

Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

3.1. Фундаментальные характеристики российского фондового рынка¹

В 2018 г. рынок акций российских эмитентов подтвердил свою репутацию одного из самых волатильных в мире. В отличие от 2017 г., когда акции российских компаний по своей доходности были аутсайдерами, в 2018 г. они стали одними из самых доходных инструментов среди рынков 36 крупнейших бирж. За год рублевый индекс МосБиржи (ранее – индекс ММВБ) вырос на 12,3%, а индекс РТС снизился на 7,4%. В 2018 г. индекс МосБиржи оказался в узком ряду фондовых индексов Бразилии, Индии и Аргентины, которым удалось удержаться в зоне положительной доходности (*рис. 1*). Разница в динамике двух российских индексов с одинаковым портфелем эмитентов заключается в том, что в одном из них цены акций выражаются в рублях, а в другом – в долларах. Поэтому при ослаблении рубля индекс МосБиржи показывает более высокую рублевую доходность инвестиций в акции по сравнению с валютной доходностью портфеля индекса РТС.

Иными словами, более высокая доходность индекса МосБиржи в 2018 г. во многом была обеспечена за счет ослабления в течение года рубля на 17,1% (*рис. 2*). Не случайно, что и другие развивающиеся рынки, показавшие в 2018 г. позитивную доходность индексных портфелей, – Бразилия, Индия и Аргентина – были среди лидеров по показателю ослабления своих национальных валют. Ослабление валют большинства развивающихся рынков в 2018 г. было обусловлено неблагоприятными тенденциями в сфере глобальной торговли и оттоком капитала из данного сегмента глобального рынка капитала под воздействием роста процентной ставки в США и постепенного свертывания программ количественного смягчения в США и Европе. В России процесс ослабления рубля усиливался из-за неопределенности, вызванной санкциями.

¹ Авторы разделов 3.1–3.6: А. Абрамов, РАНХиГС; М. Чернова, РАНХиГС.

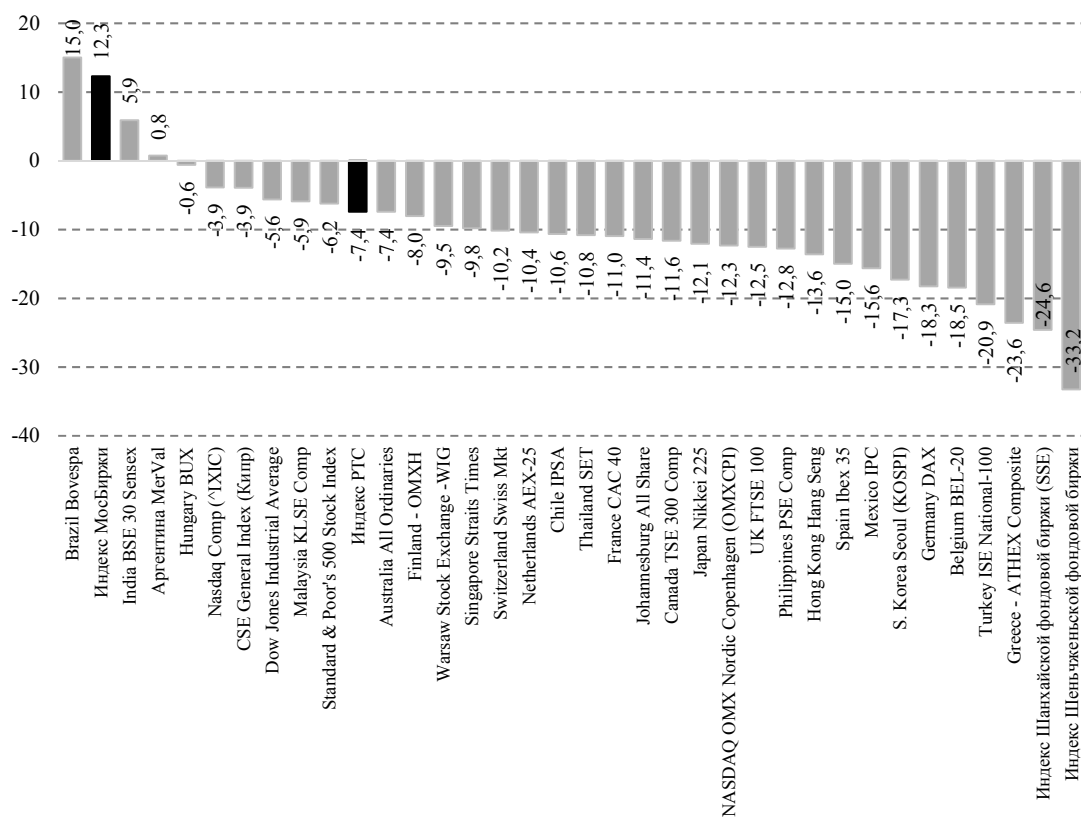


Рис. 1. Доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2018 г., % годовых

Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

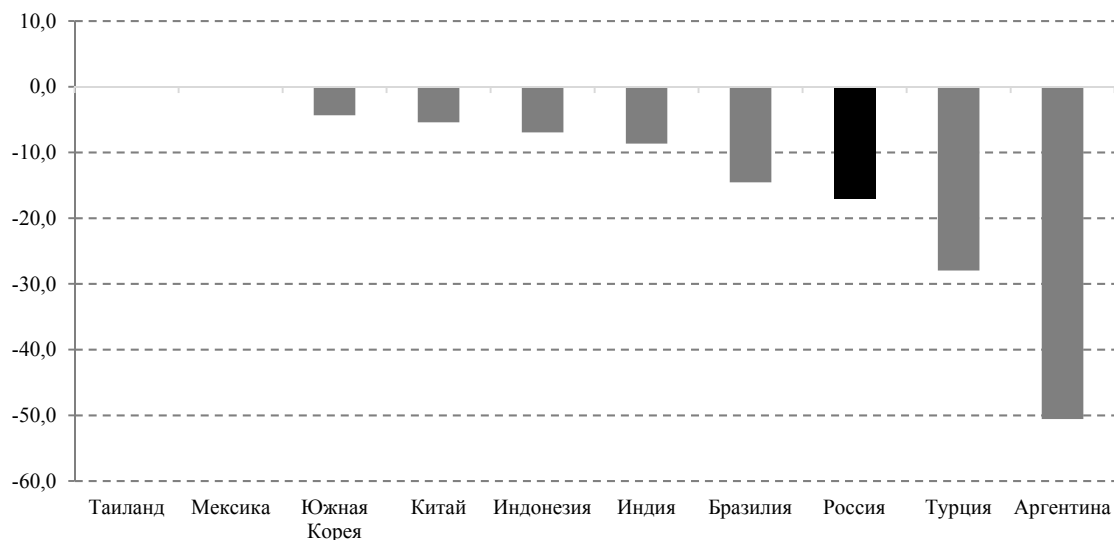


Рис. 2. Изменение стоимости национальных валют 10 стран относительно доллара в 2018 г., %

