестиционного спроса на них у внутренних инвесторов использование кредитного плеча на рынке РЕПО позволяло его участникам извлекать дополнительный доход на принадлежащие им акции. В то же время использованные российскими монетарными властями после глобального кризиса 2008 г. и кризиса зоны евро в 2011–2012 гг. программы поддержки стабильности банков и системообразующих нефинансовых организаций приводили к формированию существенных свободных денежных ресурсов у некоторых участников финансового рынка, которые те были готовы размещать на денежном рынке.

Опережающий рост объемов сделок РЕПО при стагнации роста ликвидности в секторе рыночных сделок и РПС привел к стремительному сокращению доли рыночных сделок в общем объеме оборотов на основном рынке акций Московской биржи. Она уменьшилась с 69,5% в 2005 г. до 13,2% в 2017 г. (рис. 13). Доля сделок РПС также уменьшилась с 12,3% в 2005 г. до 0,9% в 2017 г.

<sup>1</sup> Торги в секции Classica официально прекращены биржей с 3 августа 2015 г.

<sup>2</sup> Как было показано на рис. 2, за 11-летний период времени – с 2007 по 2017 г. – среднегодовая доходность индекса МосБиржи составила 1,1% годовых, а у индекса РТС она была отрицательной: -6,6% годовых.

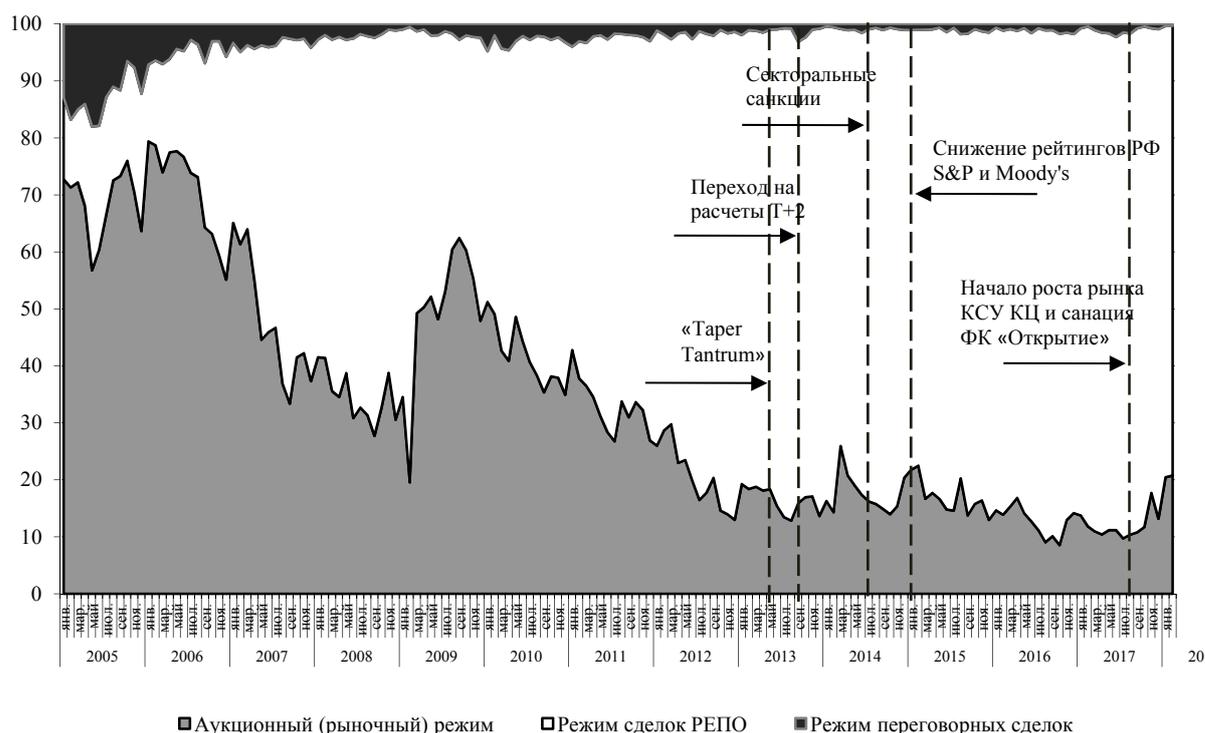


Рис. 13. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2018 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 14 показано, что изменение структуры основного рынка акций было следствием главным образом опережающего роста сделок РЕПО при стагнации секторов рыночных (аукционных) сделок и сделок РПС. С 2005 по 2017 г., т.е. за 13 лет, стоимость сделок на аукционном рынке выросла с 2,8 трлн до 8,3 трлн руб., или в 3 раза; объемы сделок в РПС – с 0,5 трлн до 0,8 трлн руб., или всего на 60%; обороты на рынке РЕПО с акциями – с 0,7 трлн до 61,5 трлн руб., или в 87,9 раза.

После объединения бирж в 2011 г. ряд событий способствовали опережающему росту объемов денежного рынка акций по сравнению с их спот-рынком. Такие события, как внезапный отток иностранного капитала в мае 2013 г. на фоне слухов о росте процентных ставок ФРС в США (событие получило название «Taper Tantrum»), введение секторальных санкций с июля 2014 г., понижение суверенных кредитных рейтингов России до уровня ниже инвестиционного со стороны двух (S&P и Moody's) из трех международных рейтинговых агентств в январе – феврале 2015 г., имевшее негативное влияние на привлекательность российского рынка акций в глазах инвесторов, в то же время стимулировали ослабление денежно-кредитной политики монетарных властей, способствуя притоку ликвидности на внутренний рынок РЕПО разных финансовых инструментов, включая акции (рис. 14).

Однако такое важное событие, как завершение в сентябре 2013 г. перехода биржевых расчетов с режима преддепонирования активов до заключения биржевых сделок на режим T+2, в связи с которым возлагалась большая надежда на привлечение денежных потоков иностранных инвесторов, фактически не оказало заметного влияния на приток ликвидности рыночных сделок и РПС. 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. Это подтверждает гипотезу Банка 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 характера<sup>1</sup>, поскольку переход на режим T+2, скорее, является фактором именно локального характера.

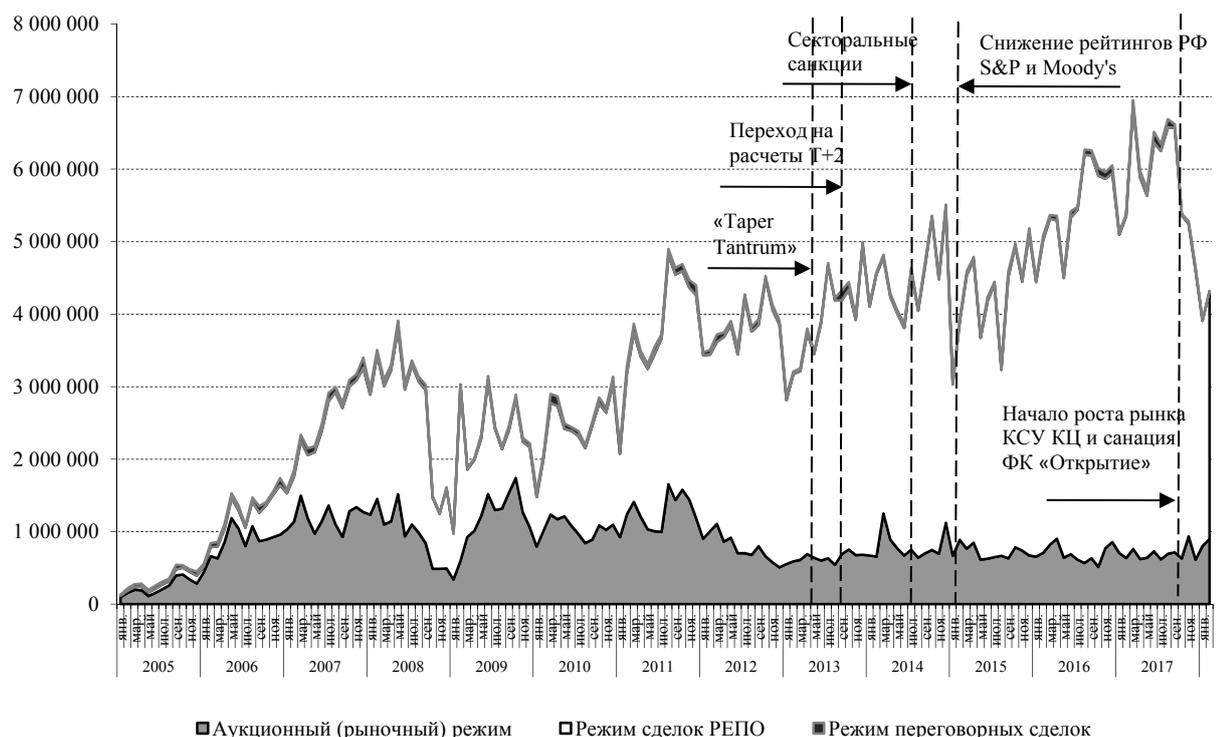


Рис. 14. Объемы сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2018 г., млн руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 15 приведены объемы биржевых сделок с акциями без учета сделок РЕПО. На графике видно, что резкий рост рыночных сделок приходился на два периода: с 2005 г. по май 2008 г., когда внутренний рынок акций быстро рос под влиянием стратегии carry trade и притока вложений иностранных фондов со спекулятивными стратегиями, и с марта 2009 г. по сентябрь – октябрь 2011 г. на восстановительном росте доходности вложений в акции после финансового кризиса 2008 г. С конца 2012 г., т.е. первого года деятельности объединенной биржи, объем рыночных сделок практически не рос, несмотря на те или иные события внутреннего биржевого и внешнего характера.

Представляется, что создание условий для позитивного сдвига в ликвидности именно этого – рыночного – сегмента биржевого рынка акций требует особого внимания при разработке новых программных документов по развитию внутреннего фондового рынка.

<sup>1</sup> Обзор денежного рынка и рынка деривативов // Информационно-аналитические материалы Банка России. № 4. III квартал 2016 г. С. 15.

Необходимо прежде всего ускоренное развитие небанковских финансовых организаций (НПФ, коллективные инвестиции, компании по страхованию жизни, управляющие активами, брокеры и инвестиционные консультанты). Меры по развитию данного сегмента фондового рынка подробно описаны в докладе ЦСР «Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора»<sup>1</sup>.

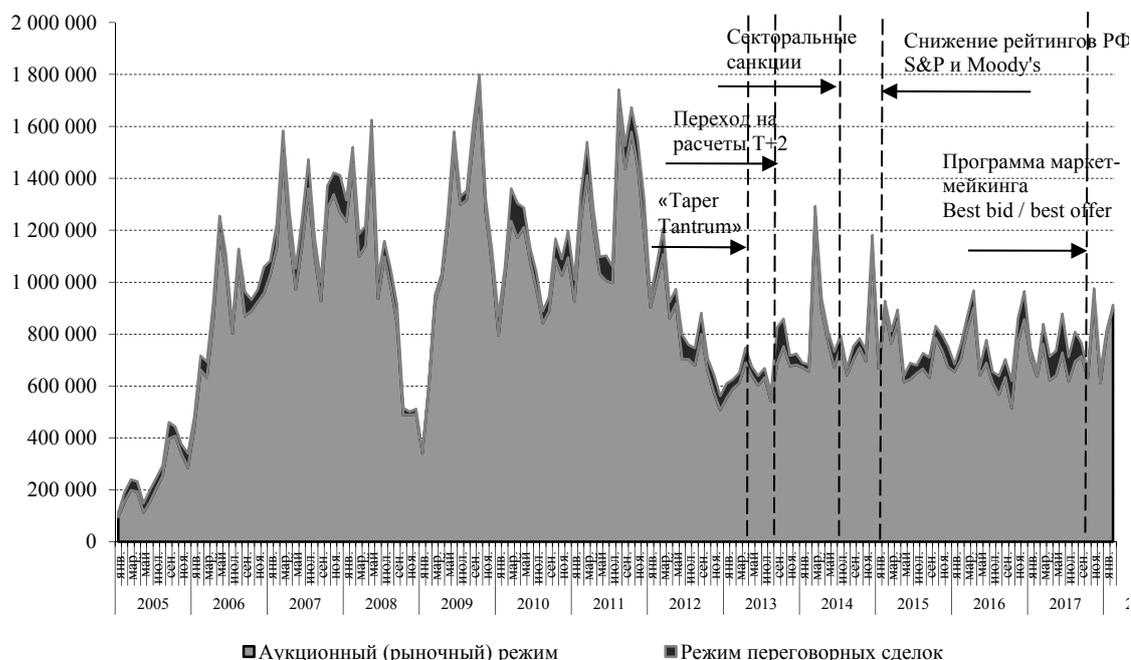


Рис. 15. Объемы рыночных и переговорных сделок с акциями на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2018 г., млн руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи

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 ответственности элементарных показателей, характеризующих масштаб операций РЕПО и риски участников данных сделок. У общественности нет информации ни о размере коэффициентов утилизации рыночных активов<sup>2</sup> 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.

<sup>1</sup> Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. Москва. ЦСР. Июль 2017 г. Опубликовано: URL: <http://csr.ru/wp-content/uploads/2017/07/Report-Financial-markets-v2-web.pdf>

<sup>2</sup> 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.

Существенное падение объемов сделок РЕПО, начавшееся с сентября 2017 г. (рис. 13 и 14)<sup>1</sup>, было вызвано двумя факторами: санацией Банком России ФК «Открытие» с мая 2017 г. и опережающим ростом операций РЕПО с клиринговыми сертификатами участия (КСУ), выпускаемыми клиринговым центром биржи. Результатом санации ФК «Открытие» стало сокращение ее потребности в привлечении краткосрочных ресурсов с помощью сделок РЕПО за счет получения более дешевых ресурсов от Банка России вне рынка. А выпуск КСУ наряду с прямым допуском к данному сегменту рынка крупнейших нефинансовых компаний, обладающих излишками денежной ликвидности, превратил данный инструмент в источник получения более дешевых краткосрочных ресурсов финансовыми компаниями на рынке, заменивший более дорогие механизмы решения данной проблемы, в том числе сделки РЕПО с акциями.

Как показано на рис. 16, ежемесячные объемы сделок РЕПО с акциями уменьшились с 5,9 трлн руб. в сентябре 2017 г. до 3,4 трлн руб. в феврале 2018 г., или на 42,4%. За тот же период объем данных сделок с КСУ, наоборот, вырос с 0,8 трлн до 1,9 трлн руб., или в 2,4 раза.

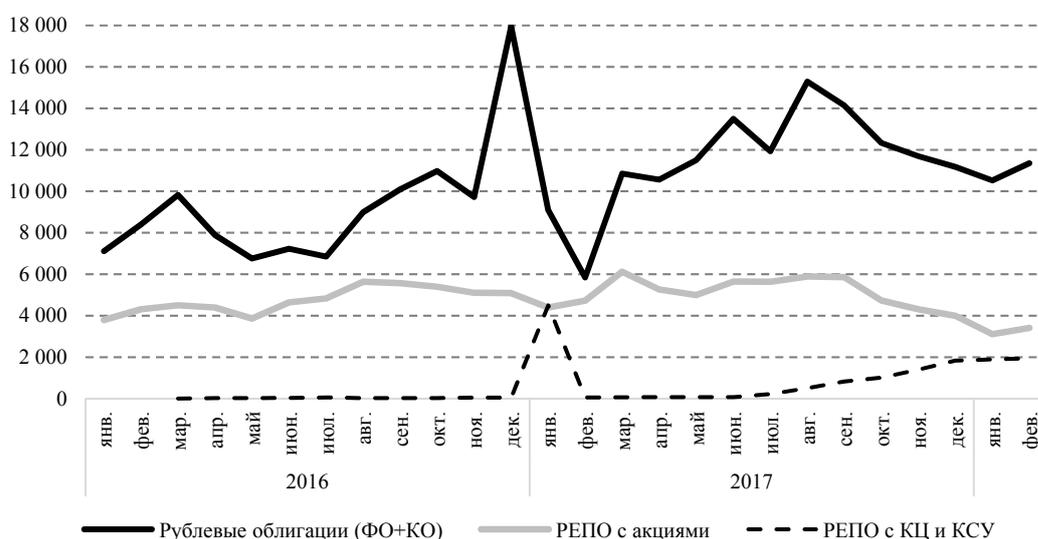


Рис. 16. Объемы сделок РЕПО с акциями, рублевыми облигациями и клиринговыми сертификатами участия (КСУ) на Московской бирже с января 2016 г. по февраль 2018 г., млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 17 и в табл. 5 показана структура сделок с акциями с участием частных брокеров и контролируемых государством компаний (КГК)<sup>2</sup>. Основная доля оборотов с акциями на Московской бирже по-прежнему приходится на частных брокеров, однако их

<sup>1</sup> Доля сделок РЕПО на биржевом рынке акций снизилась с 88,4% в сентябре 2017 г. до 78,9% в феврале 2018 г.

<sup>2</sup> 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. С августа 2017 г. к ним добавилось ФХ «Открытие», с сентября 2017 г. – Бинбанк и Рост Банк и с декабря 2017 г. – Промсвязьбанк.

доля снизилась с 79,8% в 2016 г. до 60,2% в 2017 г., при этом в феврале 2018 г. доля частных участников торгов вновь повысилась до 68,2%.

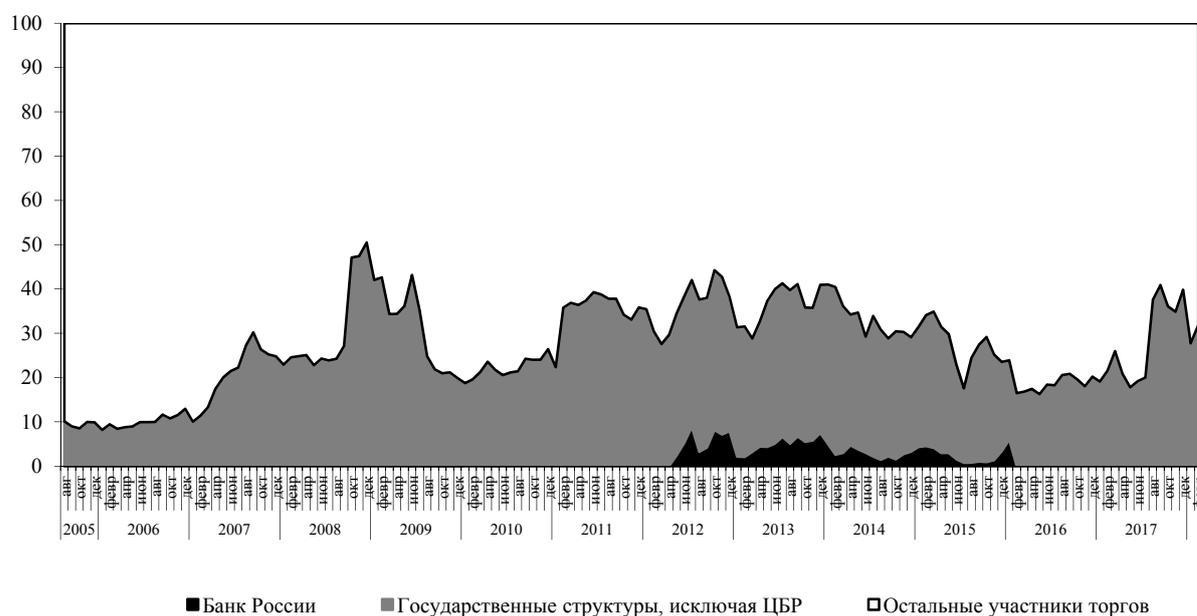


Рис. 17. Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов акциями на Московской бирже с августа 2005 г. по февраль 2018 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Таблица 5

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

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Февраль 2018
Банк России		0,0	0,0	7,9	7,5	3,2	3,3	0,0	0,0	0,0
КГК	9,9	26,4	35,8	30,3	33,5	25,8	20,2	20,2	39,8	31,8
Иные участники биржевого рынка	90,1	73,6	64,2	61,8	59,1	70,9	76,5	79,8	60,2	68,2
Из них:										
GIB-subs*				7,3	8,9	4,8	5,7	6,3	9,2	11,0

\* 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.

За последние годы заметным явлением стал также рост доли в биржевых сделках с акциями на Московской бирже дочерних брокерских структур крупных иностранных банков (GIB-subs)<sup>1</sup>. Несмотря на сложную геополитическую ситуацию и секторальные санкции, доля GIB-subs выросла с 6,3% в 2016 г. до 9,2% в декабре 2017 г. и 11,0% в феврале 2018 г. Это косвенным образом демонстрирует рост иностранных инвесторов –

<sup>1</sup> Включены следующие участники биржевых торгов: «Голдман Сакс», Дойче Банк, «Ю-Би-Эс» банк (UBS), ИНГ 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.

клиентов GIB-subs к акциям ряда российских эмитентов, особенно в условиях продолжавшегося в последние годы укрепления рубля по отношению к доллару.

Соответственно доля государственных структур в объемах биржевых торгов акциями повысилась с 20,2 до 39,8%, а затем снизилась до 31,8%. Это объясняется переходом в статус КГК бывших частных структур – таких как ФХ «Открытие», Бинбанк, Рост Банк и Промсвязьбанк – в связи с введением в них временной администрации, назначенной Банком России, и с проведением им санации данных банков. В то же время в связи с реализацией разных программ по докапитализации указанных банков и их финансовым оздоровлением потребность их в привлечении более дорогих ресурсов на рынке РЕПО снизилась, что и отразилось в данных статистики за февраль 2018 г.

До этого 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 – из-за 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.

На *рис. 18* приведены данные о структуре биржевых сделок с акциями в разрезе конечных бенефициаров данных сделок, т.е. инвесторов<sup>1</sup>. Как видно на графике, на частных лиц и нерезидентов приходится около половины всех сделок с акциями, однако доля нерезидентов существенно превышает долю частных лиц. При этом данные соотношения являются примерно стабильными начиная с 2013 г. Доля физических лиц – резидентов немного сократилась – с 6,1% в декабре 2016 г. до 5,9% декабре 2017 г., затем увеличилась до 9,4% в феврале 2018 г. Наоборот, доля нерезидентов за то же время выросла с 36,8 до 37,3%, но потом снизилась до 35,6%. Пока можно констатировать, что тенденция устойчивого роста доли внутренних частных инвесторов на биржевом рынке акций не проявляется. При этом следует учесть, что в 2016–2017 гг. гражданам были предоставлены дополнительные стимулы инвестирования в акции внутренних компаний в виде индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) с льготами по налогообложению НДФЛ и с некоторыми другими льготами по подоходному налогу. Однако для полноценного участия населения в инвестировании на фондовом рынке необходимы размораживание системы пенсионных накоплений, создание условий для развития корпоративных и индивидуальных пенсионных планов, стимулирование развития коллективных инвестиций.

---

<sup>1</sup> Указанные данные, рассчитываемые на основе публичной биржевой статистики, не являются совершенными. В них не выделяется доля внутренних частных инвесторов и нерезидентов в чисто рыночных сделках и в РПС. Кроме того, в число нерезидентов попадают дочерние структуры брокеров, через которые нередко осуществляются заимствование брокерами средств и кредитование ими их клиентов. Однако в целом указанные данные позволяют оценить долю частных лиц и нерезидентов в сделках с акциями на Московской бирже.

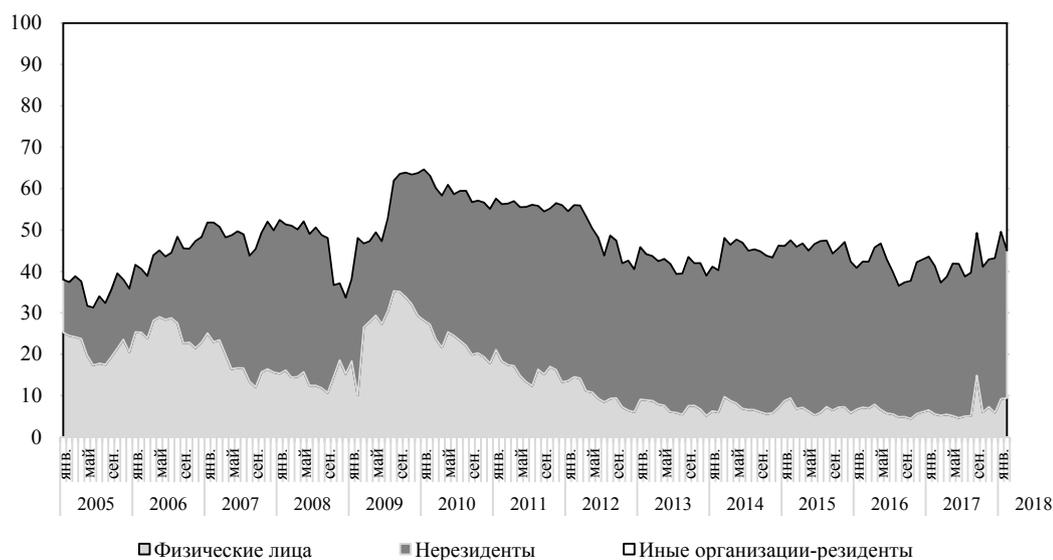


Рис. 18. Структура инвесторов при биржевых сделках с акциями на Московской бирже с января 2005 г. по февраль 2018 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

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

На рис. 19 приведены сведения о динамике индекса Херфиндаля – Хиршмана (ННІ)<sup>1</sup> на рынке акций и облигаций Московской биржи с января 2005 г. по февраль 2018 г. По оценкам ФАС, рынок является низкоконцентрированным при значении ННІ менее 800, умеренно концентрированным – при  $800 < \text{ННІ} < 1800$  и высококонцентрированным, если ННІ превышает 1800.

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, т.е. данный сегмент рынка был низкоконцентрированным. Несколько иные тенденции наблюдались 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 низкоконцентрированного рынка. С сентября 2011 г. до начала 2015 г., когда Банк России в 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 –

<sup>1</sup> Индекс концентрации рынка Херфиндаля – Хиршмана (ННІ) рассчитывается путем возведения в квадрат процентной доли в объемах биржевых торгов каждого участника и суммирования полученных результатов:  $\text{ННІ} = (D_1)^2 + (D_2)^2 + \dots + (D_m)^2$ , где  $D_i$  – доля на рынке  $i$ -го участника, выраженная в процентах;  $i = 1, 2, \dots, m$ .

марта 2015 г. рынок облигаций вновь вернулся к состоянию низкоконцентрированного со значениями ННІ, близкими 500. С сентября 2017 г. с началом санации ряда крупных банков ННІ по облигациям стал ниже значений данного индекса по акциям, что свидетельствует о высоком уровне конкуренции на внутреннем облигационном рынке. 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».