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

За период 2008–2018 гг. в течение 11 лет после глобального кризиса 2008 г. по размеру среднегеометрической (эффективной) годовой доходности из 36 мировых индексов акций индексу МосБиржи с доходностью 14,4% годовых удалось стать четвертым в списке, в то время как индексу РТС с доходностью 5,4% – только 25-м (рис. 3). Здесь также относительно высокий уровень рублевой доходности индекса МосБиржи во многом обеспечивался за счет существенного ослабления рубля на рассматриваемом временном горизонте.

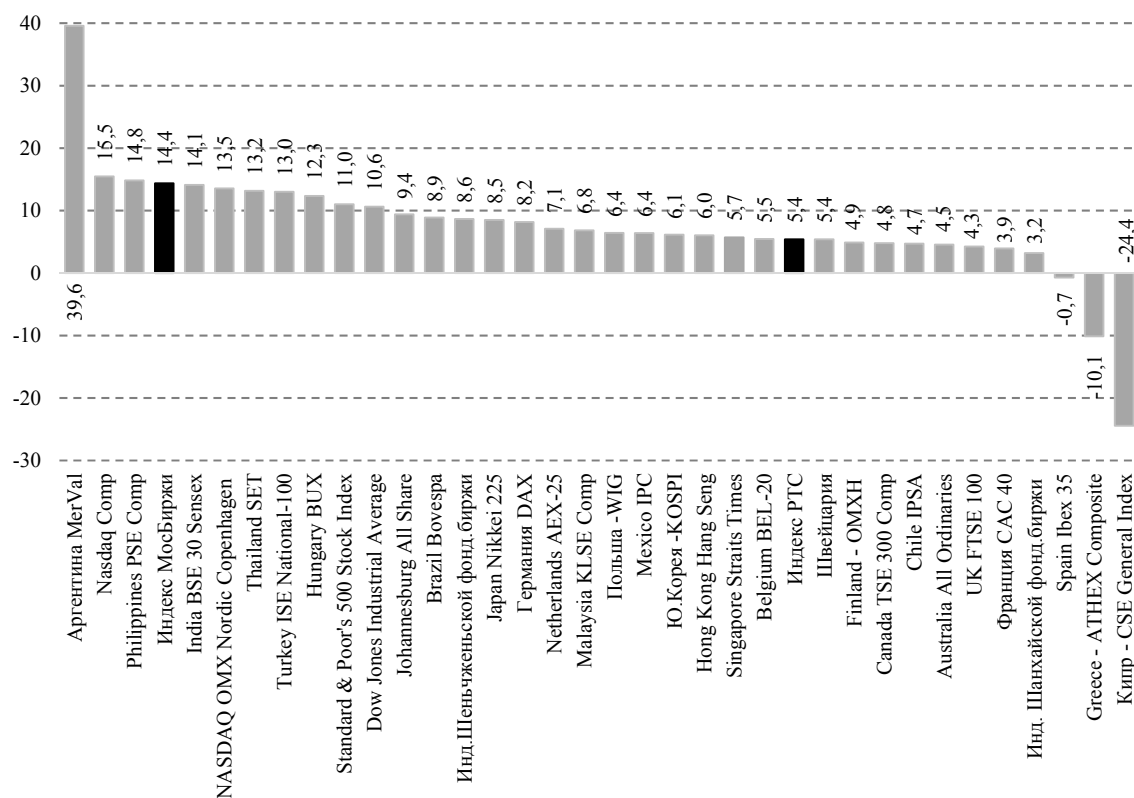


Рис. 3. Среднегеометрическая (эффективная) доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2008–2018 гг., % годовых

Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

Спустя 11 лет после кризиса 2008 г. цены большинства акций российских эмитентов в валютном выражении так и не восстановились до предкризисного уровня. Низкие темпы восстановления индексов обусловлены структурными проблемами экономики, ее зависимостью от внешних цен на сырьевые ресурсы. Это отчетливо проявляется при сравнении хронологии восстановления фондового рынка после циклического кризиса 1997–1998 гг. и кризиса 2008 г., носящего структурный характер. 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, стабилизации курса рубля на новом уровне и возвращения иностранных

портфельных инвестиций. Однако после кризиса конца 1990-х восстановление индексов произошло относительно быстро, а с 2008 г. индекс РТС не восстановился до сих пор. Проблема в том, что в настоящее время из-за объективных причин цена на нефть так и не восстановилась до предкризисного уровня, а по некоторым оценкам, этого не произойдет и в обозримой перспективе¹. Условиями устойчивого роста внутреннего фондового рынка являются удачная структурная реформа экономики и существенное улучшение инвестиционного климата. Этого пока не происходит.

После спада 1998 г. рублевый индекс ММВБ восстановился всего за 8 месяцев, чему во многом способствовала 5-кратная девальвация рубля (рис. 4). 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.