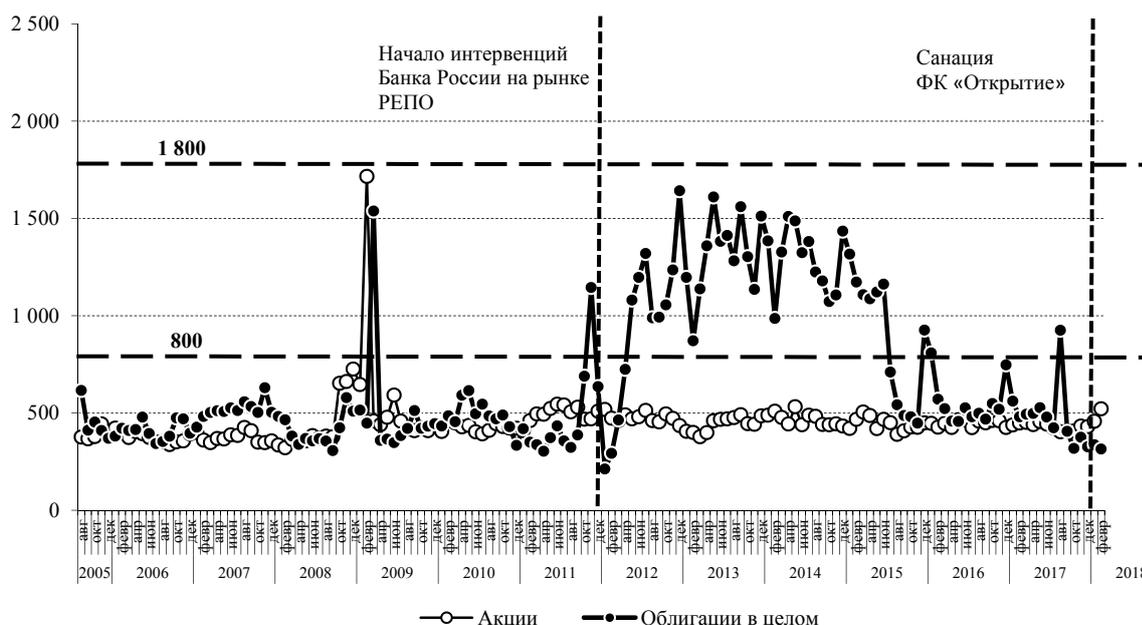


Рис. 19. Индекс Херфиндаля – Хиршмана по объему биржевых торгов с акциями и облигациями на Московской бирже (все режимы торгов)<sup>1</sup>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

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. 6, в 2016–2017 гг., несмотря на сложные условия привлечения средств иностранных инвесторов в условиях действия секторальных санкций, рынок публичных размещений акций компаний, зарегистрированных в России или осуществляющих операционную деятельность на ее территории, заметно оживился. В 2017 г. прошли IPO-SPO 12 компаний на сумму 4,4 млрд долл.; годом ранее данные сделки провели лишь 7 компаний на сумму 2,1 млрд долл. Однако в сегменте сделок

<sup>1</sup> Из-за прекращения с августа 2015 г. раскрытия информации Московской биржей о сделках конкретных участников рынка с корпоративными, региональными и государственными облигациями и из-за перехода 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.

слияний-поглощений пока наблюдались спад активности и ежегодное сокращение общего объема сделок в 2014–2017 гг. В 2013 г. объем завершившихся сделок слияний-поглощений составил 156,1 млрд долл., а в 2017 г. – снизился до 31,4 млрд долл.

Таблица 6

### Параметры рынка акций российских компаний, млрд долл.

Год	Капитализация	Вторичный рынок, включая иностранные биржи	IPO-SPO акций	Поступления в основной капитал от IPO			Объем завершившихся сделок слияния-поглощения
				млрд долл.	% к капитализации	% 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	1154	2,1	0,7	0,1	32,0**	41,7
2017	623	1363	4,4	н.д.	н.д.	н.д.	31,4

\* Значение больше 100%, поскольку часть инвестиций в основной капитал могла 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. Начиная с 2017 г. Росстат прекратил раскрытие данной информации, что повысило неопределенность этой важной для понимания эффективности сделок IPO-SPO акций информации.

Таким образом, биржевой рынок акций пока вносит умеренный вклад в накопление реальных активов компаний и в экономический рост. Потенциал внутреннего фондового рынка в решении ключевых проблем российской экономики в полной мере еще не используется.

### 3.3. Рынок негосударственных облигаций

В 2017 г. на российском финансовом рынке сложились относительно благоприятные условия для роста внутреннего рынка корпоративных облигаций. Благодаря стабильности рубля и низкой инфляции размеры доходности по корпоративным облигациям окончательно вернулись на уровень 2013 г., когда еще не было секторальных санкций. Кроме того, несмотря на снижение по итогам года ключевой ставки до 7,75%, рекордно низкая

инфляция в размере 2,5% обеспечивала высокий уровень реальной доходности по инструментам с фиксированной доходностью. Доходность корпоративных облигаций надежных эмитентов стала существенно превышать ставки банковских депозитов, что превратило облигации в привлекательный инструмент для вложений частных лиц и коллективных инвестиций.

Кроме того, с 1 января 2017 г. в соответствии с Федеральным законом от 3 июля 2016 г. № 242-ФЗ была снижена с 20 до 15% налоговая ставка по доходу юридических лиц в виде процентов по облигациям. С 1 января 2018 г. введена в действие налоговая льгота для физических лиц, предусматривающая освобождение от уплаты НДФЛ с купонных доходов по рублевым корпоративным облигациям, выпущенным в 2017–2020 гг., если ставка купона не превышает ставку рефинансирования Банка России. Тем самым порядок налогообложения доходов от владения корпоративных облигаций был уравнен с налогообложением процентов по депозитам населения.

В 2017 г. стоимость облигационных займов в России продолжала расти и достигла 19,4 трлн руб., что на 19,9% больше по сравнению с 2016 г. (рис. 20). Стоимость корпоративных облигаций, включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 9,4 трлн до 11,4 трлн руб., или на 21,3%; региональных облигаций – с 0,63 трлн до 0,72 трлн руб., или на 14,3%; федеральных облигаций (ОФЗ, ГСО и др.) – с 6,1 трлн до 7,2 трлн руб., или на 18,0%. Несмотря на высокую потребность в денежных средствах для финансирования бюджетных расходов, Минфин России в 2017 г. проводил умеренную политику по наращиванию внутреннего государственного долга, оставляя возможность для роста заимствований российских компаний и регионов.

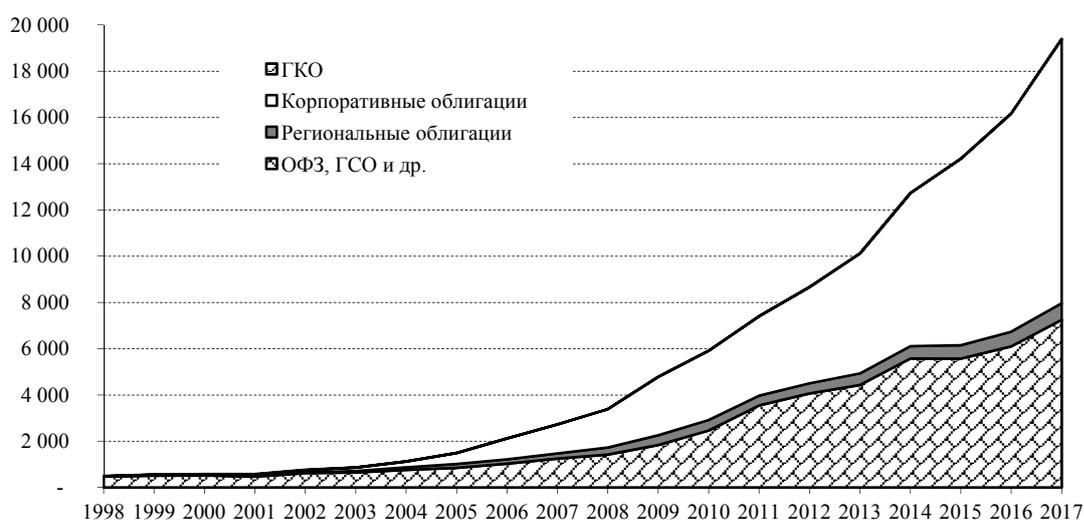


Рис. 20. Объемы рублевых облигаций в обращении с 1998 по 2017 г., млрд руб.

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

Особенностью размещения облигаций в 2017 г. было то, что темпы роста объемов эмиссий корпоративных облигаций уступили показателям динамики выпусков государственных и региональных облигаций. Объем размещения корпоративных облигаций увеличился с 2,4 трлн руб. в 2016 г. до 2,9 трлн руб. в 2017 г., или на 21,6%. Основную роль в таком росте размеров размещенных корпоративных облигаций сыграла эмиссия облигаций НК «Роснефть», доля которой в общем объеме новых выпусков за год составила

36,8% (рис. 21). Тогда как объем эмиссии федеральных облигаций вырос с 1,1 трлн руб. в 2016 г. до 1,8 трлн руб. в 2017 г., или на 63,1%. За тот же период объем выпусков региональных облигаций вырос со 159,1 млрд до 210,9 млрд руб., или на 32,6%. Применительно ко всем категориям облигаций драйвером 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 проблем в доходной базе, а со стороны спроса – рост избыточной ликвидности в банковском секторе и спрос на рублевые активы, прежде всего ОФЗ, со стороны отдельных категорий иностранных портфельных инвесторов. В 2017 г. впервые начали размещаться выпуски ОФЗ, корпоративных и региональных облигаций для населения.

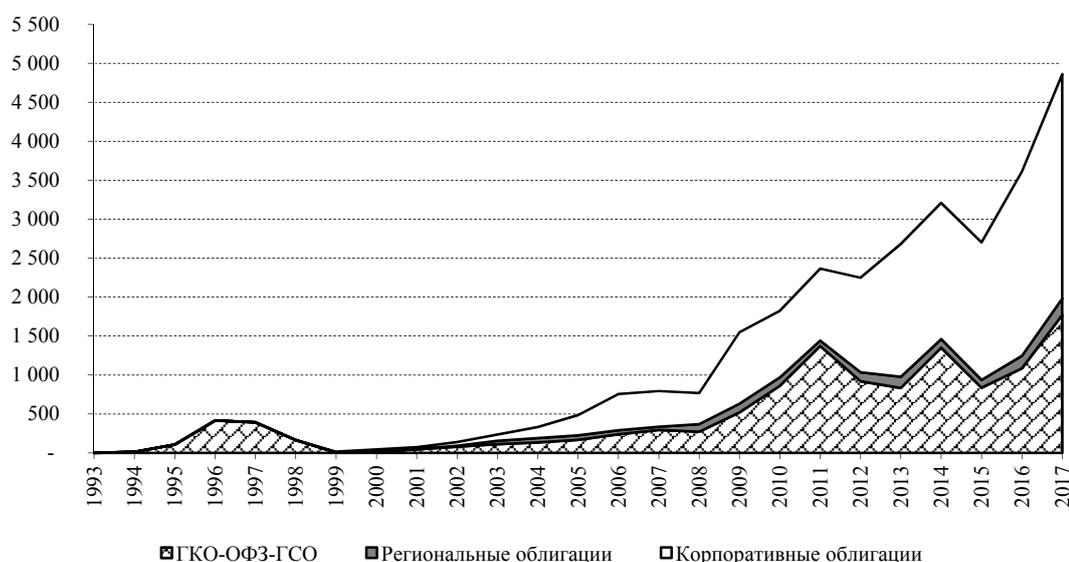


Рис. 21. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2017 гг., млрд руб.

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

Несмотря на присутствие около 400 эмитентов в листинге, первичный рынок корпоративных облигаций на Московской бирже является высококонцентрированным с преобладанием на нем эмиссий компаний с государственным участием (КГУ). Как следует из данных табл. 7, на долю 24 самых крупных эмитентов в 2010–2017 гг. приходилось от 58 до 88% объемов размещений корпоративных облигаций; в 2017 г. данный показатель составил 82%, что было близко по значению к историческому максимуму, зафиксированному в 2009 г.

Среди эмитентов корпоративных облигаций преобладали КГУ; только на тех из них, которые входили в группу топ-24 эмитентов, в 2009–2017 гг. приходилось от 37 до 75% общего объема новых выпусков. В 2017 г. данный показатель достиг исторического максимума и составил 75,0%. Таким образом, рынок корпоративных облигаций в настоящее время функционирует как механизм перераспределения финансовых ресурсов на рынке преимущественно в пользу крупных компаний и главным образом КГУ<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> В статье Абрамова, Радыгина, Черновой (2016) рассматривается проблема роли государственных компаний в капитализации акций российских эмитентов. См.: Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Компании с

Таблица 7

**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 том числе КГУ	Всего	В том числе КГУ	Всего	В том числе КГУ	
<b>2009</b>							
Млрд руб.	440	390	610	441	803	513	917
Доля, %	48,0	42,5	66,5	48,1	87,6	55,9	100,0
<b>2010</b>							
Млрд руб.	177	147	304	200	513	317	855
Доля, %	20,7	17,2	35,6	23,4	60,0	37,1	100,0
<b>2011</b>							
Млрд руб.	241	191	389	309	642	405	1089
Доля, %	22,1	17,5	35,7	28,4	59,0	37,2	100,0
<b>2012</b>							
Млрд руб.	265	265	429	334	690	443	1199
Доля, %	22,1	22,1	35,8	27,9	57,5	36,9	100,0
<b>2013</b>							
Млрд руб.	550	550	705	640	1035	830	1741
Доля, %	31,6	31,6	40,5	36,8	59,4	47,7	100,0
<b>2014</b>							
Млрд руб.	875	827	1051	934	1334	1038	1739
Доля, %	50,3	47,6	60,4	53,7	76,7	59,7	100,0
<b>2015</b>							
Млрд руб.	683	683	861	788	1180	891	1919
Доля, %	35,6	35,6	44,9	41,1	61,5	46,4	100,0
<b>2016</b>							
Млрд руб.	972	882	1228	1038	1653	1176	2439
Доля, %	39,9	36,2	50,3	42,6	67,8	48,2	100,0
<b>2017</b>							
Млрд руб.	1518	1518	1890	1803	2329	2139	2852
Доля, %	53,2	53,2	66,3	63,2	81,7	75,0	100,0

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

О слабом уровне конкуренции на рынках андеррайтинговых и консалтинговых услуг при размещении корпоративных и региональных облигаций свидетельствуют данные индекса Херфиндала – Хиршмана (рис. 22). Начиная с 2009 г. рынок инвестиционно-банковских услуг по сделкам с корпоративными облигациями превратился из высококонцентрированного в умеренно концентрированный, когда ежемесячные значения НИИ попадают в диапазон от 800 до 1800. В 2017 г. в сегменте услуг по корпоративным облигациям НИИ был равен 1009. С 2011 г. рынок услуг по выпускам региональных облигаций балансирует между зонами умеренно концентрированного и высококонцентрированного рынка. В 2017 г. со значением НИИ = 2442 он подпадал под определение высококонцентрированного рынка.

После введения с июля 2014 г. секторальных санкций российские компании лишь с 2016 г. начали активно возвращаться на рынок еврооблигаций. В 2016 г. с помощью размещения еврооблигаций компании привлекли 15,7 млрд долл., в 2017 г. – 27,4 млрд долл., что на 74,5% больше показателя предшествующего года. Только за три месяца 2018 г. было размещено еврооблигаций на сумму 9,6 млрд долл.

В 2016 г. стоимость рублевых корпоративных облигаций оценивалась в 141 млрд долл., еврооблигаций – в 136 млрд долл., годом раньше данные значения соответственно

составляли 133 млрд и 139 млрд долл. (рис. 23). Всего же после обострения геополитических рисков 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 стоимость внутренних корпоративных облигаций в долларовом выражении снизилась со 165 млрд до 141 млрд долл., или на 14,6%.

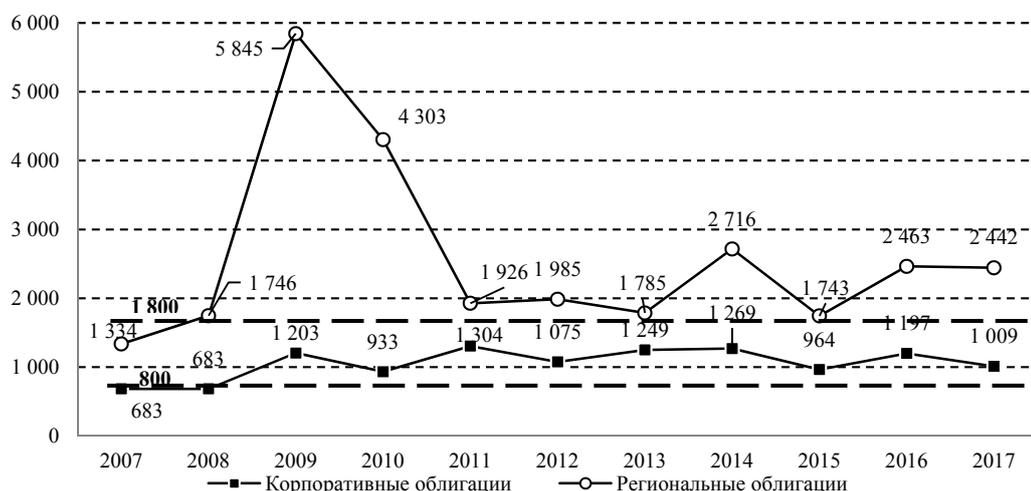


Рис. 22. Индекс Херфиндаля – Хиршмана: услуги по организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2007–2017 гг.

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

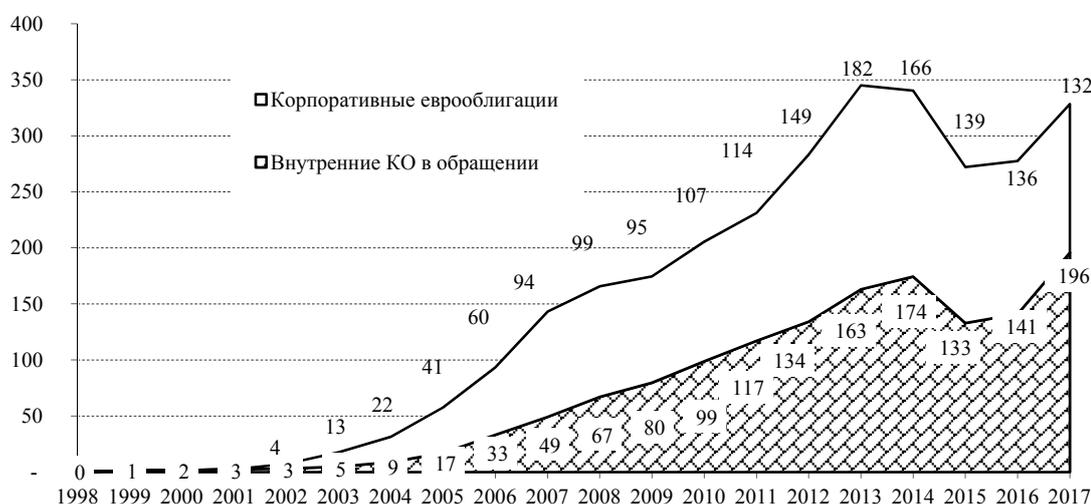


Рис. 23. Объемы корпоративных облигаций российских эмитентов в обращении с 1998 по 2017 г., млрд долл.

Источник: расчеты автора по данным Cbonds и Московской биржи.

В 2015–2016 гг. еврооблигации российских компаний стали неотъемлемой частью внутреннего финансового рынка, что сыграло важную роль в нормализации доходности

данных ценных бумаг после девальвации в декабре 2014 г. – январе 2015 г. Как и ликвидность рублевых облигаций, ликвидность еврооблигаций активно поддерживалась с помощью механизма валютного РЕПО. В 2016 г. в рублевом эквиваленте объемы сделок РЕПО с еврооблигациями на внутреннем рынке устойчиво превышали объемы операций РЕПО с рублевыми облигациями (рис. 24). В 2017 г. по мере отказа Банка России от проведения валютных сделок РЕПО на срок один год и 28 дней сегмент рынка валютного РЕПО постепенно сошел на нет.

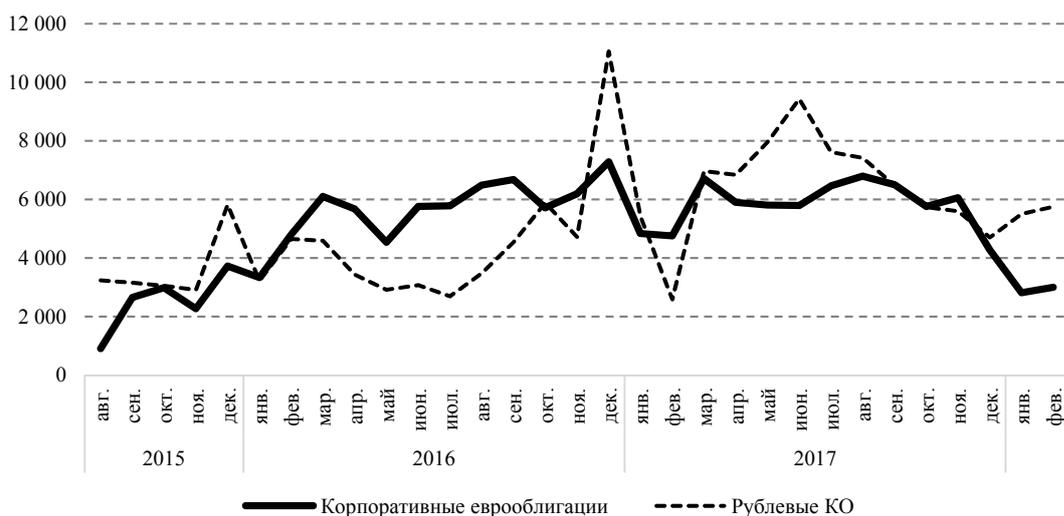


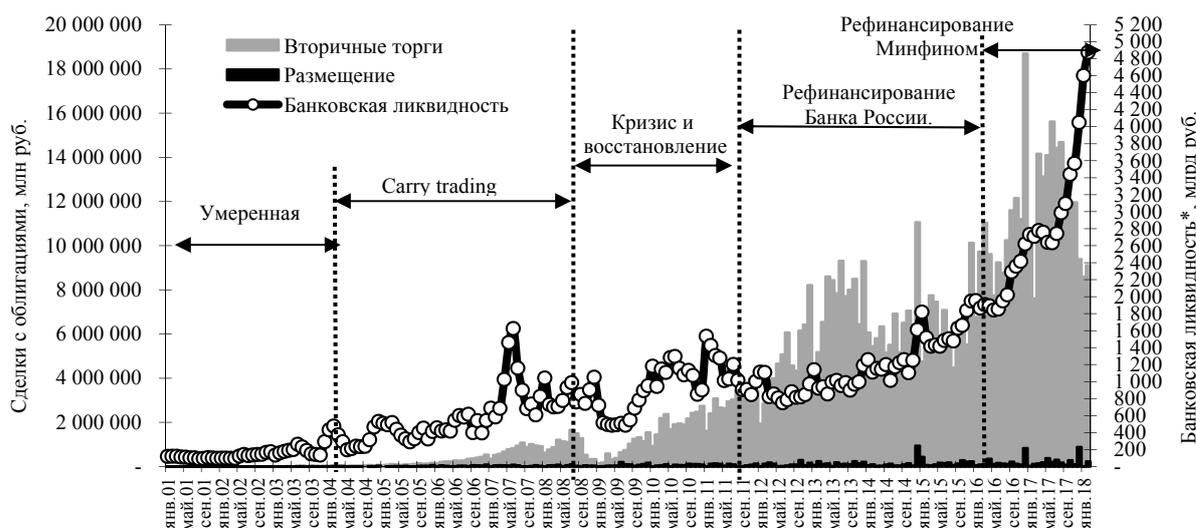
Рис. 24. Объемы сделок РЕПО на Московской бирже с рублевыми корпоративными облигациями и еврооблигациями компаний, млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

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». В 2017 г. крупные государственные банки – Сбербанк России, ВТБ, Россельхозбанк – начали активно продавать свои облигации населению. В начале 2018 г. Альфа-банк разместил вечные еврооблигации, ориентированные на физических лиц.

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 годов можно выделить несколько этапов, когда ликвидность на рынке формировалась за счет разных факторов, что влияло на рынок корпоративных облигаций (рис. 25). 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 начался период стратегий carry trade<sup>1</sup>, 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 по причине высокой ставки рефинансирования ограничивали ее использование на цели кредитования бизнеса и физических лиц. С сентября 2011 г. по январь 2016 г. – период поддержки ликвидности преимущественно за счет рефинансирования Банком России банков в виде сделок РЕПО.



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

Рис. 25. Операции с корпоративными облигациями и банковская ликвидность с января 2001 г. по февраль 2018 г.

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 из ресурсов Резервного фонда, т.е. за счет бюджетных источников. Именно данный фактор привел к появлению с 2016 г. феномена избыточной ликвидности («денежного навеса») в банковской системе, при которой рублевые облигации наряду с депозитными аукционами Банка России стали основными механизмами ее абсорбции. В 2017 г. также заработал механизм предоставления ликвидности с помощью клиринговых сертификатов участия, выпущенных клиринговым центром Московской биржи. Низкую доходность данных инструментов обеспечил прямой доступ к услугам клирингового центра крупнейших нефинансовых компаний.

<sup>1</sup> 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. См.: Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики // Информационно-аналитический материал Банка России. № 4. IV квартал 2016 г. С. 36–37.

В 2017 г. и в январе – феврале 2018 г. стремительный рост «денежного навеса» в банковской системе, достигшего 4,9 трлн руб. в среднем за февраль 2018 г., сопровождался резким падением объемов биржевых торгов с корпоративными облигациями. Указанные объемы сделок обвалились с 15,6 трлн руб. в июне 2017 г. до 9,1 трлн руб. в феврале 2018 г., или на 41,7%. Это было вызвано уменьшением объемов сделок РЕПО с корпоративными облигациями в связи с санацией Банком России трех крупных банков и переключением спроса заемщиков с РЕПО облигациями на РЕПО с КСУ в целях снижения стоимости краткосрочных заимствований и некоторыми иными факторами.

Стремительный рост так называемого «денежного навеса» в банковской системе, который за 2006–2017 гг. вырос с 0,7 трлн до 4,1 трлн руб., или в 5,7 раза, во многом объясняется наращиванием свободных денежных средств на остатках счетов нефинансовых компаний в банках, прежде всего в крупнейших компаниях с государственным участием (КГУ). Это демонстрирует *рис. 26*, где приводятся данные по остаткам денежных средств в 145 крупнейших по капитализации публичных компаниях, включая 44 КГУ<sup>1</sup>. Остатки денежных средств в банках КГУ выросли с 2,3 трлн руб. в 2011 г. до 6,0 трлн в 2016 г., или в 2,6 раза; за тот же период остатки частных компаний увеличились с 0,9 трлн до 1,5 трлн руб. Особенно бурный рост остатков денежных средств в секторе КГУ пришелся на 2014–2016 гг.