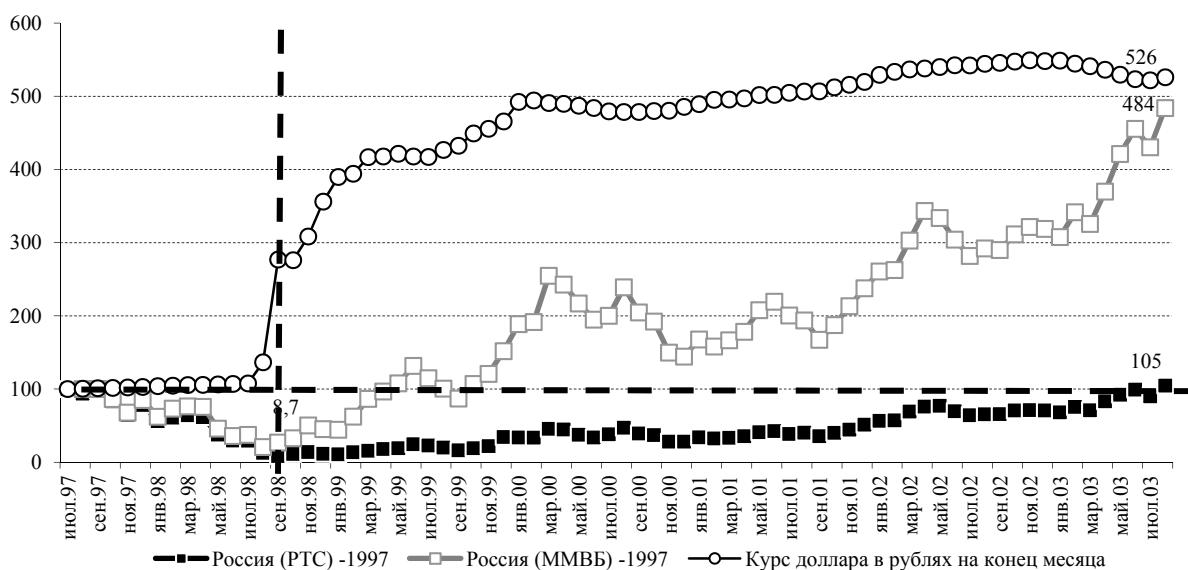


Рис. 4. Темпы роста курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ в 1997–2003 гг. (нарастающим итогом, июль 1997 г. = 100%)

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

¹ 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./барр. См.: IEA. World Energy Outlook 2017. Краткий обзор, русская версия. С. 9.

По состоянию на январь 2019 г. после мая 2008 г. индекс МосБиржи восстановился за 7,5 года, или за 92 месяца; а индекс РТС спустился почти 11 лет, или 128 месяцев, достиг лишь 49,5% своего предкризисного пика (рис. 5). На слабый рост обоих индексов повлияло медленное восстановление нефтяных цен при отсутствии заметного прогресса в структурной реформе. Кроме того, задержка восстановления рублевого индекса МосБиржи 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 январь 2019 г. курс рубля обесценился в 2,7 раза по сравнению с 5-кратной девальвацией конца 1990-х годов.

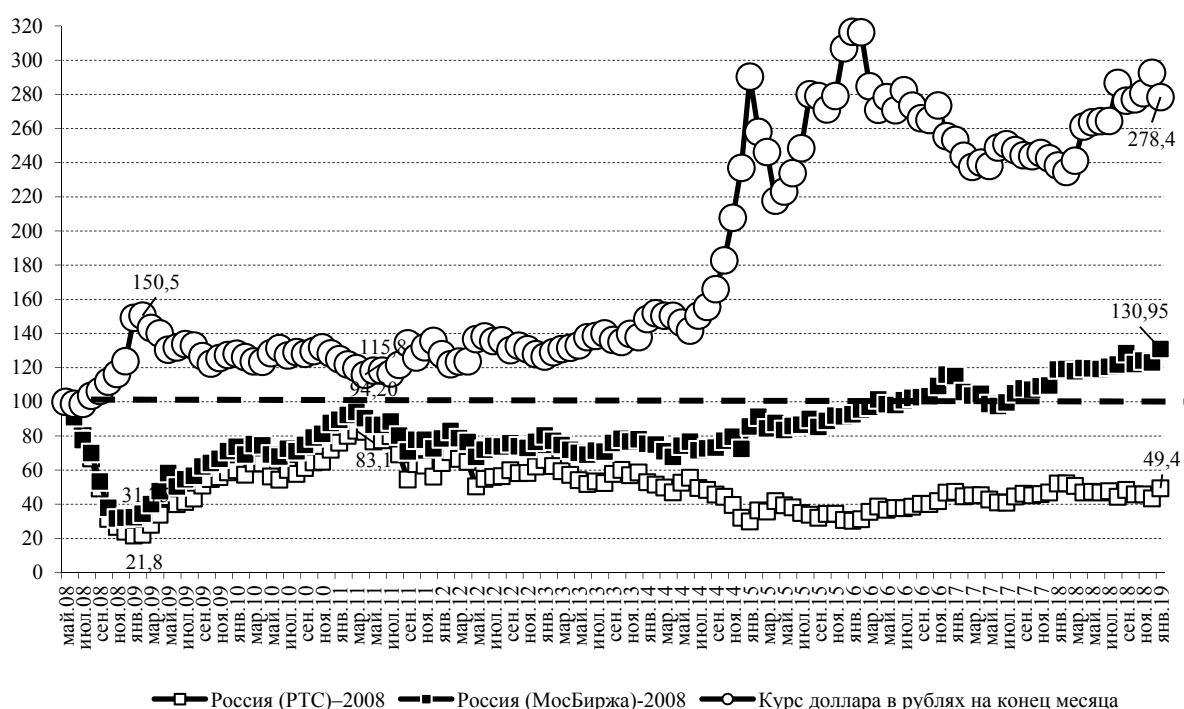


Рис. 5. Темпы роста курса доллара, индексов РТС и ММВБ с мая 2008 г. по январь 2019 г. (май 2008 г. = 100%)

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

Как показано на рис. 6, 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 январь 2019 г. за 126 месяцев, прошедших после достижения ценой нефти Brent максимума в размере 133,90 долл./барр. в июле 2008 г., ее текущая цена остается на уровне лишь 44,4% от этого максимума.

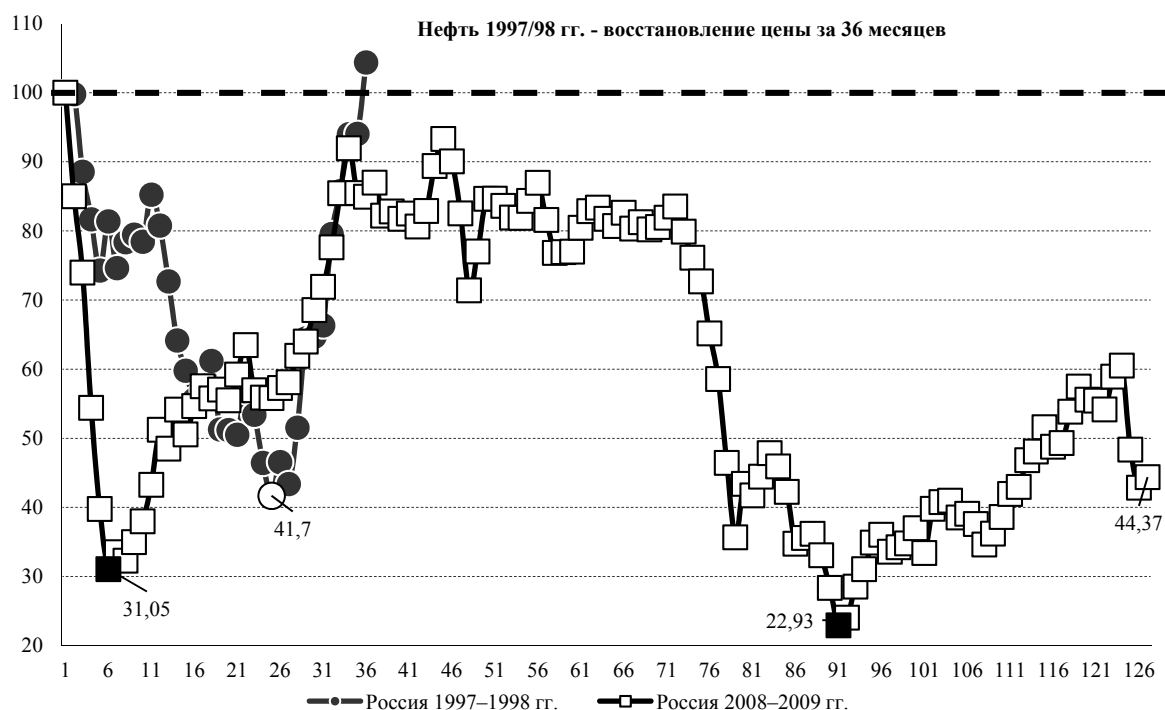


Рис. 6. Темпы роста цены нефти марки Brent после финансовых кризисов в России (нарастающим итогом, пик цены = 100%) на январь 2019 г.

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

На рис. 7 и в табл. 1 показан процесс восстановления индексов акций стран БРИКС. В целях сопоставимости результатов по разным странам в качестве индикаторов использованы страновые индексы акций семейства MSCI, рассчитываемые в долларовом выражении. Оценка изменения российского рынка акций производилась по валютному индексу РТС, включая аналогичный индекс, учитывающий дивидендную доходность входящих в него выпусков акций российских эмитентов.

После кризиса 2008 г. из пяти стран – членов БРИКС по состоянию на январь 2019 г. так и не восстановились валютные индексы акций России и Бразилии. За 128 месяцев, прошедших с мая 2008 г., когда индексы всех стран БРИКС достигли предкризисных максимумов, индекс РТС восстановился лишь до 49,4% и индекс MSCI Бразилия – до 47,0%. Более высокий уровень восстановления показал индекс РТС – полная доходность с учетом дивидендной доходности по акциям, – достигший в январе 2019 г. 74,8% значения в мае 2008 г. Это косвенным образом показывает, что из всех стран БРИКС именно в России и Бразилии, экономика которых зависит от экспортных цен на топливно-энергетические ресурсы, проблемы структуры экономики носят наиболее сложный характер.

Индексы акций MSCI Индии, ЮАР и Китая в долларах восстановились до предкризисного уровня соответственно за 22, 28 и 82 месяца после мая 2008 г. Однако

и эти рынки в последующем после восстановления не демонстрировали устойчивого роста: в январе 2019 г. индексы MSCI Индии, Китая и ЮАР составили соответственно лишь 109,7, 107,8 и 98,6% от их значений в мае 2008 г.

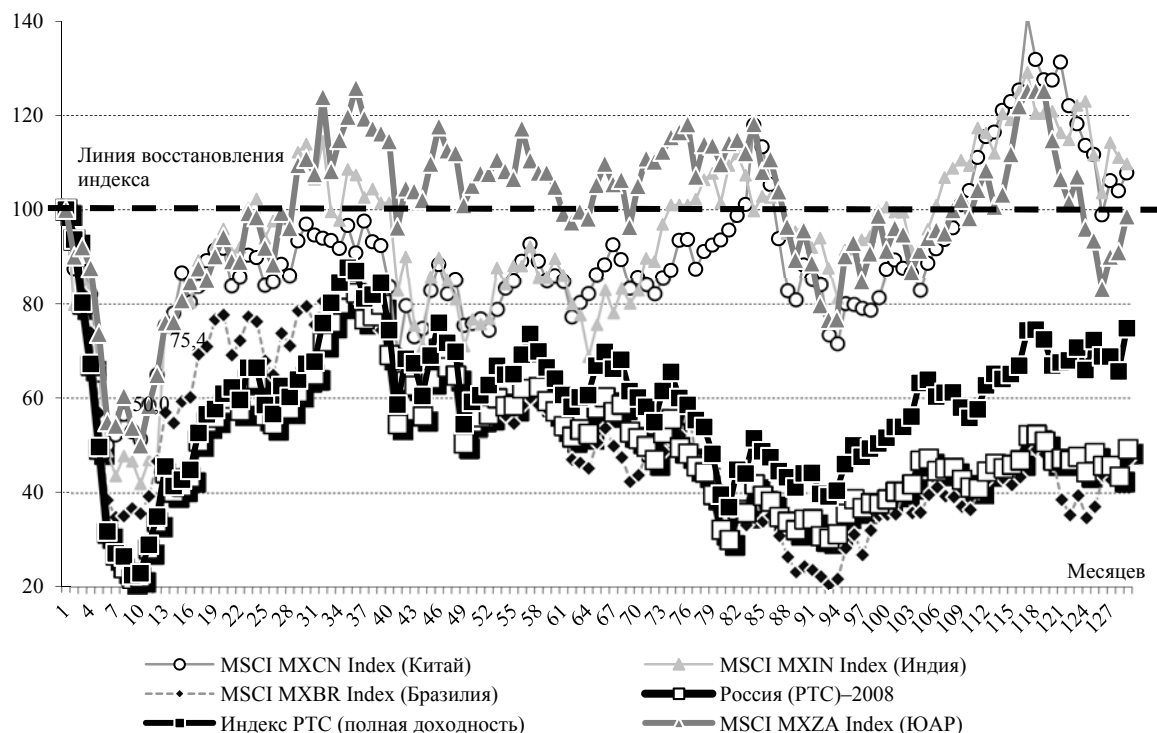


Рис. 7. Глубина и продолжительность влияния финансового кризиса 2008 г. на фондовые индексы стран БРИКС в долларах по состоянию на январь 2019 г. (пик в мае 2008 г. = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 1

Восстановление фондовых индексов стран БРИКС в долларах после кризиса 2008 г. по состоянию на январь 2019 г.