В определенном смысле формирование «денежного навеса» как в банковской системе, так и в крупнейших публичных компаниях, прежде всего в КГУ, является иррациональным процессом, поскольку фактически означает перераспределение ресурсов из сферы инвестиций и развития бизнеса в реальном секторе в краткосрочные спекуляции в виде сделок РЕПО на финансовом рынке. Факторами, сдерживающими трансформацию данных ресурсов в реальную экономику, являются проблемы в инвестиционном климате и высокая по отношению к достигнутой инфляции ключевая ставка Банка России. Наличие «денежного навеса» в экономике и банковской системе также является фактором инфляционного риска и риска девальвации рубля.



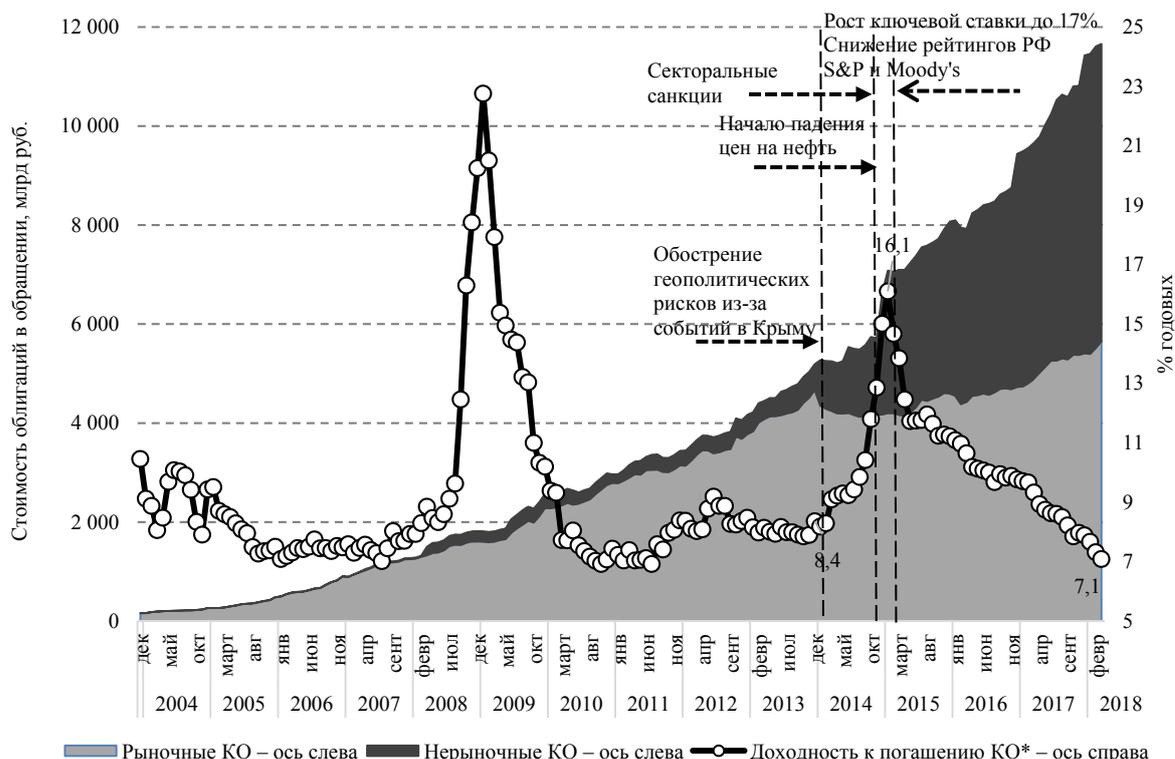
\* Денежные средства банков в Банке России в виде остатков на корреспондентских счетах и депозитов.

*Рис. 26.* «Денежный навес» в банках и остатки денежных средств на счетах частных компаний и компаний с государственным участием (КГУ), млрд руб.

*Источник:* расчеты автора по данным Банка России и финансовой отчетности публичных компаний.

<sup>1</sup> В данном случае к КГУ отнесены те компании, в которых суммарная доля прямой и косвенной государственной собственности превышает 25% голосующих акций.

В феврале 2018 г. средняя доходность к погашению рублевых корпоративных облигаций по портфелю IFX-Cbonds достигла 7,1% годовых, что оказалось ниже уровня доходности в 2013 г.<sup>1</sup>, т.е. до обострения фактора геополитического риска и введения секторальных санкций в 2014 г. (рис. 27). Во многом это было достигнуто за счет проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики, поддержания стабильности бюджетной системы и снижения уровня инфляции.



\* Доходность к погашению (YTM) по портфелю IFX-Cbonds.

Рис. 27. Стоимость рублевых корпоративных облигаций в обращении и доходность к погашению портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с декабря 2003 г. по март 2018 г.

Источник: расчеты автора по данным sBonds.ru

Вместе с тем с 2014 г. рост рынка корпоративных облигаций стал обеспечиваться за счет роста их нерыночных выпусков, не имеющих биржевой рыночной котировки их стоимости. Доля рыночных выпусков рублевых корпоративных облигаций в их суммарной капитализации в 2017 г. уменьшилась до 47,3% по сравнению с 50,1% в 2016 г. В 2017 г. темпы роста стоимости рыночных выпусков корпоративных облигаций в обращении составляли 14,5%, в то время как нерыночных выпусков – 27,7%. Более низкие темпы роста стоимости рыночных выпусков корпоративных облигаций во многом связаны с заморозкой пенсионных накоплений, которые ранее были одним из основных источников поступления новых денег на рынок корпоративных долгов.

<sup>1</sup> Доходность к погашению портфеля IFX-Cbonds в декабре 2013 г. составляла 8,4% годовых.

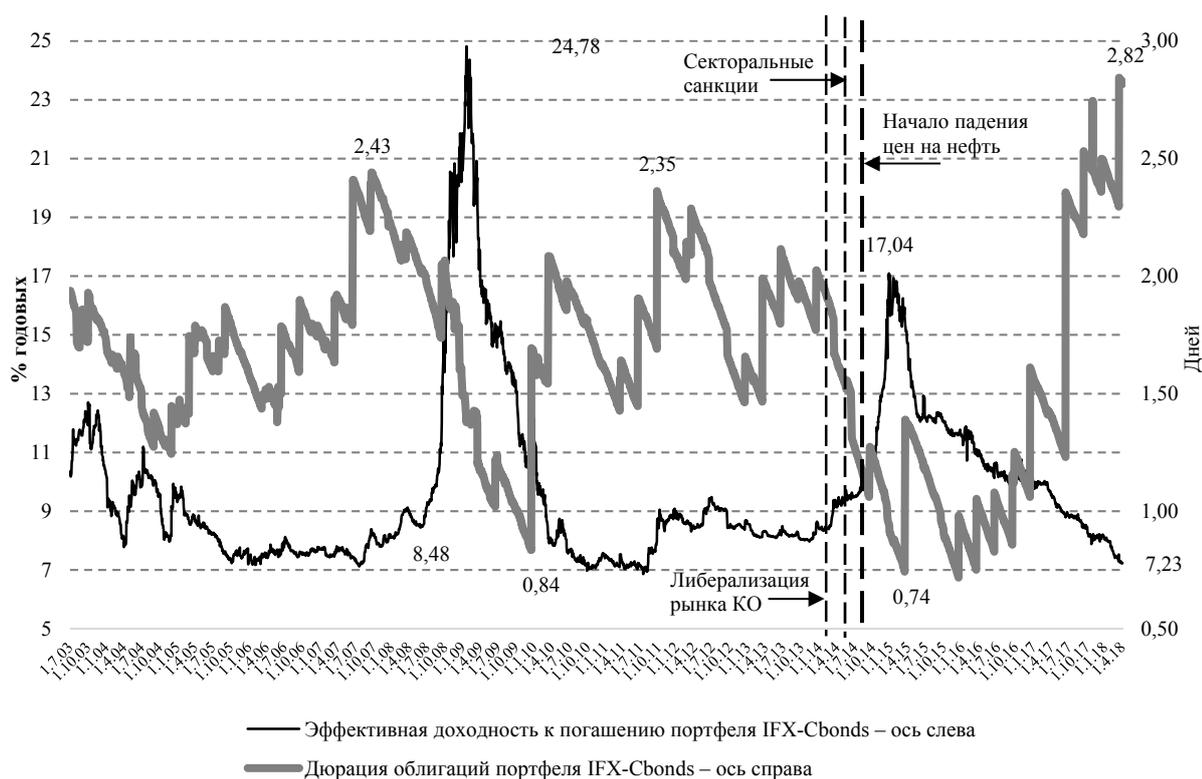


Рис. 28. Динамика эффективной доходности к погашению и дюрации портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с 01.07.2003 г. до 02.04.2018 г.

Источник: расчеты автора по данным sBonds.ru

Как показано на рис. 28, за период с июля 2003 г. по март 2018 г. внутренний рынок корпоративных облигаций испытал два шока: в феврале 2009 г., когда эффективная 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.

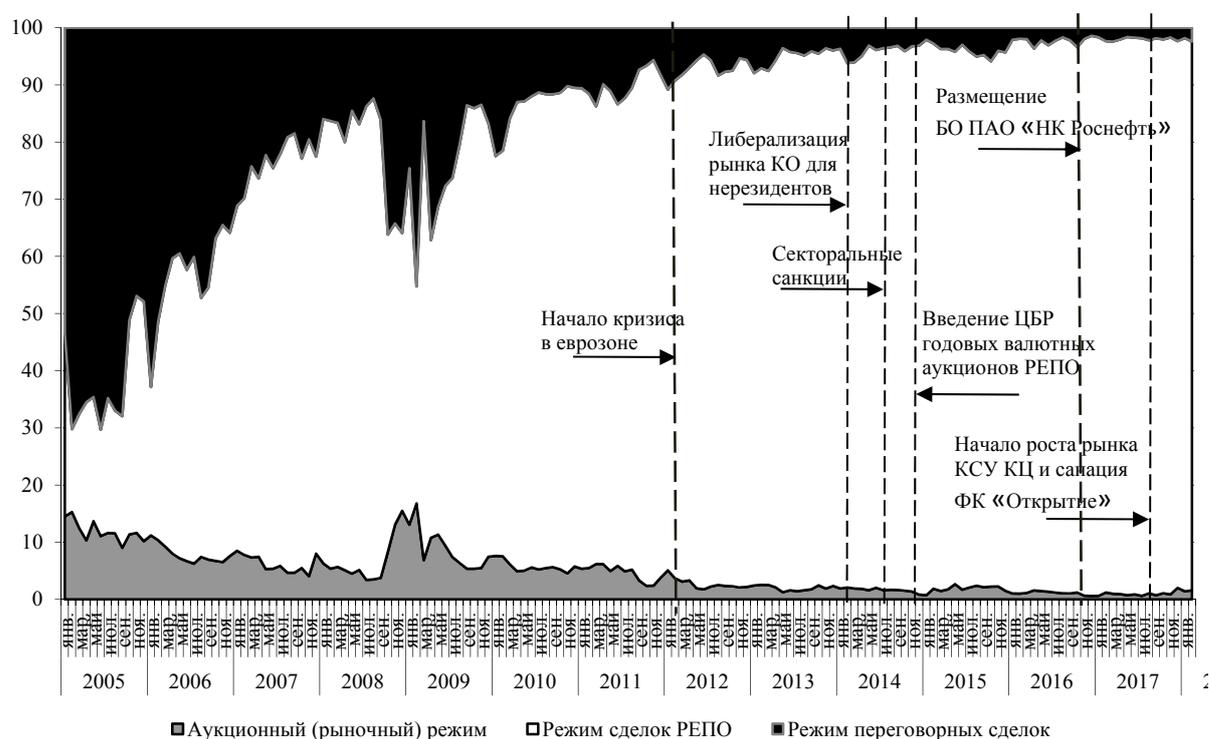
Со второй половины 2015 г. — благодаря усилиям монетарных властей — в значительной степени удалось стабилизировать ситуацию на внутреннем долговом рынке. Ко 2 апреля 2018 г. эффективная доходность портфеля IFX-Cbonds снизилась до 7,24% годовых, его дюрация повысилась до 2,82 года. Это значительно лучше параметров того же облигационного портфеля на 30 декабря 2013 г., когда его доходность составляла 8,39% годовых при дюрации 1,99 года.

Среди корпоративных облигаций наибольший биржевой объем сделок в 2017 г. пришелся на 3-й выпуск облигаций ПАО «Транснефть», ряд выпусков ПАО «НК «Роснефть», а также на выпуск облигаций ВЭБа.

Таким образом, драйверами роста рынка корпоративных облигаций на разных этапах выступали различные факторы, однако в большей мере они предполагали использование краткосрочных источников фондирования данных сделок. 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. 29*. В феврале 2018 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с корпоративными облигациями достигла 96,0%. В это же время только 1,6% сделок с корпоративными облигациями являлись рыночными, т.е. заключались на анонимном аукционе, и 2,4% сделок заключались в режиме РПС. Для сравнения: в 2005 г. доля сделок РЕПО составляла 28,0%, а рыночных сделок – 11,5%, остальные 60,5% 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.



*Рис. 29.* Структура сделок с корпоративными облигациями, включая еврооблигации, на Московской бирже, %

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

Как показано на *рис. 30*, рост объемов сделок РЕПО на рынке корпоративных облигаций, как правило, вызывается очередной волной государственной поддержки денежного рынка при наступлении тех или иных шоковых ситуаций. Первая волна случилась после кризиса 2008 г. и продолжалась до второй половины 2011 г. Следующая волна поддержки рынка Банком России через механизм РЕПО началась с конца 2011 г. в связи с кризисом в зоне евро, она действовала до декабря 2015 г. С января 2016 г. основными факторами роста денежного рынка стали его поддержка Минфином и рост «денежного навеса» в банках, перераспределяемого с помощью рынка РЕПО с расчетами через клиринговый центр. При этом важную роль в поддержке рынка еврооблигаций играли сделки валютного РЕПО, которые росли с 2015 г. до второй половины 2017 г. (*рис. 24*).

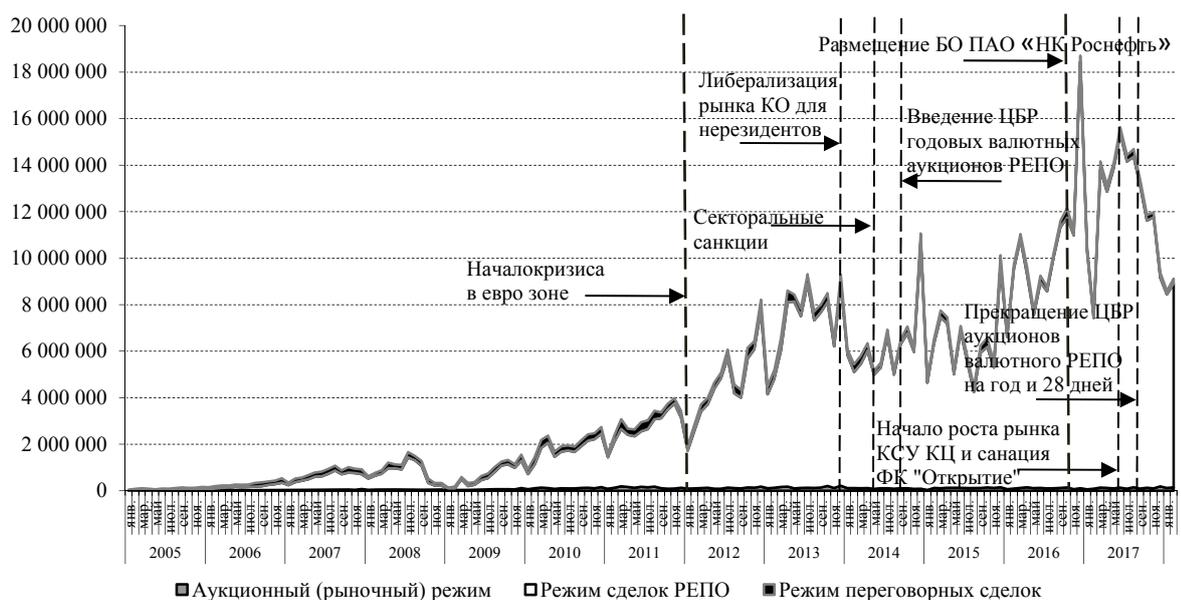


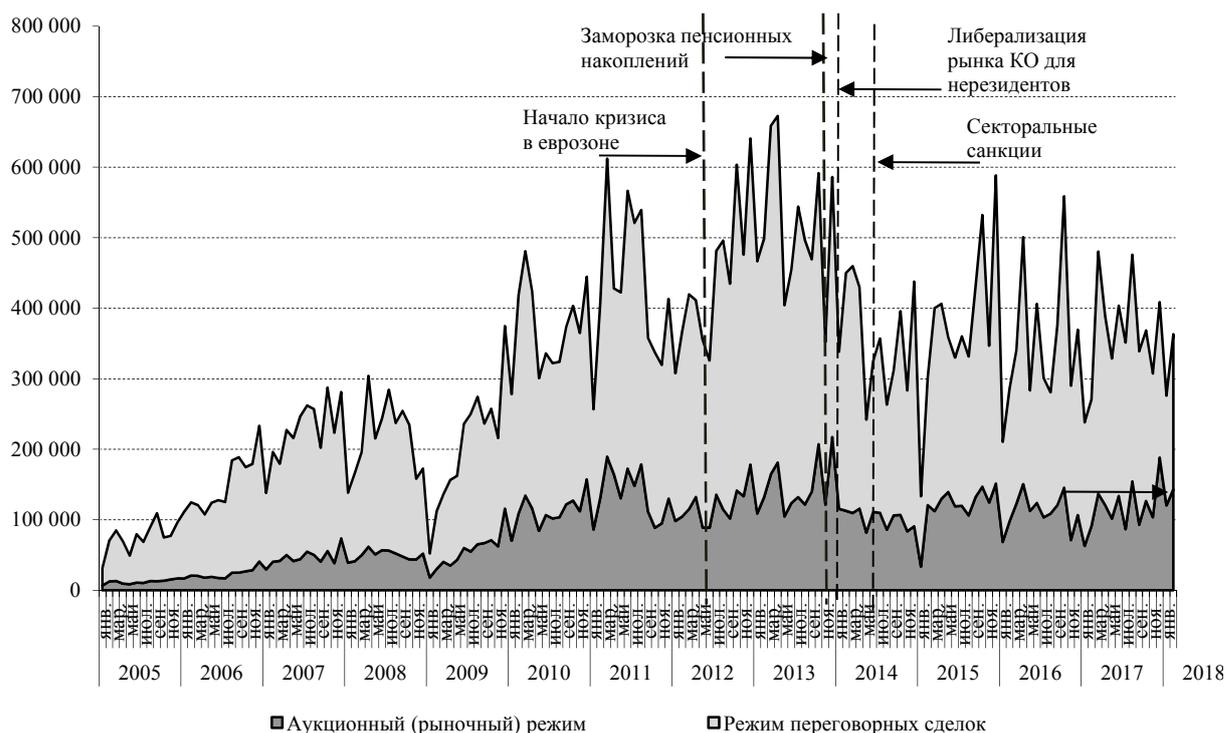
Рис. 30. Стоимость сделок с корпоративными облигациями, включая еврооблигации, на Московской бирже, млн руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Стоимость биржевых сделок с корпоративными облигациями выросла со 126,8 трлн руб. в 2016 г. до 150,7 трлн руб. в 2017 г., или на 18,9%. При этом за тот же период опережающими темпами росла стоимость сделок РЕПО по сравнению с иными режимами сделок. Так, объем сделок РЕПО увеличился со 122,6 трлн руб. в 2016 г. до 146,4 трлн руб. в 2017 г., или на 19,4%, рыночные сделки выросли с 1,3 трлн до 1,4 трлн руб., или на 5,1%, сделки РПС – 2,9 трлн до 3,0 трлн руб., или на 3,1%.

Однако начиная со второй половины 2017 г. объемы биржевых сделок с корпоративными облигациями стали существенно снижаться, причем наибольшее снижение показал сектор денежного рынка. В феврале 2018 г. по сравнению с августом 2017 г. месячные объемы торгов корпоративными облигациями упали: в секторе РЕПО – с 14,2 трлн до 8,7 трлн руб., или на 38,4%, по рыночным сделкам – со 154 млрд до 143 млрд руб., или на 7,3%, по сделкам РПС – с 321 млрд до 220 млрд руб., или на 31,6%. Если снижение по рыночным сделкам можно объяснить тем, что количество рабочих дней в феврале было немного меньше, чем в августе, то в основе падения рынка РЕПО облигаций лежат более серьезные причины. Это связано с тремя основными факторами: с санацией ряда банков, сворачиванием Банком России валютного РЕПО и ростом рынка альтернативной ликвидности в виде КСУ. Во второй половине 2017 г. Банк России ввел временную администрацию и приступил к санации нескольких крупных банков, которые до этого были активными участниками рынка РЕПО (в августе – ФХ «Открытие», в сентябре – Бинбанк и «Рост банк», в декабре – Промсвязьбанк). Их санация за счет централизованных ресурсов снизила потребности в рефинансировании через более дорогие ресурсы рынка РЕПО. В ноябре 2017 г. Банк России заявил о прекращении сделок валютного РЕПО сроком на 28 дней и один год, что было важным инструментом поддержки ликвидности корпоративных еврооблигаций. Кроме того, быстрый рост рынка РЕПО через КСУ клирингового центра снизил потребности участников рынка в заимствованиях более дорогих ресурсов посредством РЕПО с облигациями.

Таким образом, за последние 10–12 лет биржевой рынок корпоративных облигаций во многом определялся изменениями в сегменте денежного рынка. Сегмент рыночных сделок и РПС пока играет относительно скромную роль. Как показано на *рис. 31*, начиная с 2011 г. сегмент рыночных сделок и сделок РПС не показывал столь же явную тенденцию к росту по сравнению с ранее рассмотренным рынком РЕПО. Из всех событий, оказавших влияние на сегмент рыночных сделок и РПС, можно выделить решение о заморозке пенсионных накоплений, вступившее в силу с 1 января 2014 г. и действующее до настоящего времени.



*Рис. 31.* Стоимость рыночных сделок и сделок РПС с корпоративными облигациями, включая еврооблигации, на Московской бирже, млн руб.

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

Исходя из данных *табл. 8*, среднегодовой объем рыночных сделок с корпоративными облигациями за три года, предшествующих введению заморозки пенсионных накоплений (2011–2013 гг.), составил 1,6 трлн руб. по сравнению с 1,3 трлн руб. в среднем за три года после введения заморозки (2014–2016 гг.), т.е. после указанного события объемы рыночных сделок с корпоративными облигациями уменьшились на 17,0%. Показано также, что введение заморозки отразилось на снижении объема сделок в режиме РПС на 24,1%. При этом за тот же период средние объемы операций на денежном рынке выросли почти на 60%. С определенными оговорками данные факты позволяют предполагать, что заморозка пенсионных накоплений, введенная с 2014 г., оказала существенное отрицательное влияние на ликвидность биржевого рынка корпоративных облигаций. Данное негативное влияние не удалось компенсировать с помощью либерализации депозитарных операций с корпоративными облигациями для нерезидентов, проведенной с февраля 2014 г.

Таблица 8

**Анализ влияния заморозки пенсионных накоплений  
на ликвидность торгов корпоративными облигациями  
на Московской бирже**

Режим торгов	Среднегодовой объем биржевых торгов на Московской бирже, млрд руб.		Изменение, %
	2011–2013	2014–2015	
Рыночные сделки	1 604	1 332	-17,0
РПС	3 961	3 006	-24,1
Сделки РЕПО	55 977	89 468	59,8

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

На рис. 32 анализируются доли разных групп финансовых организаций (частных и контролируемых государством компаний, Банка России) в совокупных объемах биржевых торгов облигациями на Московской бирже, включая рыночные, переговорные сделки и сделки РЕПО<sup>1</sup>. 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%, т.е. в сумме 64,6%.

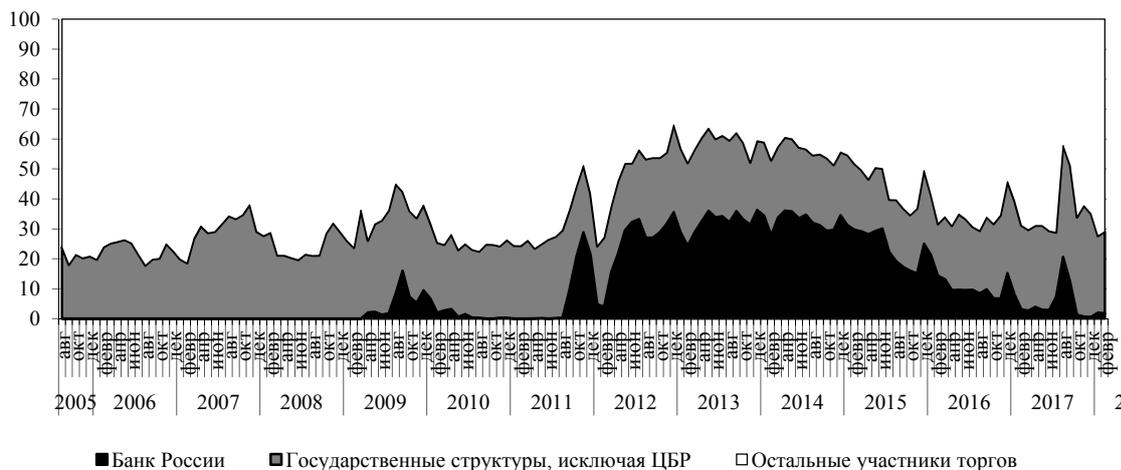


Рис. 32. Доля частных брокеров и КГК в объемах торгов облигациями на Московской бирже, %

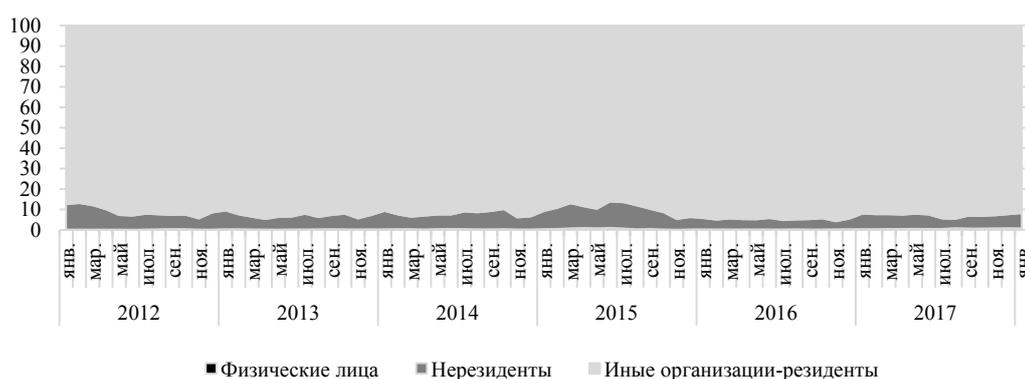
Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

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, что отражало их растущее значение как проводников ликвидности в банковской системе.

<sup>1</sup> Включая корпоративные, региональные и государственные облигации. С августа 2015 г. Московская биржа прекратила раскрытие информации об объемах ежемесячных сделок, совершаемых по отдельным категориям облигаций.

Во второй половине 2017 г. ряд крупных банков (ФХ «Открытие», Бинбанк, «Рост банк» и Промсвязьбанк), которые играли существенную роль в биржевых сделках с облигациями, особенно в сделках РЕПО, перешли под контроль Банка России, т.е. стали государственными структурами. Это повлияло на резкое увеличение доли КГК и кредитовавшего их Банка России в объемах с биржевыми сделками облигациями. Например, в августе 2017 г. доли КГК и Банка России составляли соответственно 37,1 и 20,6%. Однако в дальнейшем по мере санации указанных банков за счет иных централизованных ресурсов, чем сделки РЕПО, доли Банка России и КГК снизились до обычного уровня. В феврале 2018 г. доля Банка России составляла 1,8%, КГК – 27,2%. Можно предполагать, что по мере санации указанных банков объемы сделок РЕПО с облигациями будут сокращаться, поскольку через них уменьшится финансирование находящихся в сложном финансовом состоянии банков.

Как показано на *рис. 33*, в биржевых сделках с облигациями (в расчете на все категории облигаций) нерезиденты и внутренние частные инвесторы играют относительно скромную роль. В феврале 2018 г. на долю нерезидентов приходилось лишь 7,4% от стоимости сделок, на частных лиц – 0,8%. Исключением из данных правил являются облигации федерального займа (ОФЗ), где на долю нерезидентов приходится более трети инвестиций.



*Рис. 33.* Структура инвесторов при биржевых сделках облигациями на Московской бирже с января 2012 г. по февраль 2018 г., %

*Источник:* расчеты автора по данным Московской биржи.

В 2017 г. были размещены ОФЗ-н, предназначенные для населения. Некоторые регионы и компании также стали более активно предлагать свои облигации населению. Но пока количественные оценки данного процесса являются скромными. 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. Информацию о том, как средства, привлекаемые российскими компаниями путем размещения облигаций, используются для цели роста их основного капитала, публикуются 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 26 млрд долл. на инвестиции в основной капитал пошло лишь 2,6 млрд долл., или 6,6% привлеченных средств (табл. 9). На основе 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.

Таблица 9

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

Год	Объем в обращении	Вторичный рынок, включая РЕПО	Размещения	Поступления в основной капитал от размещений		
				млрд долл.	% к капитализации	% 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	35	н.д.	н.д.	н.д.
2017	196	2732	49	н.д.	н.д.	н.д.

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

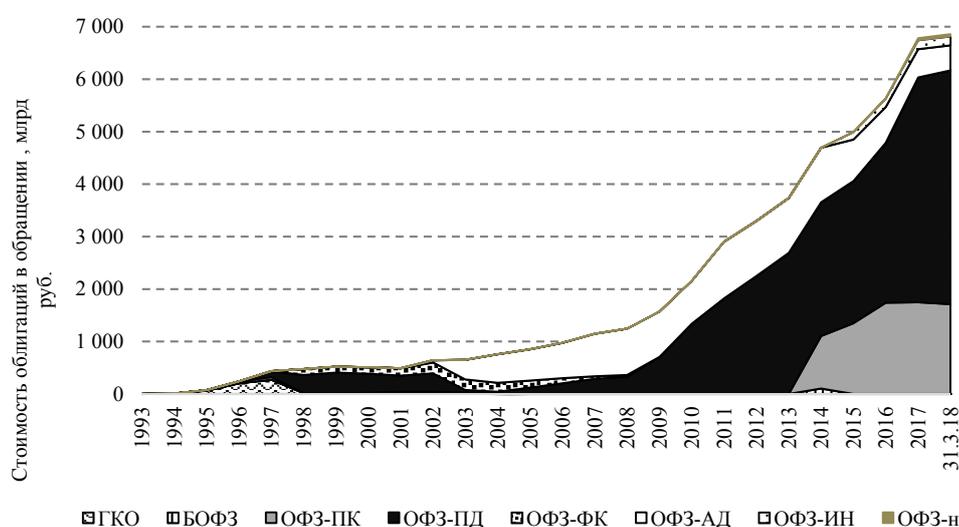
С 2016 г. Росстат перестал публиковать данные о вкладе эмиссии облигаций в источниках финансирования основных средств, что, вероятно, означает факт признания незначимости влияния фондового рынка на размер данных инвестиций. Однако это не отменяет проблему целевого использования средств от выпуска корпоративных облигаций для финансирования реальных инвестиций и основного капитала.

### 3.4. Рынок государственных облигаций

В отличие от ситуации в 2014–2015 гг., в 2016–2017 гг. объем заимствований Минфином средств за счет выпуска государственных ценных бумаг превышал объем их погашения. Это сделало данные долговые инструменты реальным источником финансирования дефицита бюджета и обеспечило, по данным статистики CBonds, чистые заимствования в размере соответственно 547 млрд и 1270 млрд руб.

Эволюция структуры ОФЗ (рис. 34) во многом предопределялась приоритетами в долгой политике Минфина и ролью различных категорий инвесторов. В исследовании Лу

и Яковлева<sup>1</sup> выделяются три этапа в развитии рынка ОФЗ: до кризиса 2008 г.; с начала 2009 г. до середины 2011 г. и после середины 2011 г.<sup>2</sup>



**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;

ОФЗ-н – облигации федерального займа для физических лиц («народные облигации»).

*Рис. 34.* Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по март 2018 г.

*Источник:* расчеты автора по данным Минфина России.

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 облигации с амортизацией долга (ОФЗ-АД), удобные по своим параметрам для пенсионных фондов, и облигации с постоянным доходом (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

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

<sup>2</sup> Заметим, что данная классификация этапов рынка ОФЗ во многом совпадает с периодизацией рынка корпоративных облигаций, рассмотренной нами в комментариях к рис. 25.

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 пунктов<sup>1</sup>. Спрос на ОФЗ со стороны нерезидентов ограничивался из-за неопределенности ситуации с процентной ставкой.

С середины 2011 г. по настоящее время на рынке ОФЗ произошло много важных событий, вызвавших повышение 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 нерезиденты<sup>2</sup>. Их повышенный спрос на ОФЗ-ПД, а с 2015 г. – на облигации с переменным купоном (ОФЗ-ПК) привел к еще большему сокращению доли ОФЗ-АД. Этому также способствовала заморозка пенсионных накоплений в 2014–2018 гг., ограничившая 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 номинальной стоимостью 56,4 млрд руб. принесло ощутимую выгоду для бюджета. В то же время с 2015 г. на рынке появились облигации с индексируемым с учетом инфляции купоном (ОФЗ-ИН), пользующиеся повышенным спросом у внутренних институциональных инвесторов, а с 26 апреля 2017 г. и ОФЗ-н, предназначенные для продажи среди физических лиц. В результате в структуре выпусков ОФЗ по состоянию на 31 марта 2018 г. преобладали ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК, на долю которых приходилось соответственно 65,0 и 24,9%. Доли ОФЗ-АД, ОФЗ-ИН и ОФЗ-н для физических лиц составляли соответственно 7,0, 2,5 и 0,6%.

Наиболее активно торгующимися выпусками ОФЗ в 2017 г. являлись ОФЗ-ПК 29006 с погашением в январе 2025 г., ОФЗ-ПД 26207 с погашением в феврале 2027 г., ОФЗ-ПД 26221 с погашением в марте 2033 г. и ОФЗ-ПД (26218 и 26219) с погашением в 2026–2031 гг.

Одной из ключевых проблем инвестиционной привлекательности вложений в ОФЗ является способность портфеля ценных бумаг обыграть инфляцию по доходности к погашению (*рис. 35*). Позитивные явления, наблюдаемые с начала 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 марта 2018 г. при уровне инфляции в годовом измерении в размере 3,3% годовых<sup>3</sup> доход портфеля ОФЗ составил 8,4%. Вместе с тем в целом за рассматриваемый период с 11.01.2010 г. по 31.03.2018 г. со средней доходностью 8,3% годовых портфель ОФЗ Cbonds-GBI все еще заметно проигрывал инфляции, средний уровень которой равнялся 10,0%.

---

<sup>1</sup> Lu Y., Yakovlev D. Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond (OFZ) Market // IMF Working Paper. No. WP/17/28. February 2017. P. 10.

<sup>2</sup> Ibid. P. 14.

<sup>3</sup> При расчете исходя из показателей прироста инфляции в текущем месяце к предыдущему месяцу. Согласно данным Росстата, инфляция за март 2018 г. по отношению к марту 2017 г. составила 2,4% годовых.

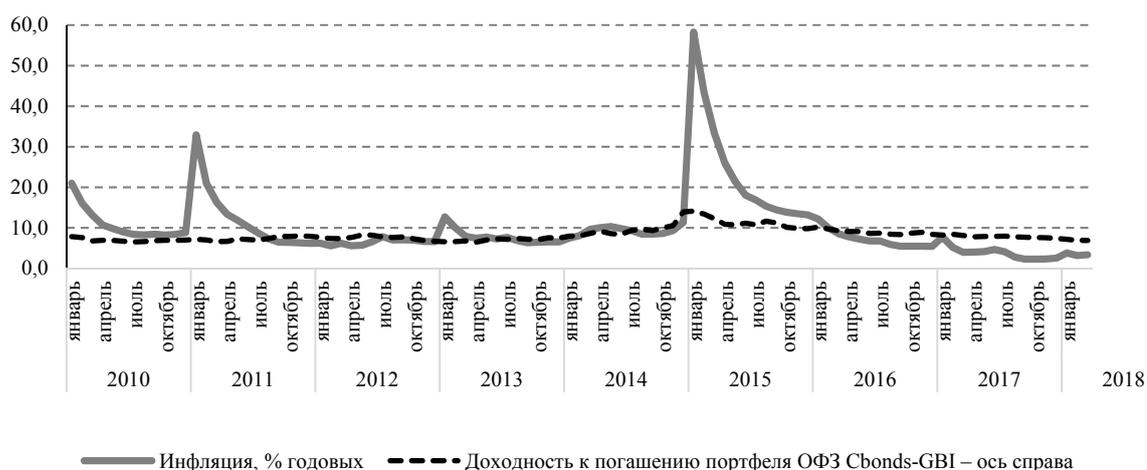


Рис. 35. Динамика инфляции и доходности к погашению портфеля ОФЗ Cbonds-GBI с 11.01.2010 г. по 31.03.2018 г

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 с половиной года правительству и Банку России удалось стабилизировать ситуацию на валютном и финансовом рынках. По параметрам доходности рынки ОФЗ и еврооблигаций РФ в начале 2017 г. были ниже 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. 36). В феврале 2018 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с государственными облигациями достигла уровня в 90,5%. Лишь около 4,7% суммы сделок с государственными облигациями являлись рыночными. В 2017 г. – начале 2018 г. доля рыночных сделок в общем объеме биржевых торгов государственными облигациями выросла на 2–3 п.п. из-за сокращения объемов рынка РЕПО по тем же причинам, что и на биржевом рынке корпоративных облигаций (см. комментарий к рис. 30).

В 2017 г. объем сделок РЕПО с государственными облигациями вырос относительно умеренно до 117,2 трлн руб. по сравнению с 113,6 трлн руб. в 2016 г., или всего на 3,2% (рис. 37). Наоборот, в рыночном сегменте биржи наблюдался бурный рост торговой активности, объем сделок с государственными облигациями вырос с 1,7 трлн руб. в 2016 г. до 2,9 трлн руб. в 2017 г., или на 67,6%. Объем торгов в режиме РПС вырос с 3,3 трлн руб. в 2016 г. до 3,8 трлн руб. в 2017 г., или на 12,7%. Замедление роста объемов денежного рынка в секторе государственных облигаций связано с теми же причинами, что и в случае с корпоративными облигациями: с санацией ряда активных участников рынка РЕПО, сворачиванием валютного РЕПО Банка России и ростом объемов сделок с КСУ.

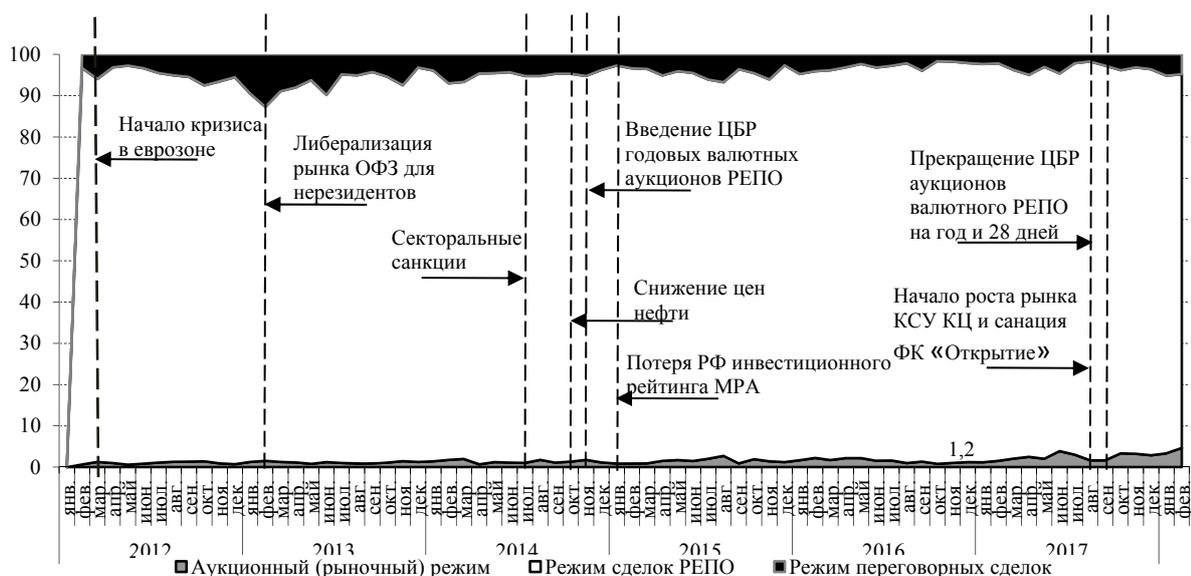


Рис. 36. Структура сделок с федеральными облигациями, в том числе с еврооблигациями, на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2018 г., %

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.



Рис. 37. Объемы сделок с федеральными облигациями, в том числе с еврооблигациями, на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2018 г., млн руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Спад объемов торгов на денежном рынке с государственными облигациями, случившийся с сентября 2017 г., был даже более глубоким, чем на рынке корпоративных облигаций. Это может быть обусловлено тем, что в 2016–2017 гг. в отличие от рынка корпоративных облигаций в сделках РЕПО с государственными облигациями по объему преобладали сделки рефинансирования еврооблигаций РФ (рис. 38). Поэтому заморозка валютного РЕПО Банком России отразилась на более глубоком спаде объемов сделок РЕПО с государственными облигациями по сравнению с облигациями частных заемщиков.

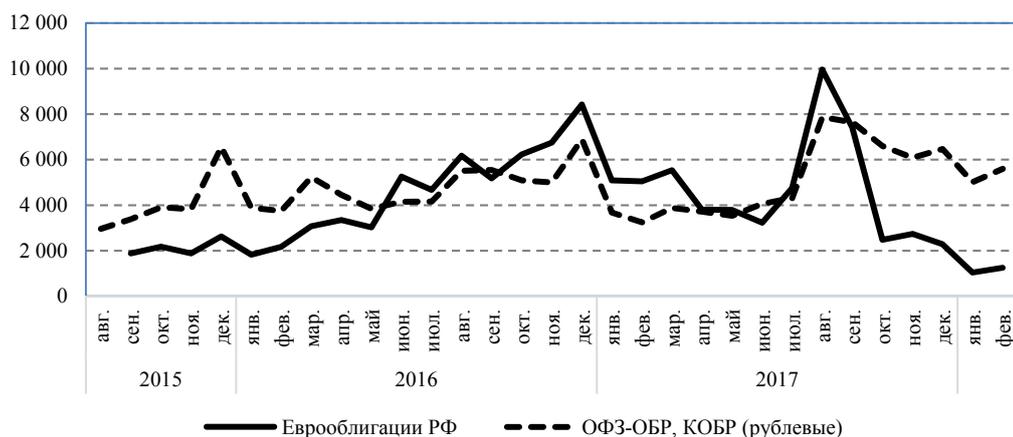


Рис. 38. Объемы сделок РЕПО на Московской бирже с ОФЗ и еврооблигациями РФ, млрд руб.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

В отличие от ситуации с корпоративными облигациями (см. рис. 31), в секторе рыночных сделок с государственными облигациями с начала 2015 г. по февраль 2018 г. просматривается позитивная тенденция роста данного сегмента рынка. Объемы рыночных сделок с государственными облигациями составили 1,4 трлн руб. в 2015 г., 1,7 трлн руб. в 2016 г. и 2,9 трлн руб. в 2017 г. (рис. 39). Указанный рост рыночных сделок с федеральными облигациями обусловлен активным притоком на данный сегмент рынка средств нерезидентов и повышением интереса к ОФЗ со стороны частных инвесторов в условиях высокой реальной доходности вложений в государственные бумаги и превышения доходности ОФЗ доходность банковских депозитов.

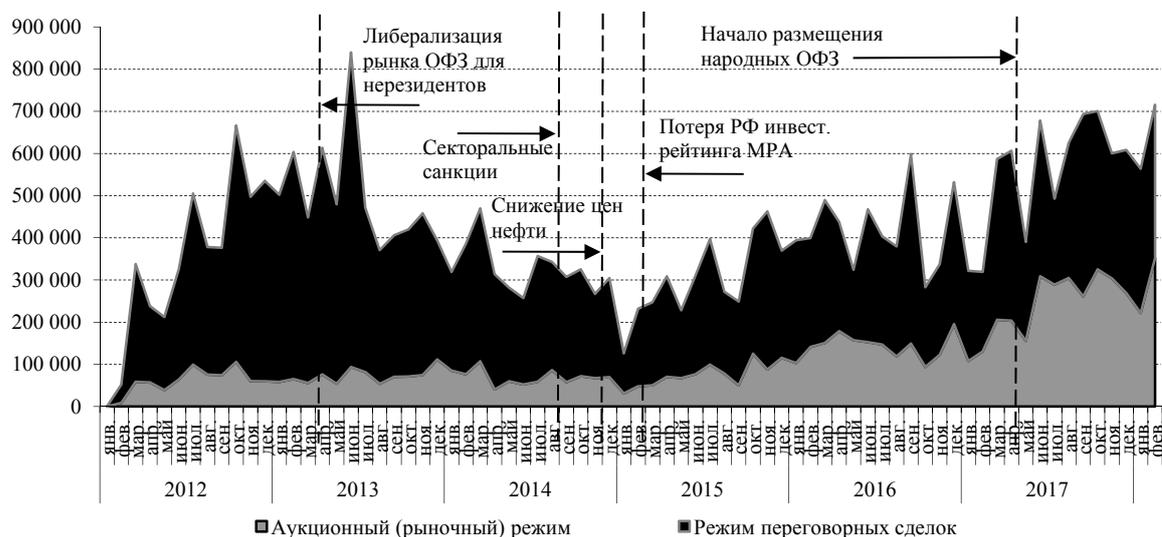


Рис. 39. Объемы рыночных сделок и сделок РПС с федеральными облигациями, в том числе с еврооблигациями, на Московской бирже с февраля 2012 г. по февраль 2018 г., млн руб.

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. 40). 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 рынках, что привело к возвращению нерезидентов на внутренний рынок ОФЗ. В январе 2018 г. их доля повысилась до 33,9%.

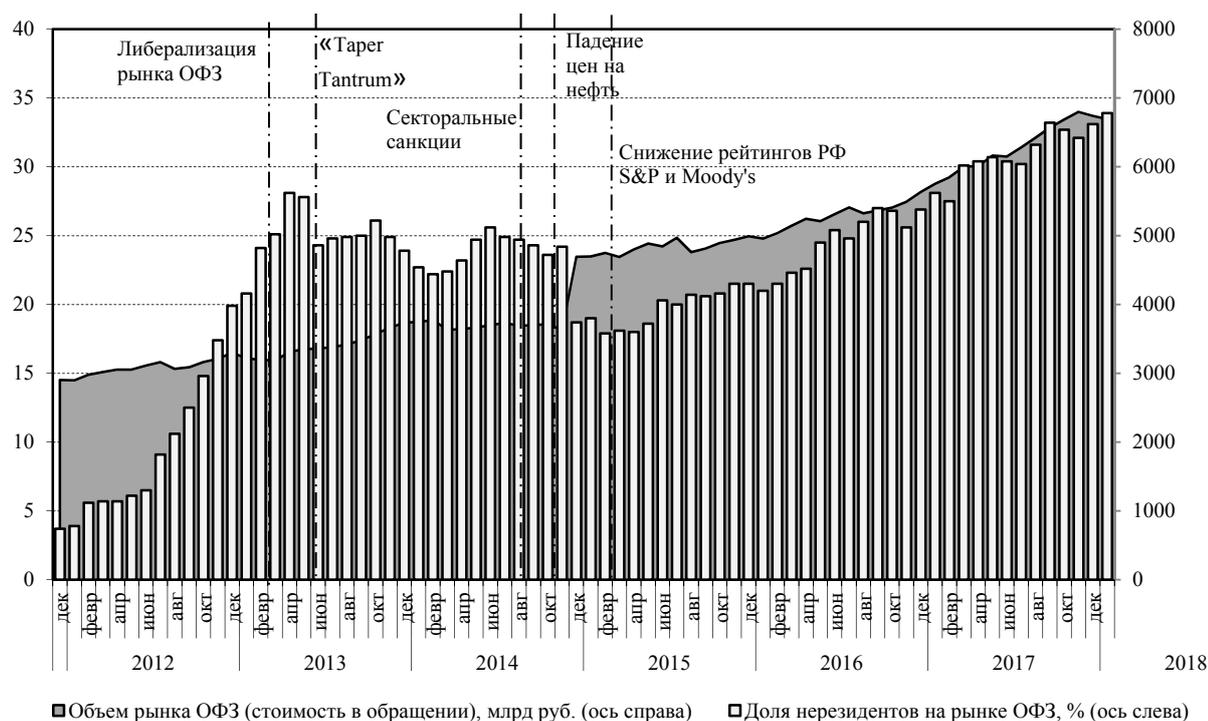


Рис. 40. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ<sup>1</sup> с февраля 2012 г. по январь 2018 г.

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

Таким образом, в условиях умеренного участия на внутреннем рынке ОФЗ индивидуальных инвесторов, пенсионных накоплений и коллективных инвестиций, концентрации

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

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.

### 3.5. Срочный рынок

В 2017 г. продолжился начатый в марте 2016 г. спад торговой активности участников с контрактами, где базовыми являются фондовые активы (рис. 41).

Объем фьючерсных сделок снизился со 109,5 трлн руб. в 2016 г. до 77,6 трлн руб. в 2017 г., или на 29,1%; количество контрактов уменьшилось с 1,89 млрд до 1,50 млрд, или на 20,6%; число сделок упало – с 341,2 млн до 254,1 млн, или на 25,5%. Достигнув пика в феврале 2016 г., далее характеристики биржевых оборотов с фьючерсами начали стремительно снижаться.

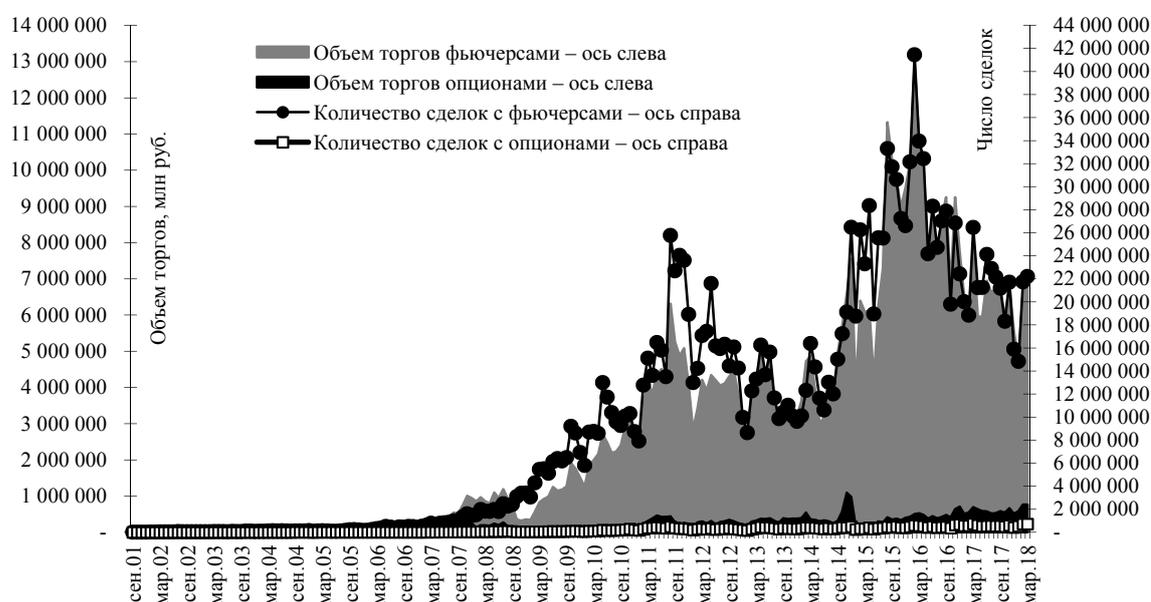


Рис. 41. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке Московской биржи с 1.09.2001 г. по 31.03.2018 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Основными факторами снижения торговой активности участников на фьючерсном рынке с базисными фондовыми активами с марта 2016 г. стали стабилизация рубля и рост российских фондовых индексов в 2016 г., их стагнация в 2017 г., 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, вступившие в силу с октября 2016 г. и снизившие

привлекательность операций на срочном рынке для участников высокочастотной торговли<sup>1</sup>.

В отличие от фьючерсного рынка, рынку опционных контрактов на фондовые активы в 2017 г., как и 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. и до 6,9 трлн руб. в 2017 г., или соответственно на 47,9 и 18,9%; количество контрактов увеличилось с 53,7 млн до 72,5 млн и затем до 83,7 млн, или на 35,0 и 15,4%; число сделок – с 4,9 млн до 6,1 млн и затем до 6,7 млн, или на 22,9 и 10,2%.