Индексы	Период восстановления индекса с мая 2008 г., месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение индекса, % (май 2008 г. = 100%)
РТС	128	Нет	49,4
РТС – полная доходность	128	Нет	74,8
MSCI Бразилия	128	Нет	47,0
MSCI ЮАР	28	Да	98,6
MSCI Индии	22	Да	109,7
MSCI Китая	82	Да	107,8

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Динамика восстановления рынков акций стран БРИКС в 2010-х годах заметно отличается от хода их восстановления после кризиса 1997–1998 гг. (см. рис. 8 и табл. 2). Во время этого кризиса российский индекс РТС восстановился быстрее, чем индексы MSCI ЮАР, Бразилии и Китая, – всего за 73 месяца. Для России в

отличие от структурного кризиса 2008 г. кризис 1998 г. носил циклический характер. Девальвация рубля и последующее относительно быстрое восстановление нефтяных цен привели к долгосрочному росту цен акций в долларовом эквиваленте. Напротив, для Китая кризис акций 1997 г. во многом отражал структурные проблемы, накопившиеся на его фондовом рынке. Поэтому более длительное восстановление индекса MSCI Китая происходило на фоне серьезных реформ в финансовой сфере, связанных с открытием материкового Китая для иностранных портфельных инвесторов и с повышением эффективности внутренних финансовых посредников.

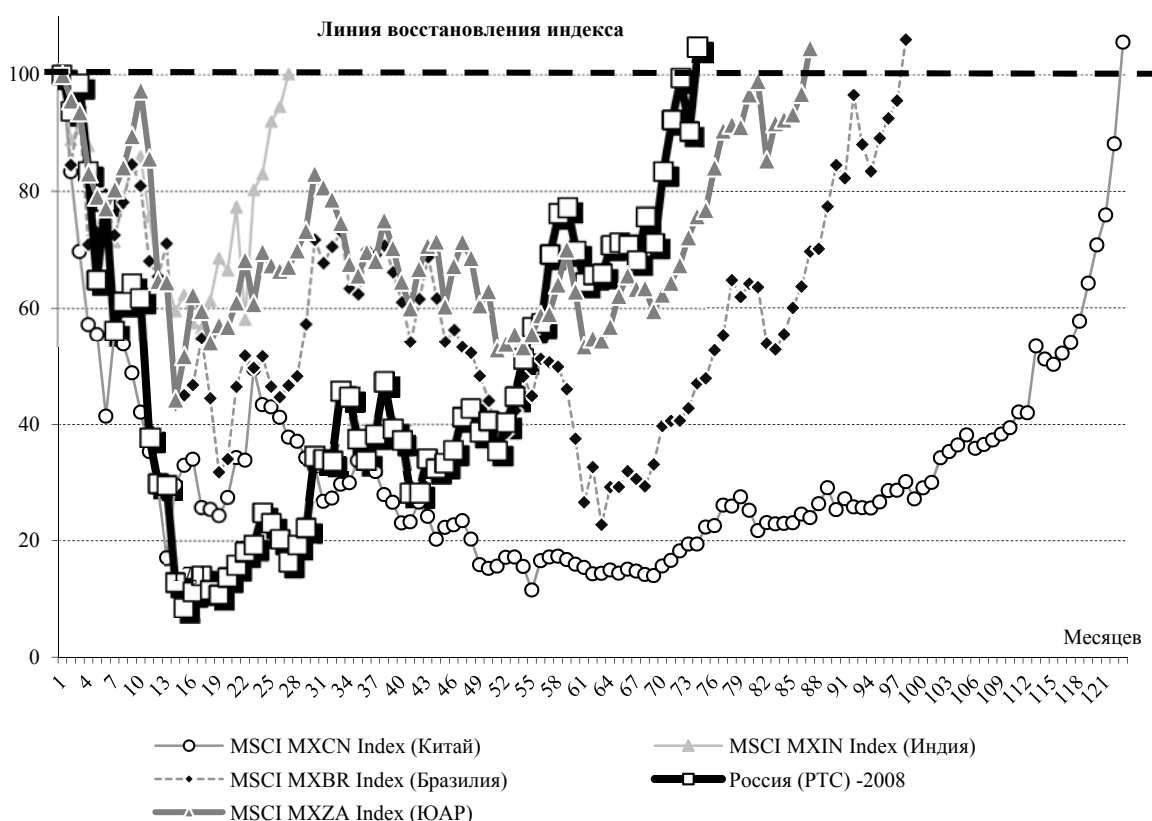


Рис. 8. Глубина и продолжительность восстановления фондовых индексов стран БРИКС в долларах после кризиса 1997–1998 гг. (пик до кризиса = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 2

**Восстановление фондовых индексов стран БРИКС в долларах
после кризиса 1997–1998 гг.**

	PTC	MSCI Бразилии	MSCI ЮАР	MSCI Индии	MSCI Китая
Период восстановления индекса от предкризисного пика 1997 г., месяцев	73	97	86	26	122

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Самыми долгосрочными кризисами в современной истории фондовых рынков считаются спад американского рынка акций, порожденный Великой депрессией 1929–1933 гг., а также акций японских компаний после 1989 г. Восстановление фондового Промышленного индекса Доу – Джонса (DJA) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года (рис. 9 и табл. 3). В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на январь 2019 г. не может восстановиться в течение 349 месяцев, т.е. более 29 лет. Его значение в январе 2019 г. составляло лишь 53,4% от максимального ежемесячного значения пика 1989 г. Кризисы с такими длительными сроками восстановления цен акций уникальные, их причинами являются не просто глубокие структурные проблемы экономик, но и их сочетание с серьезными ошибками в сфере экономической и денежно-кредитной политики.