Под влиянием стабилизации валютного курса, роста доходности фондовых индексов и волатильности цен на товарные активы структура фьючерсного рынка Московской биржи в 2016–2017 гг. сдвинулась в пользу сделок с товарными активами и фондовыми индексами при сокращении доли сделок с валютой (рис. 42). Особенно сильно выросла доля сделок с товарными активами, что было обусловлено ростом спроса на фьючерсы на нефть марки Brent, медь, сахар и драгоценные металлы.

В структуре сделок на фьючерсном рынке доля сделок с индексными инструментами выросла с 19,3% в 2015 г. до 28,6% в марте 2018 г., сделок с фондовыми инструментами – с 3,0 до 5,7%, сделок с товарными активами – с 5,8 до 21,6%. Соответственно доля объемов торгов фьючерсами с валютными инструментами сократилась с 71,9 до 43,2%. В 2016–2017 гг. по-прежнему не пользовались спросом фьючерсные контракты на процентные инструменты.

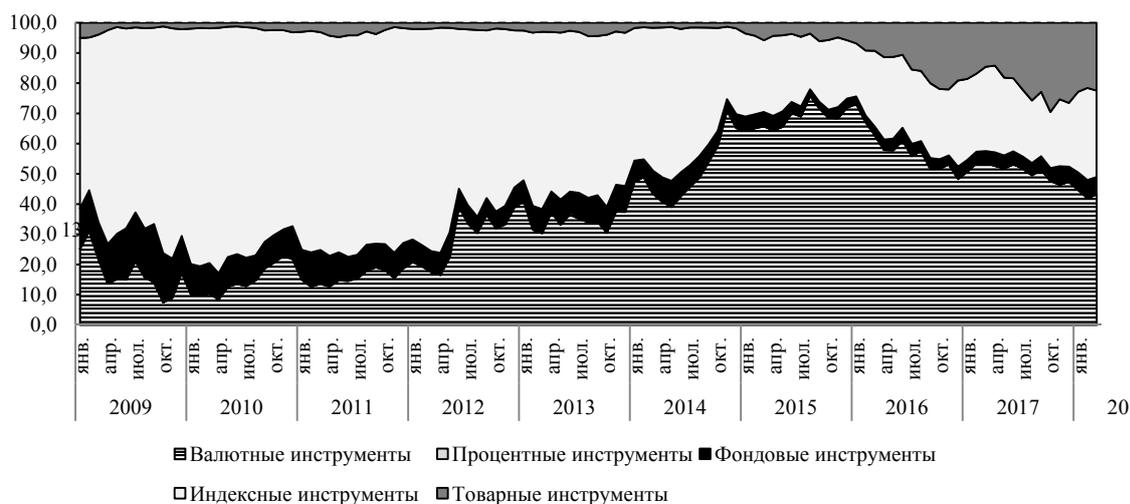


Рис. 42. Структура фьючерсного рынка Московской биржи с января 2009 г. по март 2018 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Перечисленные выше факторы в 2016–2017 гг. повлияли и на структуру биржевых опционных сделок (рис. 43). В структуре сделок с опционами доля сделок с индексными инструментами выросла с 50,7% в 2015 г. до 71,6% в марте 2018 г., сделок с товарными активами – с 0,6 до 2,6%. Наоборот, за тот же период доля объемов торгов опционами с

<sup>1</sup> Месропян М. Денежный октябрь // Ведомости. 6 ноября 2016 г.

валютными инструментами сократилась с 46,0 до 25,4%, доля сделок с фондовыми инструментами – с 2,7 до 0,5%.

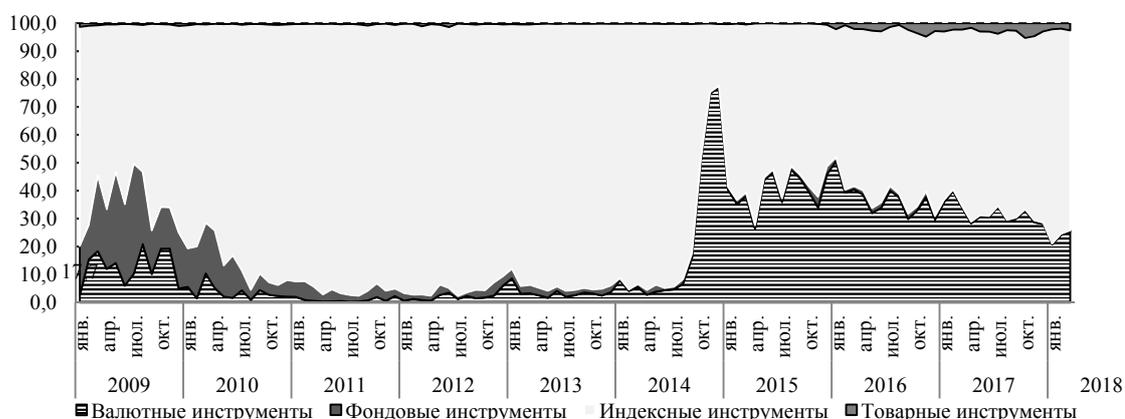
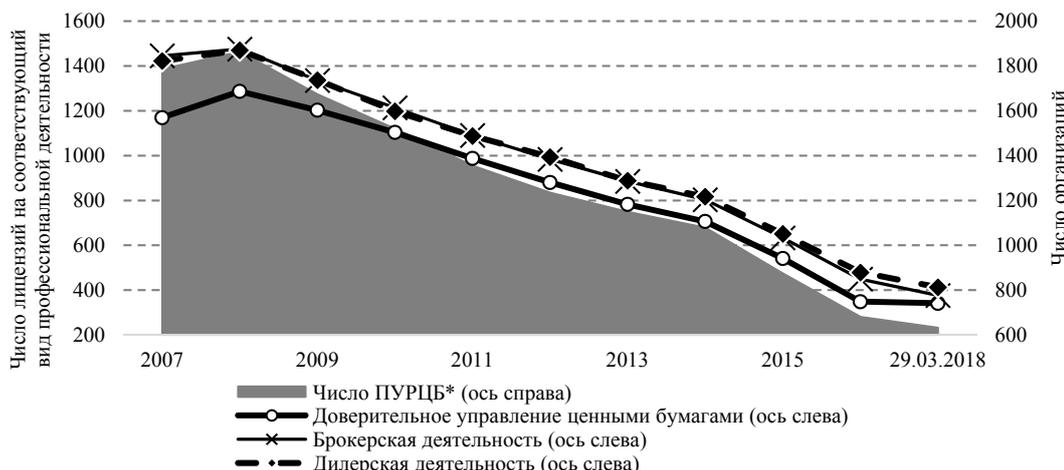


Рис. 43. Структура рынка опционов Московской биржи с января 2009 г. по март 2018 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

### 3.6. Финансовые посредники и биржевая инфраструктура

Недостаточные темпы развития внутреннего фондового рынка в сочетании с ужесточением условий регулирования деятельности финансовых посредников неизбежно ведут к сокращению численности профессиональных участников рынка ценных бумаг (рис. 44). Число участников, имеющих лицензию на право осуществления брокерской деятельности, сократилось с 449 в 2016 г. до 376 в марте 2018 г., или на 16,3%. За 10 лет, прошедших после 2007 г., количество действующих брокерских лицензий в 2016 г. составило всего 26,0% к количеству лицензий в предкризисном 2007 г.



\* По состоянию на III квартал 2017 г.

Рис. 44. Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и количество профессиональных участников рынка ценных бумаг

Источник: расчеты автора по данным Банка России и Росстата.

Число участников, имеющих лицензию на право осуществления деятельности по доверительному управлению ценными бумагами, сократилось с 348 в 2016 г. до 341 в марте 2017 г., или на 2,0%. В 2016 г. количество действующих лицензий на доверительное управление ценными бумагами составило всего 29,2% к количеству лицензий в 2007 г.

Всего же число профессиональных участников рынка ценных бумаг в III квартале 2017 г. сократилось до 632 по сравнению с 681 организацией в 2016 г., или на 7,2%. Количество профессиональных участников рынка ценных бумаг в III квартале 2017 г. составило всего 35,4% к числу указанных организаций в 2007 г.

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 рынках. Консолидация позволила сконцентрировать всю ликвидность на счетах участников торгов, предназначенную для совершения сделок на рынках государственных и корпоративных ценных бумаг, а также на срочном и валютном рынках в единой расчетной и торговой системах. Диверсификация объединенной 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. 10* 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% – российским участникам биржевых торгов и иным резидентам. В 2017 г. при доле государственных структур в размере 43,1% доля нерезидентов выросла до 56,5%. При этом основной проблемой структуры собственности биржи является отсутствие в числе ее собственников частных российских финансовых посредников, на которых, как было показано выше (см. *рис. 17, 32*), приходится основной оборот сделок с финансовыми инструментами на бирже.

Таблица 10

**Структура акционеров российских бирж до и после объединения, %**

	До реорганизации бирж по состоянию на 2011		После объединения бирж на 01.02.2012	2013	2014	2015	2016	2017
	ОАО «РТС»	ЗАО «ММВБ»						
Государство – всего	0,0	64,0	59,0	64,5	51,0	53,4	44,3	43,1
В том числе:								
Банк России	0,0	28,6	24,3	24,7	12,1	11,8	11,8	11,8
Сбербанк России	10*	7,5	10,4	9,8	10,0	10,0	10,0	10,0
Внешэкономбанк	0,0	10,5	8,7	8,0	8,4	8,4	8,4	8,4
Нерезиденты	0,0	0,0	0,0	14,9	25,9	36,0	52,3	56,5
Резиденты – частные лица	90,0	36,0	41,0	20,6	23,2	10,6	3,4	0,4
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Источник: расчеты автора на основе данных публичных источников информации. Доля Банка России, Сбербанка России и ВЭБа – по данным отчетов Московской биржи за ряд лет; доля государства и нерезидентов в 2013–2017 гг. – по данным Блумберга; доли участников фондовой биржи ОАО «РТС» – по данным отчета этой 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, сохраняющееся на относительно высоком уровне рефинансирование банковской системы, заморозка 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 4,0% в 2017 г. (табл. 11).

Таблица 11

### Структура рынка Московской биржи, %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Январь– февраль 2018
<b>Фондовый рынок</b>	<b>13,2</b>	<b>10,3</b>	<b>6,5</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>
В том числе:									
Акции, РДР и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	1,8	1,4	1,1	1,0	1,3
Облигации	5,2	3,7	3,4	3,3	1,9	1,6	1,7	3,0	4,1
вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,7	1,5	1,2	1,1	1,2	1,6
рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,3	0,4	0,6	1,7	2,5
<b>Валютно-денежный рынок</b>	<b>72,0</b>	<b>70,6</b>	<b>80,0</b>	<b>84,3</b>	<b>85,6</b>	<b>83,3</b>	<b>83,6</b>	<b>86,5</b>	<b>84,0</b>
В том числе:									
Денежный рынок	33,9	41,3	48,3	50,7	45,7	38,0	44,8	47,3	41,5
операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	47,9	42,0	33,2	40,4	43,1	33,5
кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,8	3,7	4,8	4,4	4,2	8,0
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	33,7	39,9	45,4	38,8	39,2	42,5
сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,4	13,6	15,1	12,6	8,8	9,5
сделки своп	20,1	13,4	15,0	21,3	26,3	30,3	26,2	30,3	33,0
<b>Срочный рынок</b>	<b>14,8</b>	<b>19,1</b>	<b>13,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>13,7</b>	<b>13,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>
<b>ПФИ</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0003</b>	<b>0,0002</b>	<b>0,0006</b>	<b>0,002</b>	<b>0,012</b>	<b>0,053</b>
<b>Товарный рынок</b>	<b>0,001</b>	<b>0,003</b>	<b>0,006</b>	<b>0,005</b>	<b>0,003</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>
<b>Всего</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Наоборот, доля валютно-денежного рынка (ВДР) выросла с 72,0% в 2010 г. до 86,5% в 2017 г. При этом за рассматриваемый период доля валютного рынка увеличилась с 38,1 до 39,2%, а денежного рынка – с 33,9 до 47,3%. 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 развитию сделок РЕПО с центральным контрагентом.

С января 2010 г. по февраль 2018 г. доля сделок с деривативами в объеме торгов сократилась с 14,8 до 9,5%. На это повлияли стабилизация курса рубля и инфляции, 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 ограничили торговую активность спекулятивных инвесторов. При этом по-прежнему на бирже не удается создать ликвидный рынок процентных деривативов.

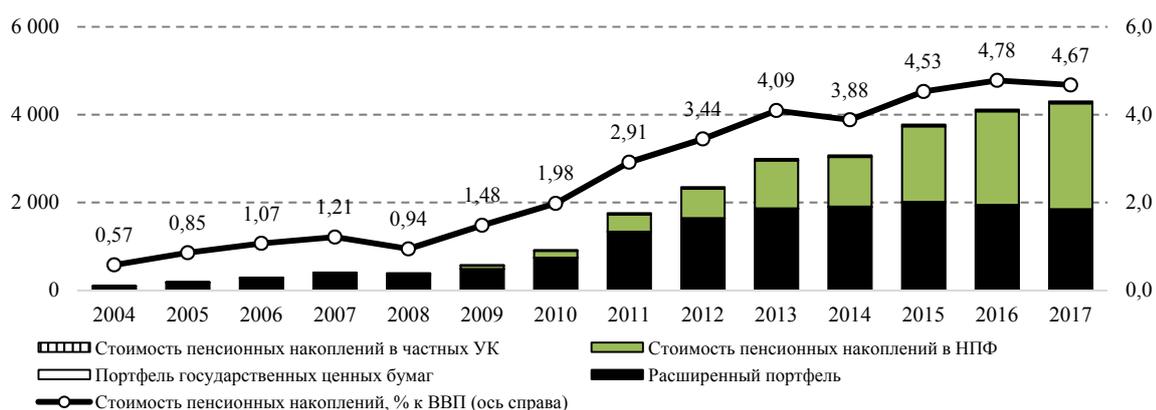
Создание объединенной биржи позволило сформировать на базе расчетной палаты ММВБ, расчетных депозитариев НДЦ и ДКК центральный депозитарий. В соответствии с Приказом ФСФР России от 6 ноября 2012 г. № 12-2761/ПЗ-И данный статус получила небанковская кредитная организация «Закрытое акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НРД). В 2017 г. собственный капитал НРД, рассчитанный в соответствии с требованиями Базеля III, составлял 8,9 млрд руб. по сравнению с 11,3 млрд руб. в 2015 г. (снижение на 21,2%). Стоимость ценных бумаг, находящихся на хранении в НРД, увеличилась с 31 трлн руб. в 2015 г. до 39 трлн руб. в 2017 г., т.е. возросла на 25,8%.

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 45,9 млрд руб. в 2016 г., или на 15,5%.

### 3.7. 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 2017 г. объем пенсионных накоплений НПФ составил 2,4 трлн руб., объем накоплений на счетах Пенсионного фонда России, управление которыми осуществляется государственной и частными управляющими компаниями, достиг 1,9 трлн руб. (рис. 45). С учетом заморозки пенсионных накоплений и восстановления роста ВВП доля пенсионных накоплений в ВВП впервые за долгие годы снизилась с 4,8% в 2016 г. до 4,7% в 2017 г.



**Примечание.** В 2017 г. стоимость пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ показана за 9 месяцев года.

Рис. 45. Состав пенсионных накоплений в 2004–2017 гг., млрд руб.

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

Как показано в *табл. 12*, почти за 10 лет – 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 11,4% в 2016 г. На рынке региональных облигаций данный показатель вырос соответственно с 2,0 до 10,1%. 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 бумагах и акциях российских эмитентов уровень участия накопительных портфелей НПФ пока не превышает 1,0%.

Таблица 12

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и депозиты в банках	0,01	0,14	0,54	0,71	1,67	4,25	5,27	4,24	3,94	2,74
Корпоративные облигации	0,82	0,92	1,12	2,56	5,11	5,43	7,66	6,72	10,12	11,42
Федеральные облигации	0,16	0,08	0,14	0,11	0,54	0,46	1,07	0,49	1,56	2,49
Региональные облигации	2,03	1,62	2,24	3,07	5,61	10,67	12,60	12,07	12,63	10,11
Акции	0,02	0,04	0,03	0,04	0,12	0,12	0,21	0,39	0,94	0,87

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), что отражено на *рис. 36*<sup>1</sup>. Стоимость чистых активов открытых ПИФов выросла со 110,2 млрд руб. в 2015 г. до 216,9 млрд руб. в 2017 г., или почти в 2 раза. Стоимость чистых активов интервальных ПИФов за тот же период, наоборот, уменьшилась с 23,1 млрд до 6,2 млрд руб., или на 73,2% (*рис. 46*).

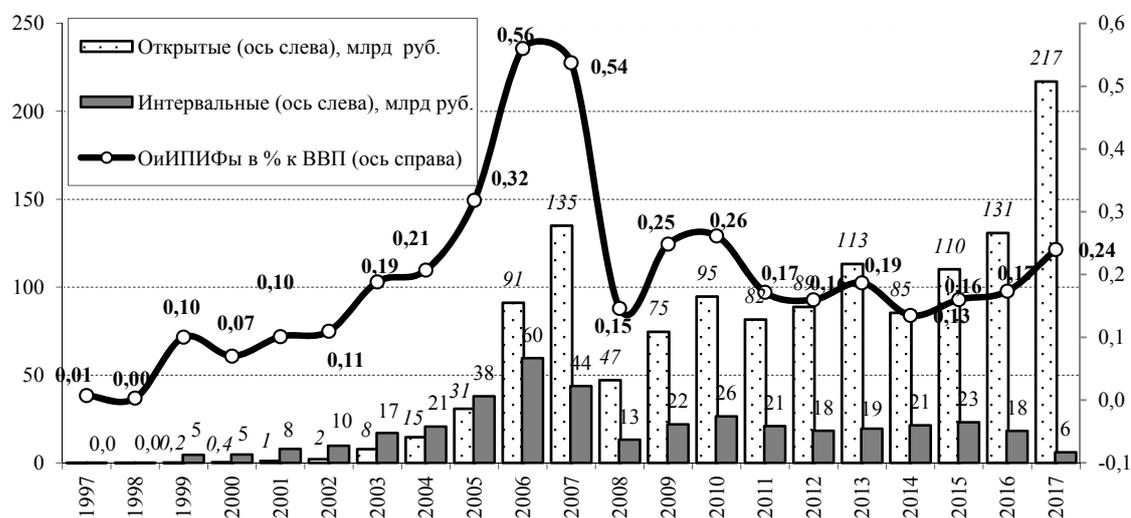


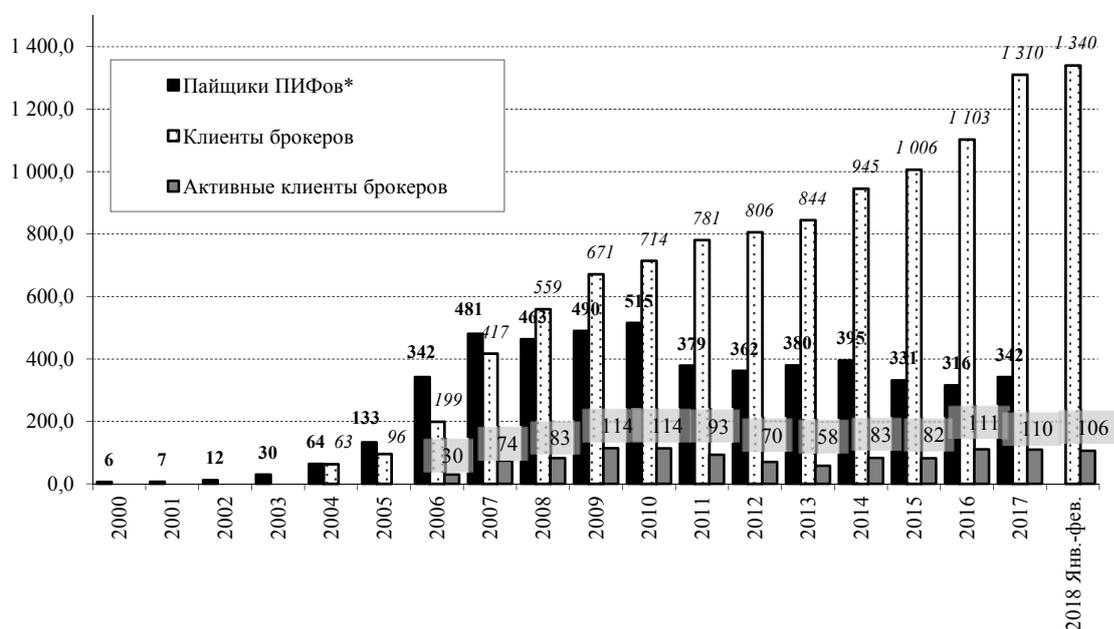
Рис. 46. Относительные и абсолютные размеры открытых и интервальных ПИФов

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

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

Однако 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. Пока так и не удалось создать эффективную систему маркетинга и продаж паев открытых и интервальных ПИФов.

На рис. 47 приведены данные о количестве счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и лицевых счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. С декабря 2016 г. по февраль 2018 г. общее количество счетов розничных клиентов брокеров на Московской бирже выросло с 1,10 млн до 1,34 млн, или на 21,5%. За это же время число активных счетов клиентов биржевых брокеров уменьшилось со 111 тыс. до 106 тыс., или на 4,5%. По оценкам агентства «Эксперт РА», число рыночных розничных инвесторов ПИФов уменьшилось с 316 тыс. в 2016 г. до 342 тыс. в 2017 г., или на 8,2%.



\* Данные за февраль 2018 г. отсутствуют.

Рис. 47. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

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

В 2017 г. заметно оживился рынок брокерских услуг для частных клиентов. Между такими крупнейшими брокерами, как БКС, «Финам», Сбербанк России и ВТБ, шла напряженная борьба за лидерство в привлечении частных клиентов (рис. 48). Благодаря взаимодействию в маркетинге новых клиентов с банком «Тинькофф» брокерская компания БКС, долгие годы занимавшая лишь четвертое место по привлечению клиентов, сумела по данному критерию обогнать конкурентов, включая крупные государственные банки. Число клиентов у данной компании выросло со 181,7 тыс. в декабре 2016 г. до 282,1 тыс. в феврале 2018 г., или на 55,2%. Данный случай интересен тем, что показывает большой потенциал роста бизнеса небанковских финансовых компаний даже в условиях медленного роста фондового рынка и тяжелого административного бремени со стороны регулятора.

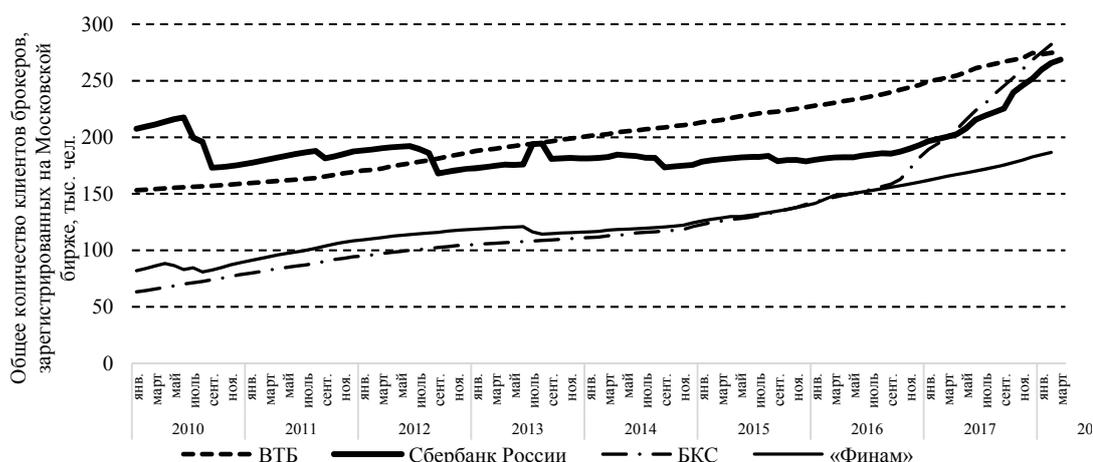


Рис. 48. Число зарегистрированных розничных клиентов у четырех крупнейших брокеров

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений в 2014–2017 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)<sup>1</sup>.

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 Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и Налоговым кодексом РФ с 1 января 2015 г. граждане получили право открывать у брокеров и доверительных управляющих ИИС с льготным налогообложением по НДФЛ. Данный счет может пополняться на сумму до 400 тыс. руб. в год<sup>2</sup>.

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

<sup>2</sup> Предполагается внесение в законодательство поправок об увеличении данной предельной суммы до 1 млн руб.

По данным Московской биржи, на конец февраля 2018 г. количество ИИС составило 317,3 тыс. по сравнению с 25,9 тыс. на конец мая 2015 г. (рис. 49). Меньше чем за три года количество ИИС увеличилось в 12,2 раза.

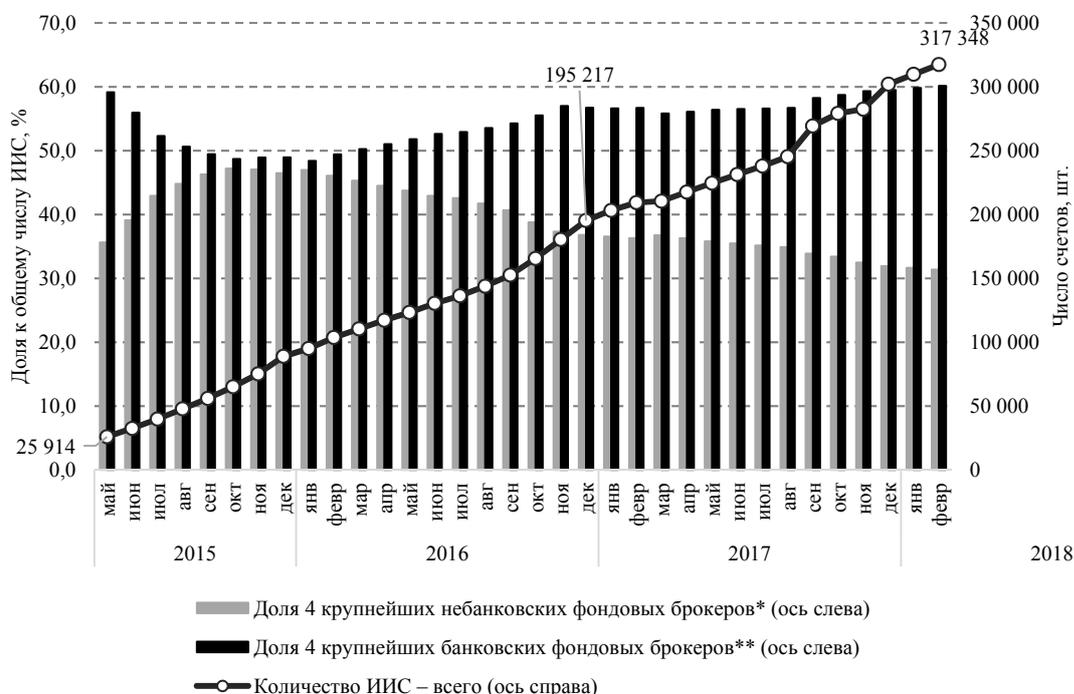


Рис. 49. Число индивидуальных инвестиционных счетов с мая 2015 г. по февраль 2018 г.