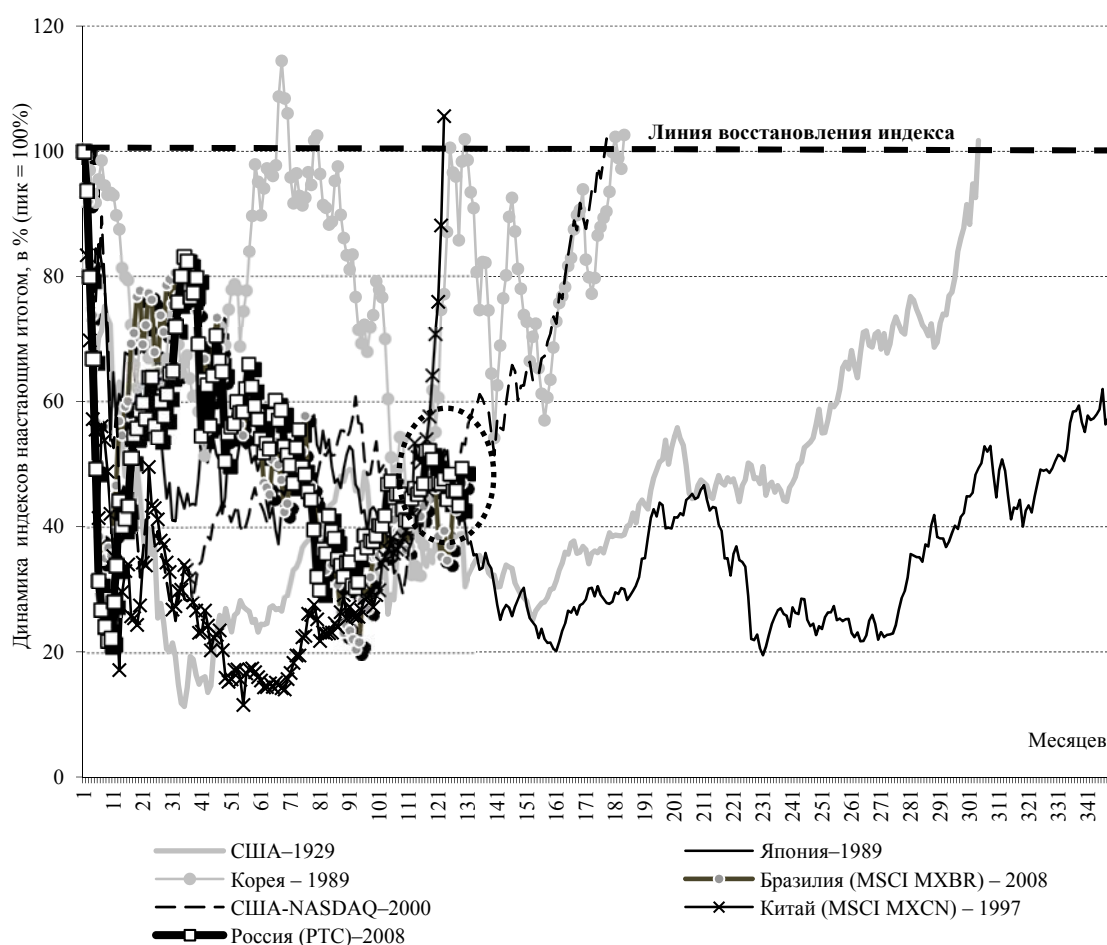


Рис. 9. Глубина и продолжительность восстановления фондовых индексов самых длительных в XX и XXI вв. кризисов по состоянию на январь 2019 г. (пик до кризиса = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 3

Наиболее длительные периоды восстановления фондовых индексов стран после кризисов XX и XXI вв.

Страна (индекс – год начала кризиса)	Период восстановления индекса от пика, месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение не восстановившегося индекса, % (пик = 100%)
Япония (Nikkei – 1989)	349	Нет	53,4
США (DJIA – 1929)	303	Да	
Южная Корея (KOSPI – 1989)	183	Да	
США (NASDAQ – 2000)	177	Да	
Россия (РТС долл. – 2008)	128	Нет	49,4
Бразилия (MSCI долл. – 2008)	128	Нет	47,0
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 1997)	122	Да	
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 2008)	82	Да	
США (DJIA – 1907)	64	Да	

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Для рынков, где финансовые кризисы были среднесрочными и вызывались структурными диспропорциями в экономике, такими как спад в Южной Корее в 1989 г. и в США на рынке акций инновационных компаний в 2000 г., характерна W-образная траектория восстановления индексов (рис. 9). Данные кризисы длились соответственно 183 и 177 месяцев. В настоящее время значения обоих упомянутых фондовых индексов находятся выше их максимальных докризисных уровней.

На фоне указанных кризисов восстановление российского индекса РТС и MSCI Бразилии соответственно до уровней 49,4 и 47,0%, продолжающееся 128 месяцев, пока формально не превысило временных горизонтов, характерных для среднесрочных кризисов. Как видно на рис. 8, текущее восстановление индексов РТС и MSCI Бразилии пошло, скорее, по траектории долгосрочного, чем среднесрочного, кризиса, что обычно свойственно фондовым рынкам стран, где структурные проблемы сочетаются с нерешенными вызовами экономической и денежно-кредитной политики.

Российский рынок акций остается одним из самых волатильных в мире. Как показано на рис. 10¹, из 30 крупнейших мировых индексов акций за 11-летний период с января 2008 г. по декабрь 2018 г. по критерию риска, измеренного в виде среднегодового стандартного отклонения, российский РТС со значением 35,4% уступил лишь индексам Аргентины, Бразилии, Турции и Греции. По показателю среднегеометрической (эффективной) доходности вложений в размере -7,0% годовых за тот же период времени индекс РТС оказался лучше индексов только пяти стран – Греции, Испании, Италии, Турции и Вьетнама. Таким образом, за рассматриваемый период индекс РТС продемонстрировал один из самых высоких показателей риска и одну из самых низких доходностей в мире.

¹ Количественные параметры соответствующих индексов см. в табл. 4 и 5.