Источник: расчеты автора по данным Московской биржи.

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 и заморозка пенсионных накоплений не позволяют 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 исходя из индивидуальных особенностей экономик и эмитентов разных стран<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> 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. 2014. № 11.*

2017 г. был не вполне удачным с точки зрения привлечения на российский рынок акций средств иностранных инвестиционных фондов, потоки которых по разным странам учитывает аналитический ресурс EPFR. Если в 2016 г. чистый приток инвестиций фондов, специализирующихся на акциях российских компаний, составил 1,18 млрд долл., то по итогам 2017 г. был зафиксирован отток средств данных инвесторов из России в сумме 2,20 млрд долл.

Стоимость активов иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в российские акции, в 2017 г. составила 12,8 млрд долл. (рис. 50). Размеры фондов, инвестирующих в Россию (Russia – EMEA – Equity), были заметно меньше, чем фондов, инвестирующих в акции компаний из Китая, Индии, Бразилии и Южной Кореи. За 17 лет – с 2000 по 2017 г. – средняя доходность вложений в российские акции у иностранных фондов составила 12,5% годовых в долларах США, при том что среднегеометрическая доходность индекса РТС за этот период составила 13,1% годовых.

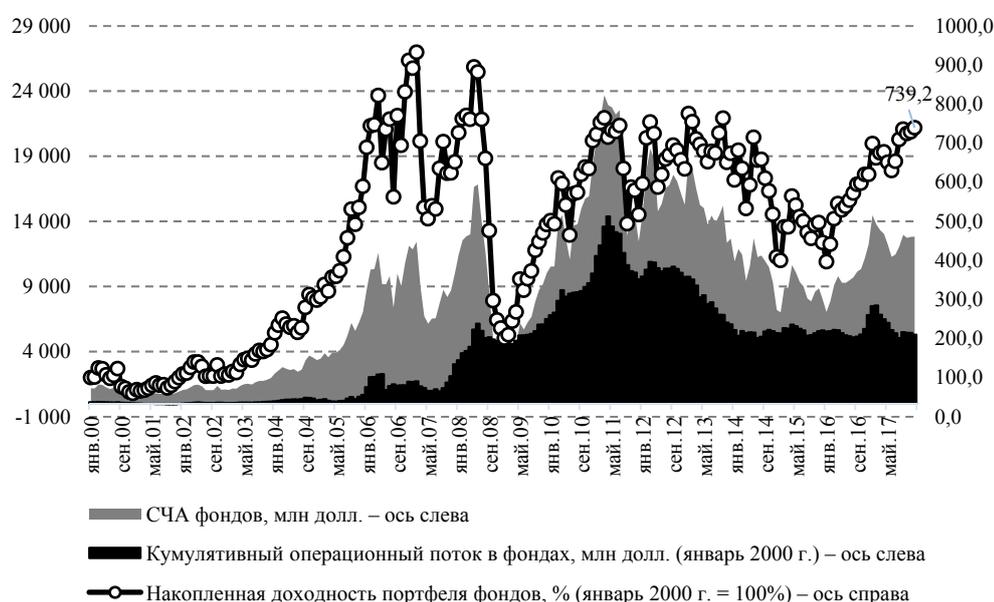


Рис. 50. Размеры, денежные потоки и накопленная доходность иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, с января 2000 г. по декабрь 2017 г.

Источник: расчеты автора по данным ресурса EPFR.

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 г. № 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 38-го в 2017 г. (рис. 51). Из стран – членов БРИКС Россия поднялась выше по рейтингу, чем Бразилия, ЮАР и Индия, уступив лишь Китаю.

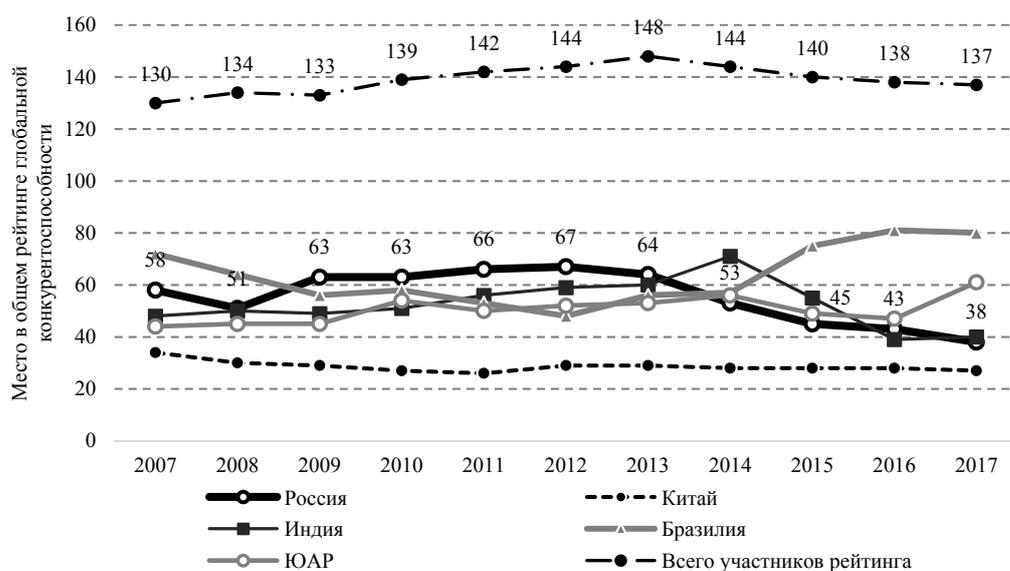


Рис. 51. Общий индекс конкурентоспособности стран БРИКС в соответствии с рейтингами глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума в 2007–2017 гг.

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

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 инвесторов<sup>1</sup>. 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 он принимал решения об инвестировании активов в тот 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. 13 анализируется динамика шести указанных характеристик инвестиционного климата стран – членов БРИКС по РГК ВЭФ за 11-летний период – с 2007 по 2017 г. Наиболее неблагоприятные оценки по РГК ВЭФ российская экономика традиционно получала по критериям оценки благоприятности инвестиционного климата и доступности финансовых ресурсов на внутреннем рынке, поэтому мы выделили именно данные факторы.

Если взять за основу оценки 2012 г., то можно констатировать, что по всем шести направлениям России удалось добиться улучшения оценок качества инвестиционного климата и доступности финансов (табл. 13 и рис. 52). Например, по критерию независимости правосудия Россия переместилась со 122-го места в 2012 г. на 90-е место в 2017 г. По оценкам соблюдения международных стандартов отчетности и аудита – со 123-го на

<sup>1</sup> Российская экономика в 2008 г. Тенденции и перспективы. Вып. 30. М.: ИЭПП, 2009. С. 513–516.

100-е, по соблюдению прав миноритарных инвесторов – со 140-го на 111-е, по потенциалу привлечения финансовых ресурсов на внутреннем рынке – с 100-го на 90-е и по надежности банковской системы – со 132-го на 121-е место. Наименьший прогресс был достигнут по вопросу оценки эффективности регулирования фондовых бирж. С 2012 г. здесь удалось переместиться со 114-го места лишь на 112-е. Вместе с тем, несмотря на заметное улучшение указанных выше рейтингов, можно предположить, что за 5 лет пока не удалось добиться принципиальных изменений инвестиционного климата и доступности финансовых ресурсов.

Таблица 13

**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	2017
<b>Независимость правосудия</b>											
Россия	106	109	116	115	123	122	119	109	108	95	90
Китай	82	69	62	62	63	66	57	60	67	56	46
Индия	26	43	37	41	51	45	40	50	64	54	53
Бразилия	89	68	78	76	71	71	65	76	92	79	59
ЮАР	23	30	38	44	35	27	22	24	24	16	36
<b>Правоприменение стандартов аудита и учета</b>											
Россия	95	108	119	116	120	123	107	106	102	103	100
Китай	102	86	72	61	61	72	80	82	80	68	71
Индия	27	30	27	45	51	44	52	102	95	64	69
Бразилия	63	60	70	64	49	42	31	41	70	72	58
ЮАР	6	4	2	1	1	1	1	1	1	1	30
<b>Защита прав миноритарных акционеров</b>											
Россия	125	128	127	132	135	140	132	118	116	116	111
Китай	114	94	71	66	60	68	75	67	71	48	38
Индия	27	33	36	55	62	52	52	76	69	37	42
Бразилия	46	42	59	64	49	37	26	35	78	94	62
ЮАР	13	13	9	6	3	2	1	2	3	1	30
<b>Финансирование экономики с помощью местного рынка</b>											
Россия	81	87	96	107	98	100	90	86	88	95	90
Китай	82	80	66	52	46	46	38	34	44	40	31
Индия	13	8	3	10	15	19	18	39	45	31	39
Бразилия	61	56	44	45	33	40	48	55	75	83	72
ЮАР	4	4	4	7	4	3	2	3	1	1	25
<b>Надежность банков</b>											
Россия	108	107	123	129	129	132	124	118	115	121	121
Китай	128	108	66	60	64	71	72	63	78	79	82
Индия	46	51	25	25	32	38	49	101	100	75	78
Бразилия	36	24	10	14	16	14	12	13	27	38	26
ЮАР	16	15	6	6	2	2	3	6	8	2	37
<b>Эффективность регулирования деятельности бирж</b>											
Россия	103	110	113	118	116	114	102	91	97	113	112
Китай	111	109	91	61	53	58	63	58	52	57	60
Индия	30	25	11	15	26	28	27	62	69	58	64
Бразилия	41	28	10	5	9	8	7	17	36	54	44
ЮАР	5	5	2	1	1	1	1	1	2	3	46

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

Кроме того, как показано на рис. 52, по всем шести характеристикам инвестиционного климата в 2007–2017 гг. Россия занимала значительно худшие места по сравнению с Бразилией, Индией, Китаем и ЮАР.

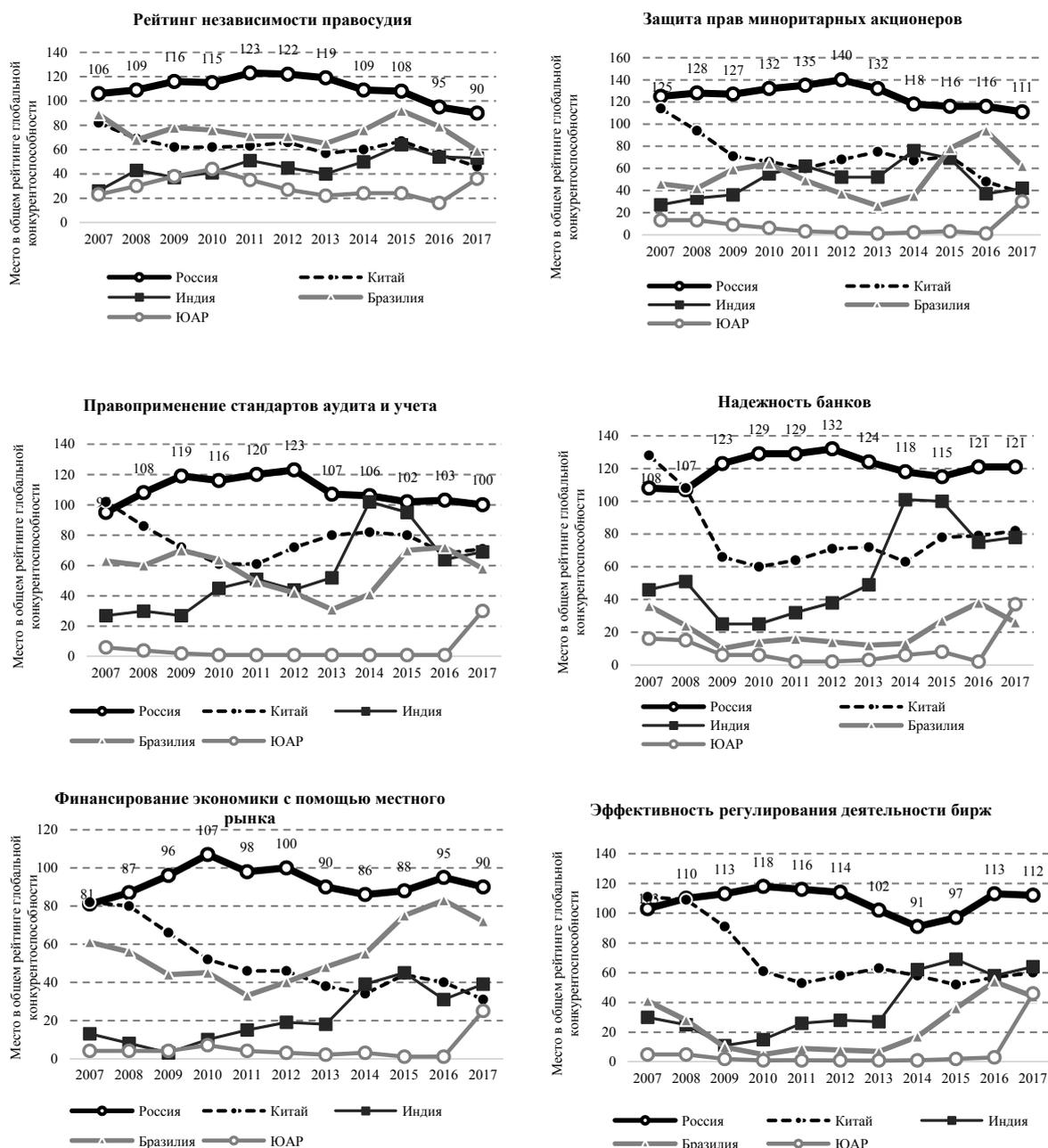


Рис. 52. Положение стран БРИКС в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума по ряду критериев, существенных для принятия решений консервативными портфельными инвесторами

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

### 3.8. Риски российского финансового рынка

В заключение остановимся на перечне наиболее существенных рисков российского фондового рынка на среднесрочную перспективу.

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 (рис. 53). 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 руб. за доллар по состоянию на 22 января 2016 г. до 57,11 руб. на 26 марта 2018 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.

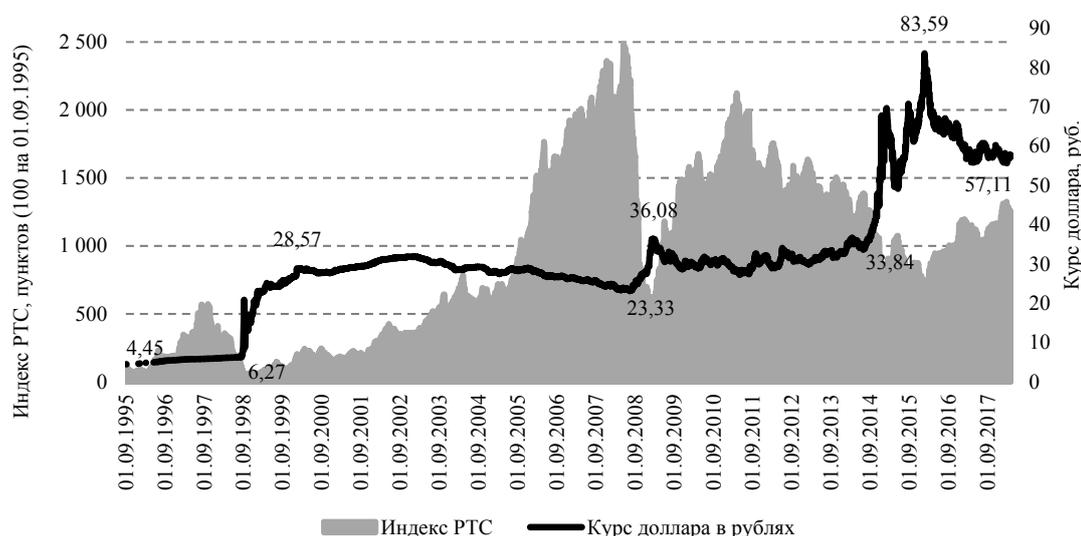


Рис. 53. Индекс РТС и валютный курс рубля за период с 1 сентября 1995 г. по 26 марта 2018 г.

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

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., приведенный на рис. 54, равен 0,8, 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.

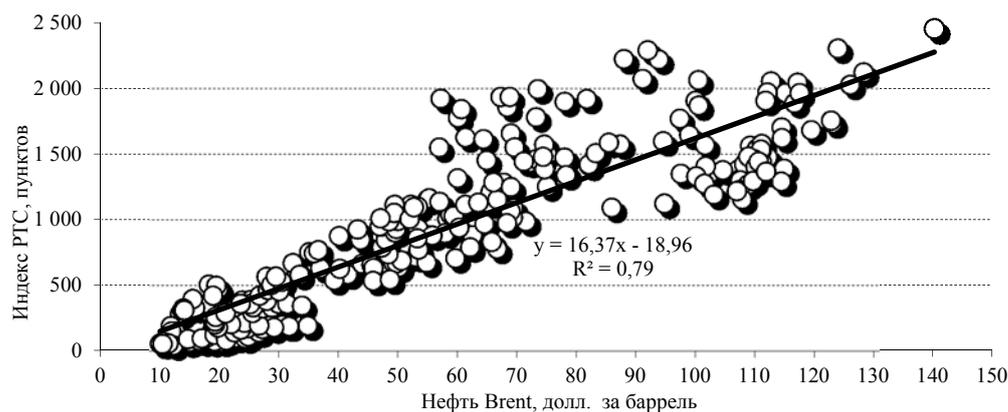


Рис. 54. Зависимость индекса РТС от цены на нефть сорта Brent с сентября 1995 г. по март 2018 г.

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

В настоящее время в России сложились относительно благоприятные условия для роста carry trade. Этому способствуют 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, включая резкое усиление волатильности курса национальной валюты и цен финансовых активов, а также кризис 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.

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 странах<sup>1</sup>.

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 2018 г. ускорился процесс повышения процентных ставок в США. Все это может повлиять на возобновление устойчивого оттока средств портфельных иностранных инвесторов с российского фондового рынка.

Существенные риски для финансового рынка сохраняют санкции, хотя их воздействие на поведение участников рынка имеет пока ограниченный характер. Основными

<sup>1</sup> Банк России. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки // Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Март 2017 г. № 2 (14). С. 38.

каналами влияния санкций на финансовый рынок являются ограничения объемов заимствования средств российскими компаниями, удорожание стоимости заемных ресурсов 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. Прилепского, 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.<sup>1</sup> По мнению министра финансов А. Силуанова, высказанному в конце 2014 г., от санкций в год Россия теряет около 40 млрд долл.<sup>2</sup>

В краткосрочной перспективе текущие санкции, ограничивающие заимствования ряда компаний на глобальных рынках, не оказывают серьезного влияния на внутренний финансовый рынок. Ставки заимствований на внутреннем рынке остаются на том же уровне, что и были до введения санкций. Кроме того, на значительную часть частных компаний они не распространяются, что позволяет этим компаниям занимать средства на рынке еврооблигаций. В большей мере санкции влияют на инвестиционную активность компаний, закупки оборудования и технологий за рубежом. Опасаясь их применения, многие крупные компании предпочитают отложить серьезные инвестиции и накапливать денежные средства на счетах банков.

В этом смысле санкции сдерживают инвестиционную активность бизнеса, что отрицательно влияет на экономический рост.

Тем не менее нельзя исключать риски резкого обострения финансовых санкций по мере нарастания конфликтных ситуаций в геополитике. В этом случае санкции могут приводить к финансовым шокам на уровне крупных компаний, в связи с чем необходимо разрабатывать дополнительные меры их поддержки в такой ситуации.

Таким образом, 2017 г. характеризовался стагнацией доходности акций российских компаний и благоприятными условиями для инвестирования в государственные и корпоративные облигации. На ситуацию с акциями негативное воздействие оказывали отток средств иностранных портфельных инвесторов и заморозка внутренних пенсионных накоплений. Драйверами роста облигационного рынка были низкие инфляция и ставки банковских депозитов на фоне значительного «денежного навеса» в экономике и появления интереса населения к государственным и корпоративным облигациям. Население «распробовало» привлекательность индивидуальных счетов и отдельных инструментов коллективных инвестиций, главным образом ПИФов облигаций.

Доходность выпусков государственных и корпоративных облигаций стабилизировалась на уровне ниже докризисного 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 посредни-

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

<sup>2</sup> Волкова О. Контрсанкции против санкций: что хуже // РБК Daily. 21 марта 2016 г. С. 4.

ков. Существенным ограничителем роста фондового рынка оставалась заморозка пенсионных накоплений и неопределенность их судьбы. 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 конкурентной среды на внутреннем фондовом рынке.

### 3.9. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований<sup>1</sup>

#### 3.9.1. Динамика развития рынка

По итогам 2017 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с дефицитом в размере 61,5 млрд руб. или 0,07% ВВП (табл. 14).

Для сравнения: в 2016 г. размер дефицита консолидированного регионального бюджета и бюджетов территориальных государственных внебюджетных фондов составлял всего лишь 303,5 млн руб.

Для сравнения: 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.

Таблица 14

**Отношение профицита (дефицита) консолидированного  
регионального и региональных бюджетов к бюджетным расходам  
в 2007–2017 гг., %**

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
2017	-0,5	-0,2
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.

В 2017 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом в 15,5 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 29,5 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения – с профицитом в 0,5 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с дефицитом в 5,4 млрд

<sup>1</sup> Автор раздела: А. Шадрин, Минэкономразвития России, Институт Гайдара.

руб., бюджеты городских и сельских поселений – с дефицитом в 1,0 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с дефицитом в 9,6 млрд руб. (табл. 15).

Таблица 15

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов к бюджетным расходам в 2007–2017 гг., %**

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
2017	1,9	-1,6	-0,4	-0,3
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.

По состоянию на 1 января 2018 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 59 субъектах РФ и г. Байконур (в 2016 г. – в 58 регионах). Суммарный объем дефицита составил 194,8 млрд руб., или 2,4% от доходной части их бюджетов (в 2016 г. – 198,0 млрд руб., или 3,1% от доходной части бюджетов регионов, имеющих дефицит).

Медианный уровень бюджетного дефицита составил 3,5% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Республике Мордовия – 21,4%, Томской области – 7,8%, Орловской области – 7,7%. Более 21,8% суммарного дефицита консолидированных бюджетов регионов или более 42,5 млрд руб. пришлось на Санкт-Петербург, около 8,9% или более 17,3 млрд руб. – на Ханты-Мансийский АО (табл. 16).

Таблица 16

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации в 2017 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, %	Чистые заимствования к дефициту (профициту), %
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Центральный федеральный округ</b>							
Белгородская область	110,9	-1,1	-1,0	11,6	0,0	11,6	0,8
Брянская область	72,9	-2,0	-2,8	9,2	-1,8	10,9	62,5
Владимирская область	78,0	-0,9	-1,1	4,5	0,0	4,5	-0,9
Воронежская область	135,3	-5,7	-4,2	65,7	-1,6	67,2	36,9
Ивановская область	48,4	0,5	1,1	38,9	0,0	39,0	-3,7

*Продолжение таблицы 16*

1	2	3	4	5	6	7	8
Тверская область	80,2	-1,9	-2,4	21,6	-0,4	22,0	16,8
Калужская область	78,8	-0,7	-0,9	14,8	0,2	14,6	-20,0
Костромская область	35,0	2,7	7,8	118,4	4,3	114,1	55,0
Курская область	70,8	-0,9	-1,3	42,0	0,2	41,8	-15,0
Липецкая область	75,9	-1,6	-2,2	5,4	-1,1	6,5	51,7
Московская область	690,1	16,5	2,4	10,9	0,1	10,8	4,0
Орловская область	41,2	-3,2	-7,7	92,5	8,1	84,5	104,6
Рязанская область	69,7	-4,2	-6,0	29,9	-2,8	32,6	46,2
Смоленская область	54,2	-0,3	-0,5	75,1	-5,8	80,9	1 205,6
Тамбовская область	58,4	2,5	4,3	62,4	3,7	58,7	84,8
Тульская область	96,7	4,7	4,9	20,3	4,1	16,2	83,1
Ярославская область	82,4	2,8	3,5	81,4	1,5	80,0	42,0
г. Москва	2 291,0	3,4	0,1	0,0	-1,2	1,2	-803,5
г. Байконур	3,8	0,04	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Итого</b>	<b>4 173,8</b>	<b>17,0</b>	<b>0,4</b>	<b>12,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>13,3</b>	<b>-139,9</b>
<b>Северо-Западный федеральный округ</b>							
Республика Карелия	50,7	2,5	4,9	57,0	4,9	52,1	100,1
Республика Коми	97,3	-2,9	-2,9	91,3	-3,1	94,4	104,4
Архангельская область	101,3	1,5	1,5	111,5	0,0	111,5	0,6
Вологодская область	84,4	-6,9	-8,2	26,4	-6,1	32,6	74,7
Калининградская область	119,8	2,9	2,4	22,4	1,2	21,2	51,0
Ленинградская область	149,5	8,7	5,8	0,2	-1,0	1,2	-16,9
Мурманская область	86,2	0,6	0,7	68,1	-2,0	70,1	-286,7
Новгородская область	40,8	0,03	0,1	37,0	1,5	35,4	1 829,1
Псковская область	37,1	1,6	4,3	98,7	4,7	94,0	110,1
г. Санкт-Петербург	585,7	-42,5	-7,3	5,1	3,6	1,5	49,6
Ненецкий автономный округ	21,1	-0,7	-3,4	35,1	-1,3	36,4	38,2
<b>Итого</b>	<b>1 373,9</b>	<b>49,9</b>	<b>3,6</b>	<b>31,2</b>	<b>1,2</b>	<b>30,0</b>	<b>31,8</b>
<b>Южный федеральный округ</b>							
Республика Калмыкия	15,6	0,6	3,8	56,7	3,3	53,5	85,3
Краснодарский край	346,8	-17,5	-5,0	16,6	-3,4	20,0	67,5
Астраханская область	53,0	-1,8	-3,5	58,2	-3,4	61,6	96,9
Волгоградская область	130,7	1,5	1,1	77,5	0,0	77,5	-1,0
Ростовская область	229,7	-1,4	-0,6	9,4	-0,3	9,6	42,5
г. Севастополь	34,6	2,5	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Республика Крым	177,1	0,8	0,4	2,3	-0,5	2,8	-123,3
Республика Адыгея (Адыгея)	23,0	0,7	3,0	8,0	3,4	4,6	112,6
<b>Итого</b>	<b>1 010,6</b>	<b>-14,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>22,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>23,7</b>	<b>94,8</b>

*Продолжение таблицы 16*

1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Северо-Кавказский федеральный округ</b>							
Республика Дагестан	132,2	-3,6	-2,7	16,3	-2,7	19,0	98,7
Кабардино-Балкарская Республика	36,3	2,6	7,2	118,4	5,3	113,1	73,6
Республика Северная Осетия – Алания	34,2	0,3	0,9	25,2	0,7	24,5	78,2
Республика Ингушетия	26,9	-0,2	-0,7	20,9	-0,5	21,4	75,7
Ставропольский край	139,2	-0,4	-0,3	67,4	-0,8	68,2	290,3
Карачаево-Черкесская Республика	27,8	-0,08	-0,3	49,9	-0,2	50,2	78,0
Чеченская Республика	89,9	-0,4	-0,4	1,2	-0,8	1,9	174,4
<b>Итого</b>	<b>486,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>38,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>39,2</b>	<b>198,4</b>
<b>Приволжский федеральный округ</b>							
Республика Башкортостан	241,4	-11,7	-4,9	2,5	-1,8	4,4	38,0
Республика Марий Эл	36,9	-0,1	-0,4	46,8	0,0	46,8	1,7
Республика Мордовия	46,9	-10,1	-21,4	71,3	21,6	49,7	101,0
Республика Татарстан (Татарстан)	321,7	-13,5	-4,2	5,8	0,0	5,8	0,3
Удмуртская Республика	93,9	-0,2	-0,2	84,1	0,1	84,0	-45,6
Чувашская Республика (Чувашия)	63,4	0,5	0,8	20,1	-0,4	20,5	-51,7
Нижегородская область	205,2	3,8	1,9	98,9	-0,4	99,2	-19,5
Кировская область	71,6	0,09	0,1	64,3	0,7	63,7	553,0
Самарская область	211,1	0,4	0,2	26,1	-0,4	26,5	-221,4
Оренбургская область	112,7	1,0	0,9	32,7	-0,3	33,1	-39,8
Пензенская область	68,5	0,5	0,7	20,6	-0,8	21,4	-113,2
Пермский край	171,9	-0,5	-0,3	25,1	-1,8	26,9	612,9
Саратовская область	122,3	-0,7	-0,6	42,7	0,0	42,7	-5,4
Ульяновская область	69,8	2,8	4,1	53,2	2,7	50,6	65,6
<b>Итого</b>	<b>1 837,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>35,7</b>	<b>0,1</b>	<b>35,5</b>	<b>-30,3</b>
<b>Уральский федеральный округ</b>							
Курганская область	48,9	2,3	4,6	42,1	4,0	38,1	86,7
Свердловская область	307,0	1,5	0,5	38,6	1,1	37,5	221,9
Тюменская область	173,8	0,8	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0

*Окончание таблицы 16*

1	2	3	4	5	6	7	8
Челябинская область	212,8	-7,1	-3,3	5,8	-1,9	7,7	57,7
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	257,4	17,3	6,7	3,6	0,7	2,8	10,6
Ямало-Ненецкий автономный округ	196,7	-14,9	-7,6	0,6	-2,9	3,4	38,0
<b>Итого</b>	<b>1 196,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>13,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>13,7</b>	<b>1 957,5</b>
<b>Сибирский федеральный округ</b>							
Республика Бурятия	69,4	2,9	4,1	64,8	1,9	62,8	46,9
Республика Тыва	30,4	-0,4	-1,3	32,0	-1,4	33,4	106,4
Алтайский край	126,6	-2,1	-1,7	0,9	-1,0	1,9	58,7
Красноярский край	285,9	5,8	2,0	29,2	1,5	27,8	71,6
Иркутская область	196,8	0,5	0,2	7,6	0,0	7,6	-1,8
Кемеровская область	195,5	-20,7	-10,6	27,4	-3,1	30,5	29,7
Новосибирская область	184,5	0,008	0,0	72,8	0,6	72,1	13 722,5
Омская область	107,1	3,0	2,8	131,2	1,2	130,0	44,4
Томская область	78,6	-6,1	-7,8	84,4	3,5	81,0	44,7
Республика Алтай	21,1	-0,4	-2,1	8,5	-0,5	8,9	21,9
Республика Хакасия	36,2	2,1	5,7	83,4	5,6	77,9	98,2
Забайкальский край	72,5	2,1	2,9	54,4	2,8	51,6	97,0
<b>Итого</b>	<b>1 404,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>44,2</b>	<b>0,5</b>	<b>43,7</b>	<b>-573,1</b>
Республика Саха (Якутия)	225,8	8,4	3,7	11,6	2,4	9,2	64,0
Приморский край	147,3	-4,3	-2,9	5,3	-0,8	6,1	27,9
Хабаровский край	130,1	6,3	4,8	33,5	4,0	29,5	82,3
Амурская область	69,3	-0,5	-0,7	17,2	-4,1	21,3	619,1
Камчатский край	83,4	-0,8	-1,0	10,3	1,1	9,2	-112,4
Магаданская область	38,8	1,5	3,9	55,4	3,3	52,1	83,4
Сахалинская область	140,0	7,1	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Еврейская автономная область	13,0	0,8	6,0	52,0	2,8	49,2	46,4
Чукотский автономный округ	31,5	1,4	4,4	5,0	-2,5	7,5	-56,0
<b>Итого</b>	<b>879,4</b>	<b>20,0</b>	<b>2,3</b>	<b>14,6</b>	<b>0,9</b>	<b>13,6</b>	<b>41,6</b>
<b>Итого Российская Федерация</b>	<b>12 363, 2</b>	<b>61,5</b>	<b>0,5</b>	<b>23,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>23,9</b>	<b>-16,9</b>

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

С профицитом в 2017 г. был сведен консолидированный бюджет в 36 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 27 регионами в 2016 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 133,3 млрд руб., или 1,9% от величины

доходной части их бюджетов (в 2016 г. – 197,8 млрд руб., или 3,7% доходной части бюджетов). Медианное значение бюджетного профицита составило 1,8% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Кемеровской области – почти 10,8%, Вологодскую область – 8,2%. На Кемеровскую область в 2017 г. пришелся 15,5% суммарного профицита бюджетов регионов, сведенных с профицитом, на Краснодарский край – 13,2%, на Ямало-Ненецкий АО – 11,2%.

### 3.9.2. Структура заимствований субъектов Российской Федерации и муниципальных образований

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов РФ в 2017 г. сократился на 37,8 млрд руб., составив 2 315,4 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований увеличился на 3,6 млрд руб., составив 368,0 млрд руб. (табл. 17).

Таблица 17

#### Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований на 1 января 2017 и 2018 гг.

Виды долговых обязательств	Объем государственного долга субъекта Российской Федерации, млн руб.			Объем долга муниципальных образований, млн руб.		
	2018	2017	прирост/снижение 2018 к 2017, %	2018	2017	прирост/снижение 2018 к 2017, %
Государственные ценные бумаги	548 519,6	457 490,4	19,9	21 068,9	15 477,8	36,1
Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций	666 961,2	808 509,1	-17,5	241 222,1	226 809,6	6,4
Бюджетные кредиты от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	1 010 337,7	990 494,1	2,0	90 429,9	103 751,3	-12,8
Государственные гарантии	81 535,6	88 297,2	-7,7	15 253,2	18 255,9	-16,4
Иные долговые обязательства	8 050,3	8 400,5	-4,2	6,1	36,3	-83,3
<b>Всего</b>	<b>2 315 404,5</b>	<b>2 353 191,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>367 980,1</b>	<b>364 331,0</b>	<b>1,0</b>

Источник: расчеты автора на основе данных Минфина РФ.

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов в 2017 г. составил 2 939,6 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали: Нижегородская область – 202,8 млрд руб., Омская область – 140,5 млрд руб., Новосибирская область – 134,3 млрд руб., Свердловская область – 118,4 млрд руб., Архангельская область – 112,9 млрд руб., Волгоградская область – 101,4 млрд руб., Ставропольский край – 93,8 млрд руб.

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 7,3%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 39,9%, на заимствования в коммерческих банках и международных кредитных организациях – 52,8%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета был отрицательным и составил -10,4 млрд руб. Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Республика Мордовия – 21,6% и Орловская область – 8,1%.

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Санкт-Петербург – 21,1 млрд руб., Республика Мордовия – 10,2 млрд руб., Республика Саха (Якутия) – 5,4 млрд руб., Хабаровский край – 5,2 млрд руб.

Таблица 18

**Чистые заимствования региональных и местных бюджетов**

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Чистые заимствования субфедеральных и местных органов власти, в т. ч.	0,17	0,29	0,74	0,51	0,21	0,33	0,61	0,53	0,33	0,10	-0,01
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	0,02
субфедеральные (муниципальные) облигации	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04	0,11
прочие заимствования	0,10	0,09	0,17	0,07	0,17	0,26	0,43	0,30	0,13	-0,15	-0,14

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

За счет превышения объемов погашения ранее сделанных займов над вновь проводимыми накопленный долг в наибольшей степени сократили: г. Москва – на 27,1 млрд руб., Краснодарский край – на 11,8 млрд руб., Кемеровская обл. – на 6,1 млрд руб., Вологодская обл. – на 5,2 млрд руб.

**3.9.3. Внутренние облигационные займы**

В 2017 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 34 субъектов Федерации и 3 муниципальных образований (по сравнению с 25 регионами и 3 муниципалитетами, выпустившими облигации в 2016 г.). Проспекты эмиссии в Минфине России в 2017 г. зарегистрировали: Санкт-Петербург, Красноярский и Краснодарский края, республики Саха (Якутия), Коми, Карелия, Марий Эл, Чувашия, Карачаево-Черкесская Республика, Оренбургская, Самарская, Новосибирская, Белгородская, Ярославская, Тамбовская, Нижегородская, Свердловская, Томская, Калининградская, Иркутская, Волгоградская, Курская, Кемеровская, Магаданская, Саратовская, Московская, Ивановская, Орловская, Костромская, Омская, Ульяновская области, Ямало-Ненецкий АО, Ненецкий АО и Ханты-Мансийский автономный округ – Югра, города Нижний Новгород, Новосибирск и Томск.

В 2017 г. объем размещаемых облигаций, составил 215,3 млрд руб., увеличившись по сравнению с уровнем 2016 г. более чем на 34% в номинальном выражении. Таким образом, за год объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций увеличился с 0,19% ВВП до 0,23% ВВП (табл. 19).

Таблица 19

**Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, % ВВП**

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Выпуск	0,26	0,43	0,41	0,25	0,10	0,19	0,23	0,16	0,12	0,19	0,23
Погашение	0,18	0,26	0,16	0,18	0,21	0,13	0,12	0,17	0,13	0,15	0,13
Чистое финансирование	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04	0,11

Источник: расчеты автора по данным Минфина РФ.

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили: г. Санкт-Петербург – 30,1 млрд руб. или 14,0% от общего объема эмиссии ценных бумаг, Красноярский край – 17,8 млрд руб. или 8,3%, Нижегородская область – 17,0 млрд руб. или 7,9%.

Таким образом, на трех крупнейших эмитентов пришлось 30,2% от общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций (табл. 20).

Таблица 20

**Размещение субфедеральных и муниципальных  
ценных бумаг в 2017 г.**

Субъект Федерации	Объем эмиссии, млн руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
1	2	3	4
<b>Центральный федеральный округ</b>			
Белгородская область	4 000,0	1,9	31,0
Курская область	1 300,0	0,6	4,4
Московская область	12 500,0	5,8	16,7
Орловская область	5 000,0	2,3	13,1
Тамбовская область	6 500,0	3,0	17,8
Ярославская область	10 000,0	4,6	14,9
Белгородская область	4 000,0	1,9	31,0
<b>Северо-Западный федеральный округ</b>			
Республика Карелия	2 000,0	0,9	6,9
Республика Коми	10 000,0	4,6	11,2
Калининградская область	1 706,8	0,8	6,4
г. Санкт-Петербург	30 100,0	14,0	100,0
Ненецкий автономный округ	625,5	0,3	8,4
<b>Южный федеральный округ</b>			
Краснодарский край	10 000,0	4,6	17,4
Волгоградская область	10 000,0	4,6	9,9
<b>Северо-Кавказский федеральный округ</b>			
Карачаево-Черкесская Республика	1 748,6	0,8	12,6
<b>Приволжский федеральный округ</b>			
Республика Марий Эл	2 000,0	0,9	11,6
Нижегородская область	17 000,0	7,9	8,4
Самарская область	10 000,0	4,6	18,1
Оренбургская область	4 000,0	1,9	10,8
Саратовская область	5 000,0	2,3	9,6
Ульяновская область	5 000,0	2,3	13,5
<b>Уральский федеральный округ</b>			
Свердловская область	9 950,0	4,6	8,4
Ханты-Мансийский АО	7 000,0	3,3	76,4
Ямало-Ненецкий АО	1 000,1	0,5	90,9
<b>Сибирский федеральный округ</b>			
Красноярский край	17 800,0	8,3	21,3
Кемеровская область	9 000,0	4,2	16,8
Новосибирская область	10 000,0	4,6	7,4
Томская область	6 098,2	2,8	9,2
<b>Дальневосточный федеральный округ</b>			
Республика Саха (Якутия)	5 000,0	2,3	19,1
Магаданская область	1 000,0	0,5	4,6
<b>Российская Федерация – итого:</b>	<b>215 329,3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,3</b>

Источник: расчеты автора по данным Федерального казначейства.

Наиболее высокий уровень секьюритизации наблюдался у Санкт-Петербурга – 100% и Ямало-Ненецкого АО – 90,9%.

В 2017 г. объем размещаемых ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных образований превысил объем погашаемых ценных бумаг на 97,0 млрд руб., тогда как в 2016 г. – на 32,0 млрд руб. (табл. 21)

Таблица 21

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

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
<b>2017</b>			
Чистые заимствования	97,0	91,4	5,6
Привлечение средств	215,3	205,2	10,1
Погашение основной суммы задолженности	118,3	113,8	4,5
<b>2016</b>			
Чистые заимствования	32,0	26,7	5,3
Привлечение средств	160,5	153,6	6,8
Погашение основной суммы задолженности	128,5	126,9	1,6
<b>2015</b>			
Чистые заимствования	-5,8	-7,1	1,3
Привлечение средств	98,4	94,2	4,2
Погашение основной суммы задолженности	104,3	101,4	2,9
<b>2014</b>			
Чистые заимствования	-9,2	-7,4	-1,8
Привлечение средств	111,5	110,1	1,4
Погашение основной суммы задолженности	120,7	117,5	3,2
<b>2013</b>			
Чистые заимствования	77,6	75,4	2,2
Привлечение средств	154,6	149,6	5,0
Погашение основной суммы задолженности	77,0	74,2	2,8
<b>2012</b>			
Чистые заимствования	38,2	36,8	1,3
Привлечение средств	119,8	115,9	3,9
Погашение основной суммы задолженности	81,7	79,2	2,5
<b>2011</b>			
Чистые заимствования	-58,2	-57,1	-1,1
Привлечение средств	55,0	53,4	1,7
Погашение основной суммы задолженности	113,2	110,5	2,8
<b>2010</b>			
Чистые заимствования	29,8	28,6	1,2
Привлечение средств	111,1	105,8	5,2
Погашение основной суммы задолженности	81,3	77,2	-4,1
<b>2009</b>			
Чистые заимствования	95,5	97,9	-2,5
Привлечение средств	158,1	154,0	4,1
Погашение основной суммы задолженности	62,6	56,1	6,6
<b>2008</b>			
Чистые заимствования	68,9	73,0	-4,1
Привлечение средств	178,6	177,3	1,2
Погашение основной суммы задолженности	109,7	104,3	5,4
<b>2007</b>			
Чистые заимствования	25,9	23,7	2,2
Привлечение средств	84,2	79,9	4,3
Погашение основной суммы задолженности	58,3	56,2	2,1

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2017 г. (табл. 22).

Таблица 22

**Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2007–2017 гг.**

Эмитент	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Субъекты Федерации</b>											
Красноярский край	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
Томская обл.	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
Ярославская обл.	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Коми		*		*	*		*	*	*	*	*
Республика Карелия	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*
Новосибирская обл.	*						*	*		*	*
Омская обл.							*	*		*	*
Свердловская обл.				*	*	*		*		*	*
Ханты-Мансийский АО			*				*	*		*	*
Иркутская обл.	*	*	*			*			*	*	*
Московская обл.	*	*								*	*
Ямало-Ненецкий АО										*	*
Тамбовская обл.										*	*
Волгоградская обл.	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*
Краснодарский край	*			*		*			*		*
Республика Чувашия	*	*	*		*	*	*	*			*
Республика Марий Эл						*	*	*			*
Магаданская обл.							*	*			*
Кемеровская область							*				*
Ивановская обл.	*				*						*
Ульяновская обл.	*	*									*
Ненецкий АО											*
Курская обл.											*
Калининградская обл.											*
Саратовская обл.											*
Орловская обл.											*
Карачаево-Черкесская Республика											*
Удмуртская Республика	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Мордовия							*	*	*	*	*
Республика Хакасия				*		*	*	*	*	*	*
Ставропольский край		*			*	*	*	*		*	*
Тюменская обл.										*	*
Тверская обл.	*	*	*	*	*	*	*	*			*
Липецкая область	*	*				*	*	*			*
Воронежская область	*					*	*	*			*
Смоленская обл.							*	*			*
Ленинградская обл.							*	*			*
Республика Башкортостан	*				*	*	*	*	*		*
Тульская обл.						*	*	*	*		*
Костромская обл.	*				*		*				*
Москва		*	*	*			*				*
Калужская обл.	*	*			*	*					*
Вологодская обл.					*	*					*
Рязанская обл.				*		*					*
Республика Бурятия					*						*
Мурманская обл.				*							*
Пензенская обл.	*	*									*
Курганская обл.		*									*
Республика Калмыкия	*										*

Окончание таблицы 22

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Хабаровский край											
Кабардино-Балкарская Республика											
Брянская обл.											
Сахалинская обл.											
Приморский край											
<b>Муниципалитеты</b>											
Новосибирск				*	*	*	*	*	*	*	*
Томск	*	*		*		*		*	*	*	*
Нижний Новгород											*
Омск								*		*	
г.Волжский Волгоградской обл.								*			
Красноярск	*	*	*	*	*	*					
Казань	*		*	*	*						
Краснодар				*	*						
Уфа				*							
г. Электросталь Московской обл.	*		*								
Смоленск			*								
Липецк	*	*									
Магадан	*	*									
Братск		*									
Новороссийск		*									
Екатеринбург	*										
Клинский район Московской обл.	*										
Ногинский район Московской обл.	*										
Благовещенск	*										
Чебоксары	*										
г. Балашиха Московской обл.	*										
Одинцовский район Московской обл.											
Астрахань											
Брянск											
Воронеж											
г. Орехово-Зуево Московской обл.											
Ярославль											
Воронеж											
Южно-Сахалинск											
Новочебоксарск											
Ангарск											
Вурнарский район Чувашской Республики											
г. Шумерля Чувашской Республики											
Барнаул											
Пермь											
Кострома											
Архангельск											
Дзержинский											

Источник: Минфин РФ.

### 3.10. Российский банковский сектор<sup>1</sup>

#### 3.10.1. Основные показатели развития банковского сектора

В 2017 г. банковский сектор по основным показателям демонстрировал умеренную динамику развития. Объем активов увеличился за год на 6%, это чуть ниже темпа роста номинального объема ВВП России. Соотношение размеров банковских активов и годового ВВП второй год сохраняется на уровне 91–92% (рис. 55).

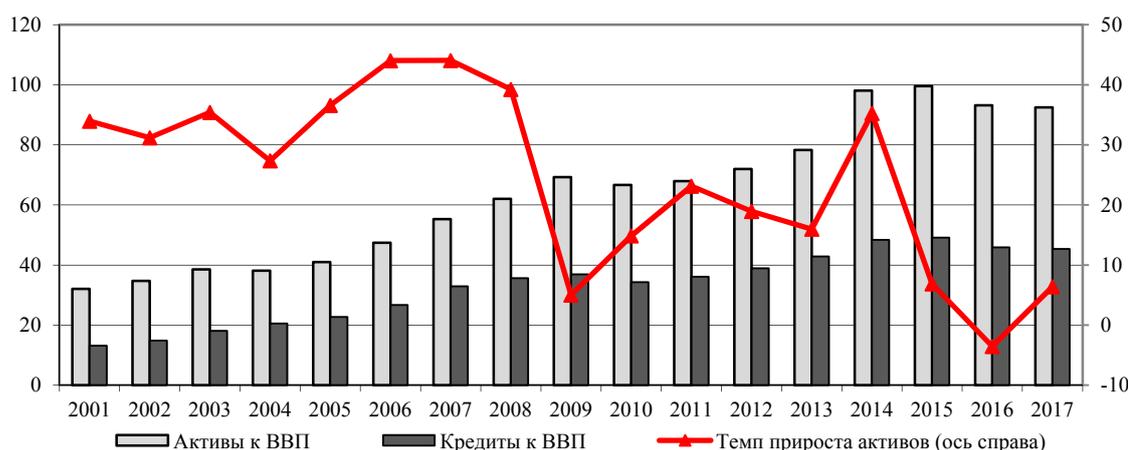


Рис. 55. Темп прироста банковских активов и сравнительные размеры банковского сектора и российской экономики, %

Источник: Банк России, ФСГС, оценки автора.

Количество действующих кредитных организаций за год сократилось на 56 – с 623 до 567. При этом очевидно замедлился процесс выведения с рынка банков, не соответствующих нормативным требованиям регулятора. Количество отозванных лицензий на осуществление банковских операций в 2017 г. составило 50, почти в два раза уменьшившись по сравнению с предыдущими годами – в 2015 и 2016 гг. отзывалось более 90 лицензий в год.

#### 3.10.2. Обновление регулирования процедур санации проблемных банков

Санация банка «Открытие» стала первым случаем применения нового механизма финансового оздоровления коммерческих банков, недавно введенного в действие. Новый механизм позволяет Банку России более эффективно контролировать расходование средств на санацию банков и может изменить баланс между отзывами лицензий и проведением финансового оздоровления в пользу последнего.

За вторую половину 2017 г. процедуры финансового оздоровления были начаты в отношении пяти банков, три из которых – «Открытие», Промсвязьбанк и Бинбанк – являлись крупнейшими российскими частными банками.

Весной 2017 г. были приняты поправки в федеральное законодательство, регулирующие процессы финансового оздоровления кредитных организаций.

<sup>1</sup> Автор раздела: М. Хромов, Институт Гайдара, ИПЭИ РАНХиГС.

С июня прошлого года вступили в действие новые законодательные нормы, закрепляющие альтернативный механизм проведения санации (финансового оздоровления) банков. Для этого Банк России формирует Фонд консолидации банковского сектора и создает управляющую компанию ФКБС, полностью подконтрольную Банку России. Основными целями изменения механизма санации провозглашаются сокращение расходов на санацию и усиление контроля над расходами. До настоящего времени санация банков осуществлялась при участии Агентства по страхованию вкладов (АСВ) в основном также за счет средств Банка России с привлечением банков-инвесторов, заинтересованных в развитии бизнеса санируемого банка. Однако зачастую средства, выделяемые на санацию, использовались банками-инвесторами в целях развития собственного бизнеса. Новый механизм санации исключает такую возможность до момента продажи санируемого банка. Таким образом, из цепочки финансовой поддержки санируемых банков исключаются два элемента – АСВ и банк-инвестор, которые заменяются на подконтрольную Банку России управляющую компанию.

Каковы же промежуточные итоги деятельности АСВ по проведению процедур финансового оздоровления российских банков? По состоянию на 1 августа 2017 г. Агентство по страхованию вкладов участвовало в финансовом оздоровлении 26 банков. Еще для 20 банков к этому моменту процедуры санации завершились. В основном результатом завершения санации становилось присоединение санируемого банка к банку-инвестору. По итогам 1-го полугодия 2017 г. размер финансирования Агентством по страхованию вкладов процедур финансового оздоровления банков превысил 1,2 трлн руб. Большая часть этих средств – 1,14 трлн руб. – была получена от Банка России на возвратной основе в виде кредитов. При этом фактические сроки этих кредитов могут оказаться весьма продолжительными. Возврат обязательств АСВ перед Банком России в рамках проводимых процедур санации в настоящее время отстает от получения новых займов. За 1-е полугодие 2017 г. задолженность АСВ выросла более чем на 70 млрд руб. И это в условиях, когда новые процедуры финансового оздоровления в отношении банков практически не начинались. За 2016 г. – 1-ю половину 2017 г. таких банков было только два, в отношении одного из них (банк «Пересвет») уже был предварительно введен мораторий на возмещение требований кредиторов, т.е. с точки зрения системы страхования вкладов произошел страховой случай.

При этом необходимо помнить, что финансирование процедур санации – не единственный канал кредитования АСВ Банком России. Основная деятельность агентства – собственно, страхование вкладов граждан в банках и обеспечение бесперебойных выплат вкладчикам закрытых банков – убыточна. Собственные средства Фонда обязательного страхования вкладов закончились еще летом 2015 г. Дефицит системы страхования вкладов в настоящее время покрывается за счет кредита Банка России, кредитный лимит по которому постоянно обновляется. По итогам 1-го полугодия 2017 г. действующий договор между АСВ и Банком России подразумевает выделение 820 млрд руб., из них было получено 657 млрд руб. За полгода объем фактически выделенных средств Банка России на поддержку системы страхования вкладов составил около 108 млрд руб.

Сопоставление этих двух статей финансирования АСВ со стороны Банка России важно по той причине, что, очевидно, его результаты могут являться одним из критериев при принятии решения об отзыве лицензии у банка или при попытке восстановления его жизнеспособности. Пока Фонд обязательного страхования вкладов справлялся с финан-

сированием выплат вкладчикам, принятие решения о санации конкретного банка, особенно достаточно крупного, могло быть одним из способов продлить бездефицитное функционирование системы страхования вкладов. В рамках нового механизма санации Банк России должен будет осуществлять лучший контроль за расходованием средств в рамках финансового оздоровления проблемных банков, следовательно, может быть оправдано предположение, что санация станет более предпочтительным инструментом регулирования, чем отзыв лицензии в неоднозначных случаях.

29 августа 2017 г. Банк России принял решение о реализации мер, направленных на повышение финансовой устойчивости ФК «Открытие». Таким образом, банк ФК «Открытие» стал первым банком, в отношении которого применен новый механизм санации буквально через пару недель после вступления в действие нормативных актов Банка России, уточняющих порядок действия норм федерального законодательства. Точный объем необходимой поддержки пока не озвучен, но очевидно, что ее размеры могут значительно превзойти величину финансирования Банком России процедур санации в 1-м полугодии 2017 г. До сих пор наиболее масштабным проектом финансового оздоровления остается Банк Москвы, на который в 2011 г. было выделено почти 300 млрд руб. У «Открытия» есть все шансы превзойти этот планку.