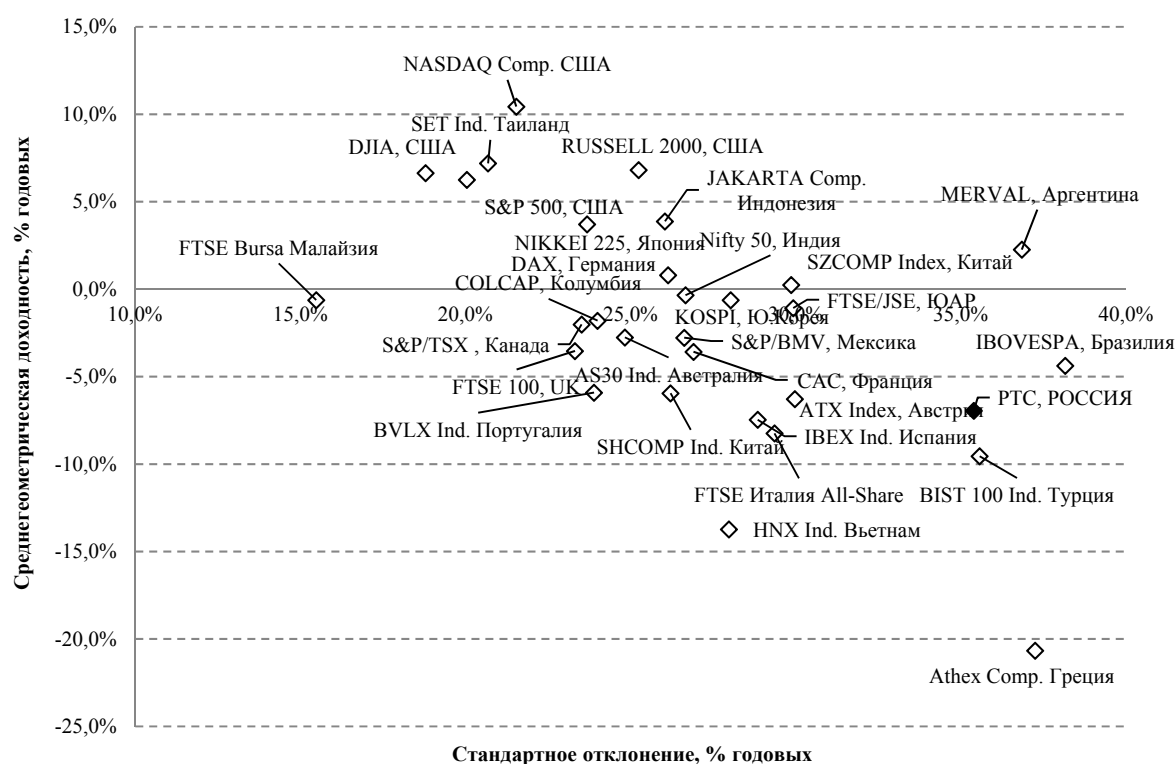


Рис. 10. Параметры среднегодовых доходностей и риска 30 фондовых индексов разных стран за период с января 2008 г. по декабрь 2018 г. в долларах, % годовых

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Высокая волатильность и низкая доходность российского рынка акций в 2008–2018 гг. были обусловлены не только волатильностью курса рубля, негативным влиянием внешних экономических и геополитических факторов, но и низким уровнем фундаментальных показателей деятельности крупнейших публичных компаний. В частности, это выражалось в том, что на внутреннем рынке эмитенты ценных бумаг, финансовые посредники и инвесторы уделяли недостаточное внимание фундаментальным характеристикам компаний, ориентируясь при принятии инвестиционных решений в большей мере на экзогенные по отношению к нему факторы (особенности денежно-кредитной политики США, цены на энергетические и сырьевые ресурсы, уровень оптимизма иностранных инвесторов, стоимость денежных ресурсов на глобальном рынке и др.)¹. Как показано на рис. 11,

¹ Подробнее о преимущественном влиянии экзогенных факторов на денежные потоки инвесторов на развивающихся рынках капитала см., например: *Koepke R.* Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets. Working Paper, Institute of International Finance, Washington, DC, 2014; International Monetary Fund. Global Financial Stability Report: Is Growth at Risk? Washington, DC, 2017. October. P.19–21.

по состоянию на 31 декабря 2018 г. из 29 фондовых индексов разных стран финансовый коэффициент «цена/чистая прибыль» в расчете на акцию (P/E Ratio)¹ компаний из индекса РТС в размере 4,8 оказался самым низким из указанных индексов. На других крупных развивающихся рынках значения коэффициента P/E составили: 22,7 у индийского Nifty 50; 20,4 у китайского индекса Шэньчжэньской фондовой биржи; 19,5 у бразильского IBOVESPA и 14,8 у индекса Йоханнесбургской биржи в ЮАР.

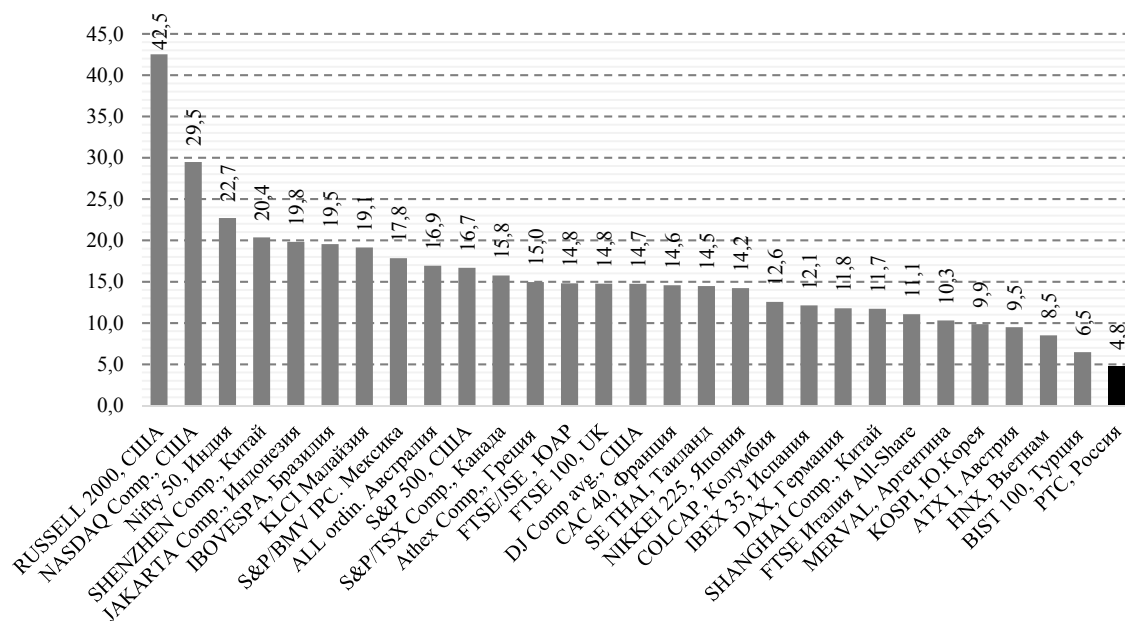


Рис. 11. Значение финансового среднегодового коэффициента «цена/чистая прибыль» в расчете на акцию (P/E) по состоянию на 31 декабря 2018 г. по 29 фондовым индексам разных стран в долларах