С одной стороны, можно сказать, что в результате этой операции де-факто одним частным игроком на банковском рынке становится меньше до тех пор, пока пакет «Открытия» не будет продан на открытом аукционе. До этого момента санируемый банк будет находиться под управлением регулятора и его стратегия развития будет подчинена действиям регулятора. Это, безусловно, окажет сильное воздействие на рынок – последние два года «Открытие» было крупнейшим частным банком. С другой стороны, попытка спасти крупнейший частный банк выглядит, скорее, как шаг в сторону поддержки конкуренции на банковском рынке в долгосрочной перспективе. В случае отзыва лицензии у «Открытия» большая часть средств вкладчиков, несомненно, досталась бы крупнейшим госбанкам.

Негативным сигналом в этой ситуации, безусловно, является фактическое закрепление на российском банковском рынке концепции «too big to fail». Вспомним кризис ликвидности 2004 г. Тогда Альфа-банк, будучи на тот момент крупнейшим частным банком, столкнулся с ситуацией резкого оттока вкладчиков. Система страхования вкладов на тот момент еще не действовала. Чтобы предотвратить панику среди клиентов и компенсировать потери ликвидности, собственникам пришлось в срочном порядке поддерживать банк в дееспособном состоянии за счет своих средств. У собственников «Открытия» в 2017 г., видимо, не было средств и стимулов поддерживать банк. Однако его клиенты получили сигнал от регулятора, что их деньги сохранятся независимо от качества управления банком и желания его собственников поддерживать жизнеспособность банка. Это, безусловно, позитивный факт для клиентов «Открытия», но крайне негативный с точки зрения управления рисками финансовой системы в будущем.

### 3.10.3. Финансовый результат банковского сектора

Прибыль банковского сектора перестала расти из-за выявления масштабных убытков в банках, проходящих процедуры финансового оздоровления. Среди прочих банков, продолжающих функционировать в штатном режиме, большая часть прибыли продолжает аккумулироваться в крупнейших госбанках. Кроме того, доходность регулярных банковских операций остается весьма волатильной.

По итогам 2017 г. балансовая прибыль банковского сектора составила 790 млрд руб., что на 15% ниже, чем годом ранее. Рентабельность активов (ROA) в годовом выражении снизилась с 1,1 до 1,0%, а рентабельность собственного капитала – с 13,2 до 10,4%.

Как мы отмечали год назад, уровень рентабельности банковского сектора остается весьма низким по сравнению с докризисным периодом 2011–2012 гг. и особенно с периодом 2005–2007 гг., когда российский банковский сектор обладал наибольшей инвестиционной привлекательностью.

По итогам трех кварталов прошедшего года рекордсменами по убыткам стали 4 банка: ФК «Открытие» (убыток -279,3 млрд руб.), «Рост банк» (-82,8 млрд), «Траст»<sup>1</sup> (-72,9 млрд) и Бинбанк (-31,9 млрд). Всего по данным банкам убыток составил 466 млрд руб. Эти же банки стали убыточными и по итогам года в целом, однако с момента начала процедур санации Банк России перестал открывать их отчетность. Кроме того, в декабре процедура финансового оздоровления была инициирована в отношении еще одного крупного частного банка – Промсвязьбанка. Его финансовый результат по итогам 2017 г. также оказался отрицательным.

Убытки этих банков связаны с тем, что при введении временной администрации (обязательная процедура в процессе финансового оздоровления) значительный объем активов переводится в категории с более высоким уровнем риска, что требует срочного увеличения резервов на возможные потери по этим активам. Соответственно, возрастают расходы банков на формирование резервов, что отражается на их финансовом результате. До начала процедуры финансового оздоровления банки, как правило, демонстрируют вполне удовлетворительные финансовые результаты.

Так, банк ФК «Открытие», санация которого началась 29 августа 2017 г., отчитался о прибыли в 7,1 млрд руб. по итогам июля 2017 г., в августе в нем уже были зафиксированы убытки в размере 31,8 млрд руб. И основной отрицательный финансовый результат в размере 254,5 млрд руб. пришелся на сентябрь.

Бинбанк и «Рост банк», в отношении которых процедуры финансового оздоровления начались 20 сентября 2017 г., официально считались прибыльными даже по итогам августа (2,1 и 1,3 млрд руб. соответственно), а уже в сентябре у них были зафиксированы значительные убытки.

Банк «Траст» с начала процедуры санации в декабре 2014 г. раскрывал свою отчетность нерегулярно. Вероятно, его финансовые результаты были отрицательными на протяжении всего периода финансового оздоровления. Так, по итогам трех кварталов 2016 г. банк продемонстрировал убытки в размере 9,6 млрд руб.

Следствием того, что на прибыль банковского сектора в целом значительное влияние оказали результаты проблемных банков, стал существенный рост расходов на формирование резервов на возможные потери. За три квартала 2017 г. такие резервы увеличились на 605 млрд руб., в том числе на 370 млрд руб. только за сентябрь 2017 г. Годом ранее рост резервов составил 361 млрд руб. за три квартала в целом.

Прибыль банковского сектора, связанная с переоценкой счетов в иностранной валюте, за три квартала 2017 г. оказалась равной нулю, тогда как за аналогичный период 2016 г. банки в целом потеряли на курсовой динамике 42 млрд руб. (рис. 5б).

---

<sup>1</sup> В отношении банка «Траст» процедура финансового оздоровления началась еще в 2014 г. при активном участии ФК «Открытие». Эта аффилированность позволяет нам отнести «Траст» к группе банков, в отношении которых санация началась в III квартале 2017 г.

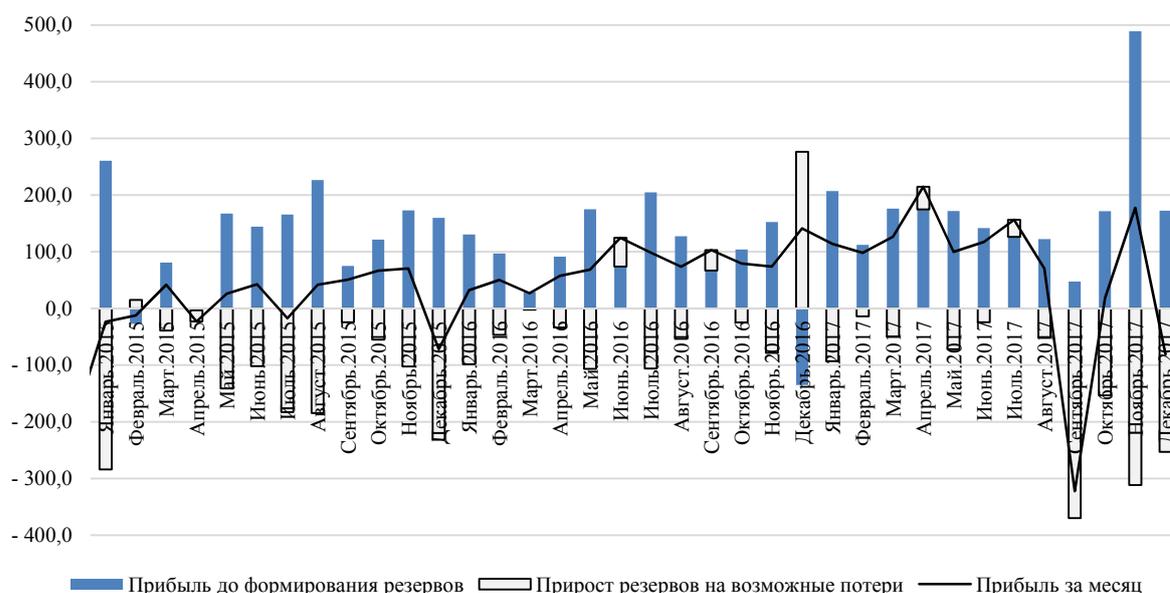


Рис. 56. Основные компоненты прибыли банков, млрд руб.

Источник: Банк России, оценки автора.

Таким образом, прибыль от регулярных банковских операций составила в 2017 г. 1279 млрд руб., что на 28% выше, чем годом ранее (996 млрд руб.). Это можно было бы считать позитивным сигналом, если бы не то обстоятельство, что прибыль от регулярных банковских операций остается весьма волатильной. За аналогичный период в 2015 г. этот показатель был выше, чем за три квартала 2016 г. А на протяжении 9 месяцев 2017 г. ее объем менялся от 207 млрд руб. в январе 2017 г. до 47 млрд руб. в сентябре.

Резкое изменение показателей банков, переходящих на режим санации, свидетельствует о том, что проблемы этих банков зрели уже давно. Вполне обоснованно сделать вывод о том, что отчетность таких банков непосредственно перед началом процедуры финансового оздоровления была значительно лучше реального положения дел. Исходя из этого с определенным скепсисом следует относиться и к показателям других банков. Возможности Банка России как регулятора банковского рынка по контролю за финансовым положением большинства банков де-факто оказываются ограниченными.

Как видим, нестабильность финансового результата российского банковского сектора тесно связана с его высокой концентрацией, когда показатели нескольких – даже не самых крупных – банков могут оказывать существенное влияние на показатели всего банковского сектора. Без учета четырех наиболее убыточных банков прибыль оставшихся банков в январе – сентябре 2017 г. – к моменту фиксации основных убытков в санлируемых банках, достигла 1141 млрд руб., что на 80% больше, чем за соответствующий период 2016 г.

Другим аспектом такой концентрации является сохранение высокой доли госбанков. Так, на четыре крупнейших госбанка (Сбербанк, ВТБ, ВТБ 24 и Газпромбанк) за три квартала 2017 г. пришлось 675 млрд руб. прибыли. Таким образом, можно утверждать, что вся прибыль банковского сектора была получена госбанками. Высокая доля госбанков в прибыли банковского сектора закрепляет их лидирующее положение на банковском рынке. Аккумулируя большее количество финансовых ресурсов для формирования

собственного капитала, эти банки имеют больший потенциал для развития по сравнению с частными банками. Получается своего рода замкнутый круг. Низкая рентабельность частных банков снижает интерес их собственников к наращиванию собственного капитала, в результате закрепляется их подчиненное положение по отношению к государственному сегменту банковского сектора.

#### 3.10.4. Взаимодействие банков и домашних хозяйств

Восстановление потребительского кредитования обеспечило как рост расходов на конечное потребление, так и стабильность сбережений домашних хозяйств в условиях продолжающегося снижения реальных доходов населения. Однако в долгосрочной перспективе это создает угрозы как для стабильности финансового положения домашних хозяйств, так и для ресурсной базы банковского сектора.

В 2017 г. бюджеты домашних хозяйств формировались на фоне продолжающейся стагнации реальных доходов. За 2017 г. номинальный объем денежных доходов вырос на 2,5%, однако в реальном выражении денежные доходы населения оказались на 1,1% ниже, чем годом ранее. Реальные располагаемые доходы домашних хозяйств за тот же период сократились еще сильнее – на 1,7%.

Несмотря на слабый рост денежных доходов в номинальном выражении, расходы на конечное потребление выросли как в номинальном, так и в реальном выражении. Номинальный объем потребления увеличился на 5,3%, заметно обогнав темп роста доходов. Рост расходов на конечное потребление в реальном выражении в 2017 г. составил 1,1%. Доля расходов на конечное потребление в общем объеме денежных доходов населения за 2017 г. составила 72,3%, что на 2,0 п.п. выше, чем в 2016 г.

Динамика сбережений домашних хозяйств в 2017 г. была разнонаправленной для их различных компонент. Банковские вклады населения в 2017 г. выросли на 1,9 трлн руб., что на 18,2% меньше, чем за предшествующий 2016 г. Тогда сбережения на банковских счетах и депозитах физических лиц выросли на 2,3 трлн руб. Соответствующим образом сократилась и доля доходов домашних хозяйств, направленная на пополнение банковских счетов, – с 4,3% в 2016 г. до 3,4% в 2017 г.

Снижение притока средств населения в банки коснулось как рублевых вкладов, так и счетов и депозитов в иностранной валюте. Однако в большей степени этот процесс затронул инвалютные банковские вклады. Так, приток средств домашних хозяйств на рублевые счета и депозиты в российских банках за 2017 г. составил 2,3 трлн руб., практически не изменившись по сравнению с 2016 г. Динамика вкладов в иностранной валюте (с поправкой на курсовую переоценку) и в 2016 г. уже была близкой к нулю. За 2016 г. увеличение валютных вкладов составило в рублевом эквиваленте 52 млрд руб. В 2017 г. наблюдался заметный отток средств с инвалютных банковских вкладов. За год сокращение составило 388 млрд руб. в рублевом эквиваленте (это более 7% от совокупной величины счетов и депозитов населения в российских банках в иностранной валюте).

На фоне замедления притока средств физических лиц в банки ускорился рост наличных денег в обороте, причем как в национальной, так и в иностранной валюте. Денежный агрегат М0 (наличные деньги вне банковской системы) вырос за 2017 г. на 731 млрд руб., что на 54% выше, чем в 2016 г.

Объем наличной иностранной валюты в 2017 г. также заметно вырос – на 11,8 млрд долл. Годом ранее вложения в наличную иностранную валюту были почти на 60% ниже – около 7,5 млрд долл. Однако, на наш взгляд, вывод о значительном росте

валютизации делать преждевременно. Большая часть прироста наличной иностранной валюты вызвана отмеченным выше сокращением валютных вкладов в банках. Суммарные вложения в иностранную валюту (в наличной и безналичной форме) в 2017 г. оказались заметно ниже, чем годом ранее. В рублевом эквиваленте в 2017 г. в валютные активы было направлено 175 млрд руб., тогда как в 2016 г. – 577 млрд руб., т.е. в 3,2 раза больше.

Повышение привлекательности наличных денег по сравнению с банковскими вкладами, очевидно, вызвано устойчивым снижением доходности банковских депозитов. Так, для депозитов в рублях на срок до 1 года средняя ставка снизилась с 7,1% годовых в 2016 г. до 6,0% годовых в 2017 г. Для рублевых депозитов на срок свыше года снижение было еще более сильным – с 8,6 до 7,0% годовых.

Доходность депозитов в иностранной валюте также существенно упала. Если в 2016 г. депозиты в долларах США могли приносить доход в размере 1,2–2,1% годовых, то в 2017 г. – уже лишь 0,7–1,4% годовых. Доходность депозитов в евро также снизилась, практически достигнув нулевых значений. Так, в 2017 г. средняя доходность для депозитов в европейской валюте на срок до 1 года составляла всего 0,3% годовых по сравнению с 0,7% годовых в 2016 г.

В условиях низкой доходности банковских вкладов для населения фактически нет разницы, держать иностранную валюту в наличной или безналичной форме. Однако, выбирая наличную форму сбережений в иностранной валюте, вкладчик избегает рисков, связанных с российской банковской системой, в первую очередь риска отзыва банковской лицензии и необходимости повторно приобретать иностранную валюту, теряя на разнице обменных курсов. Поскольку возмещение по вкладам осуществляется в рублях.

Для рублевых вкладов эффект снижения процентной ставки оказался менее значимым. Но и в этом сегменте сбережений население в целом стало менее мотивированным держать деньги на банковских счетах, предпочитая более ликвидные наличные деньги.

Тем не менее общий объем сбережений домашних хозяйств в банковских вкладах и в наличных деньгах на конец 2017 г. вырос на 9,2% – с 34,4 до 37,7 трлн руб.

Главным же фактором, обеспечившим как рост потребления домашних хозяйств в 2017 г., так и сохранение динамики сбережений, стало восстановление банковского кредитования.

Задолженность физических лиц по банковским кредитам за 2017 г. увеличилась на 1,4 трлн руб., что почти в 8 раз больше, чем годом ранее (177 млрд руб.). По отношению к денежным доходам домашних хозяйств прирост кредитной задолженности возрос с 0,3% в 2016 г. до 2,5% в 2017 г.

Основной вклад в рост кредитного портфеля внесло потребительское кредитование. На этом сегменте кредитного рынка продолжительное падение объемов задолженности сменилось ростом в марте 2017 г. В результате за 2017 г. рост долга домашних хозяйств перед банками по потребительскому кредитованию составил 0,68 трлн руб. после падения на 0,34 трлн руб. в 2016 г.

Кредитование покупок жилья также демонстрирует положительную динамику. За год задолженность населения по этому виду кредитов выросла также на 0,68 трлн руб. против 0,52 трлн руб. в 2016 г.

В ближайшей перспективе сложившаяся ситуация с финансами домашних хозяйств и взаимодействием населения с банками представляется крайне неустойчивой.

Во-первых, как было показано выше, рост потребления и даже стабильность сбережений домашних хозяйств обеспечены ростом заемных средств, а не увеличением доходов. Этот источник благосостояния населения может рассматриваться лишь как временный. Любой полученный кредит в долгосрочной перспективе приводит к уменьшению номинального объема располагаемых финансовых ресурсов домашних хозяйств на величину процентных платежей. Это означает, что при отсутствии стабильного роста денежных доходов неизбежно наступит период активного рефинансирования кредитной задолженности. Вероятно, уже сейчас идут эти процессы, стимулируемые снижением кредитных ставок. Однако снижение ставок имеет свои пределы, и крайне важно как для заемщиков, так и для кредиторов, чтобы к моменту прекращения снижения процентной ставки российская экономика смогла бы выйти на траекторию устойчивого экономического роста, чтобы обеспечить и значимый рост реальных доходов населения.

Во-вторых, в течение почти всего 2017 г. население перестало быть чистым кредитором банковского сектора – прирост кредитной задолженности оказался выше притока средств вкладчиков. Ситуация исправилась только в декабре, когда традиционно банковские вклады испытывают значительный рост в силу действия сезонных факторов. Однако в целом такая тенденция означает для банков потерю одного из наиболее стабильных источников своих пассивов. В условиях сниженных объемов внешних займов следствием такой ситуации станет продолжение стагнации корпоративного кредитования, которое является менее доходным по сравнению с розничным.

### 3.10.5. Банковский кредит как основной источник финансирования нефинансового сектора российской экономики

Корпоративное кредитование в 2017 г. демонстрировало признаки оживления. Номинальные объемы предоставления банками новых кредитов корпоративным заемщикам близки к докризисным максимумам, но по отношению к объемам экономической деятельности кредитование остается на пониженном уровне. Качество кредитных портфелей в связи с санацией крупнейших банков пока не дает оснований для положительных оценок.

За 2017 г. банки предоставили корпоративным заемщикам новых кредитов в объеме 38,4 трлн руб., что на 8,1% больше, чем годом ранее. При этом 2017 г. пока не стал рекордным по объему выдачи новых кредитов, результаты 2014 г. были чуть выше в номинальном выражении – 38,53 трлн руб.

Рост кредитного рынка в 2017 г. был обеспечен увеличением кредитования как в национальной, так и в иностранной валюте. За год банки выдали 34,8 трлн руб. в национальной валюте, что на 7,5% выше уровня прошлого года. Рост кредитования в иностранной валюте оказался гораздо более внушительным. За 2017 г. рост кредитования в иностранной валюте составил 29,4% в рублевом выражении и 8,1% в долларом.

Однако доля валютного кредитования остается небольшой. В 2017 г. было выдано кредитов на 62 млрд долл., или 3,6 трлн руб. в рублевом эквиваленте, что составляет менее 10% общего объема кредитования.

Восстановление кредитного рынка наблюдается не только в номинальных величинах, но, что более важно, и относительно размеров экономической активности. За 2017 г. отношение выданных новых кредитов к обороту организаций составило 25,1% по сравнению с 24,2% годом ранее. Однако в отличие от номинальных объемов кредитования, где

докризисный уровень уже был преодолен, по соотношению кредитования и экономической активности текущее состояние кредитного рынка еще далеко от прежних максимумов. По итогам 2013 г. это соотношение достигало 30,4% (рис. 57).

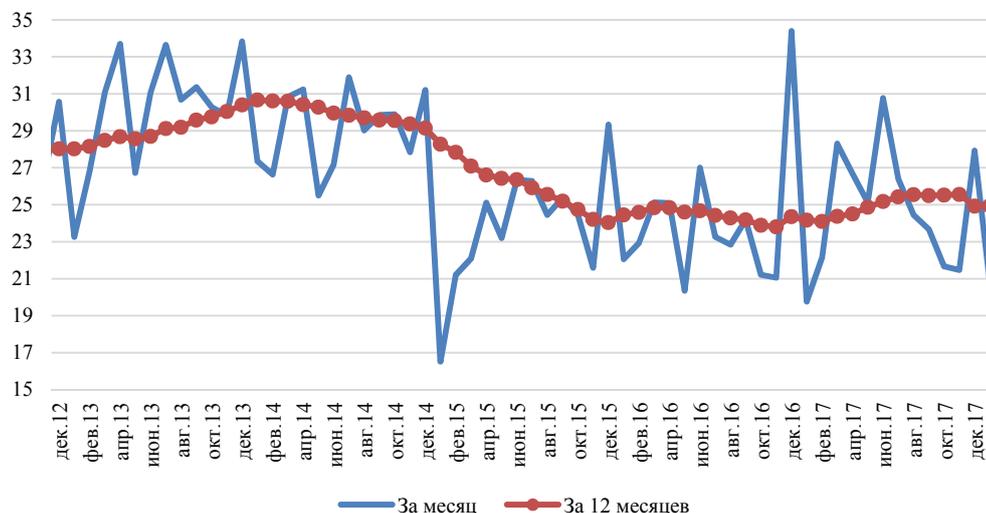


Рис. 57. Отношение предоставленных банками кредитов корпоративных заемщиков и оборота организаций, %

Источник: Банк России, ФСГС, расчеты автора.

Рост выдачи новых кредитов закономерным образом ведет к ускорению роста кредитной задолженности корпоративных клиентов перед банками. За 2017 г. ее величина выросла на 4,9% с поправкой на переоценку кредитов в иностранной валюте, тогда как в целом за 2016 г. кредитная задолженность сократилась на 0,1% (рис. 58).

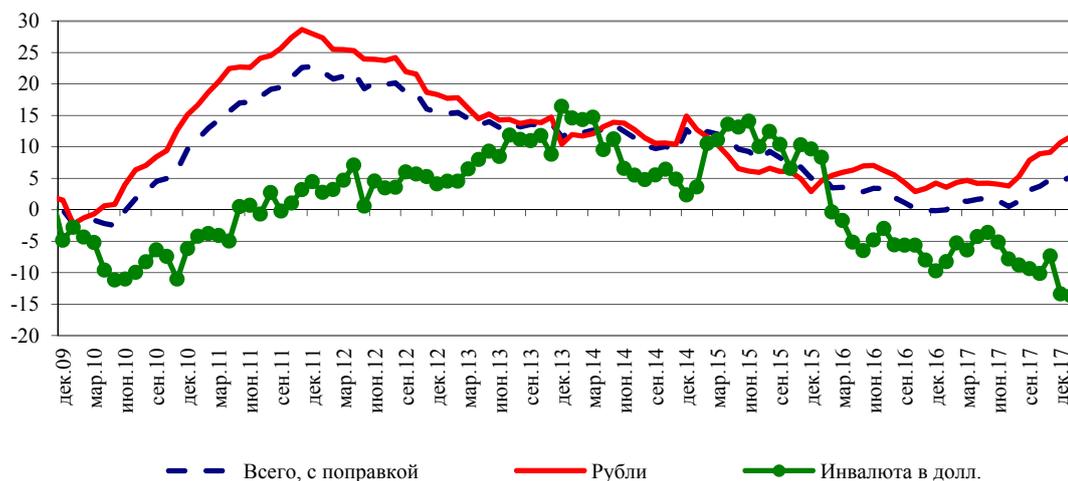


Рис. 58. Темп роста задолженности корпоративных заемщиков перед банками за 12 месяцев, %

Источник: Банк России, расчеты автора.

Текущее состояние качества корпоративного кредитного портфеля пока не позволяет говорить о значимых улучшениях. За 2017 г. доля просроченных кредитов в общем объеме кредитной задолженности корпоративных заемщиков перед банками сократилась лишь на 0,2 п.п. – с 6,1% по состоянию на 1 января 2017 г. до 5,9% по состоянию на 1 января 2018 г.

Валютные компоненты просроченной задолженности демонстрировали различную динамику. Доля просроченных кредитов в рублях в общем объеме рублевых кредитов корпоративным заемщикам снизилась на 0,5 п.п. в течение 2017 г., тогда как для кредитов в иностранной валюте такое сокращение составило лишь 0,1 п.п. Вероятно, это объясняется общей нисходящей динамикой валютного долга, на фоне которого доля «плохих» долгов в иностранной валюте становится более значимой.

Возобновление роста отношения резервов на возможные потери к общему объему кредитной задолженности, связанное с санацией крупнейших банков, дополнительно ухудшает показатели качества кредитного портфеля (рис. 59). Скорее всего, эта проблема может быть решена только хирургическим способом – путем выноса проблемных кредитов за баланс saniруемых банков, например, через образование банка или фонда «плохих» долгов и перенос на его баланс всех неработающих активов saniруемых банков.

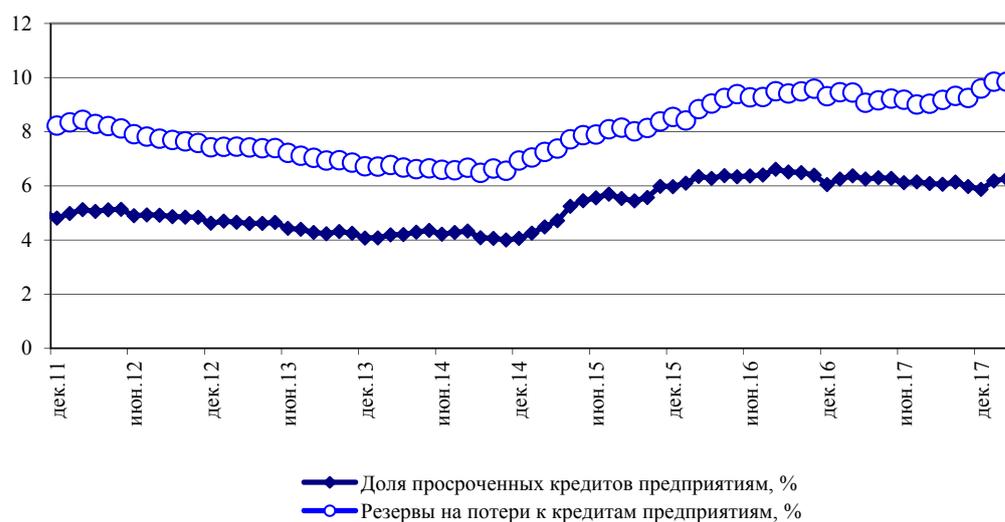


Рис. 59. Показатели качества корпоративного кредитного портфеля банков

Источник: Банк России, расчеты автора.