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

На рис. 12 показана динамика коэффициента P/E индекса РТС за период 2008–2018 гг. в сравнении с аналогичными характеристиками других крупнейших развивающихся рынков. В течение всего посткризисного периода коэффициент P/E индекса РТС демонстрировал стабильно низкое значение, что свидетельствует о хроническом характере проблемы недооценки акций российских компаний независимо от степени благоприятности факторов внешней среды и геополитических рисков 2014–2018 гг. Изображенная на графике прямая линейного тренда коэффициента P/E индекса РТС идет параллельно оси X, отражая неизменность тренда данного показателя.

¹ Данный финансовый коэффициент характеризует относительный размер капитализации компаний, то, в течение какого количества лет размер чистой прибыли в расчете на одну акцию компании окупает рыночную цену данной акции.

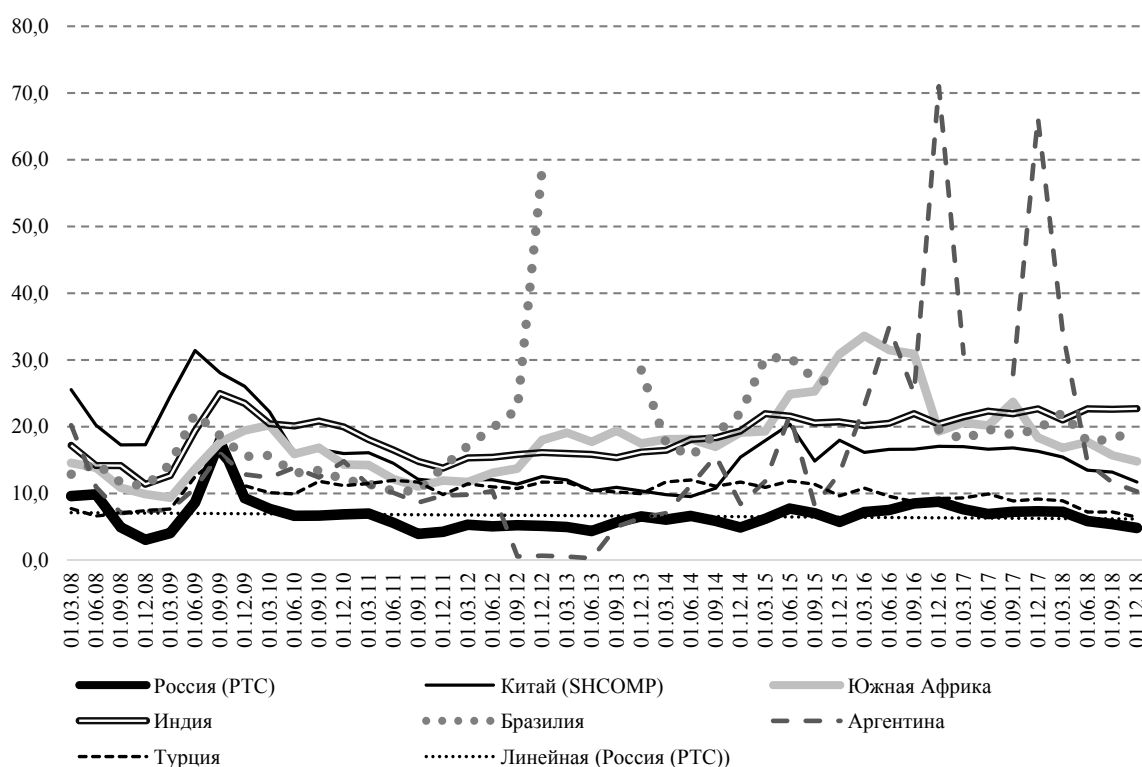


Рис. 12. Ежеквартальное значение финансового коэффициента «цена/чистая прибыль» в расчете на акцию (P/E) за период с 1 марта 2008 г. по 31 декабря 2018 г. по фондовым индексам 7 крупнейших развивающихся рынков в долларах

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Как показано на рис. 13, из 29 фондовых индексов разных стран финансовый коэффициент «цена/учетная стоимость» в расчете на акцию (P/BV Ratio)¹ компаний индекса РТС в размере 0,8 оказался одним из самых низких, превысившим только показатель греческого фондового рынка. На других крупных развивающихся рынках значения коэффициента P/E составили: 2,9 у индийского Nifty 50; 1,9 у китайского индекса Шэньчжэньской фондовой биржи и бразильского IBOVESPA; 1,7 у индекса Йоханнесбургской биржи в ЮАР. В определенной мере низкое значение данного показателя индекса РТС отражает отраслевую специфику входящих в него компаний, т.е. преобладание в нем акций отраслей с высоким уровнем фондовооруженности и, соответственно, с низким значением P/BV.

На рис. 14 показана динамика коэффициента P/BV индекса РТС в 2008–2018 гг. в сравнении с аналогичными характеристиками других крупнейших развиваю-

¹ Коэффициент P/BV также характеризует относительный размер капитализации компаний. В расчете на акцию он показывает соотношение рыночной капитализации компании к бухгалтерской стоимости ее собственного капитала, включая уставный капитал, резервы и нераспределенную прибыль компании.

щихся рынков. После кризиса 2008 г. коэффициент P/BV демонстрировал стабильно низкое значение, что свидетельствует о хроническом характере данной проблемы с акциями российских компаний. Изображенная на графике прямая линейного тренда коэффициента P/BV индекса РТС отражает тренд снижения данного показателя: значение P/BV индекса РТС уменьшилось с 1,0 по состоянию на 31 декабря 2010 г. до 0,8 на 31 декабря 2008 г.

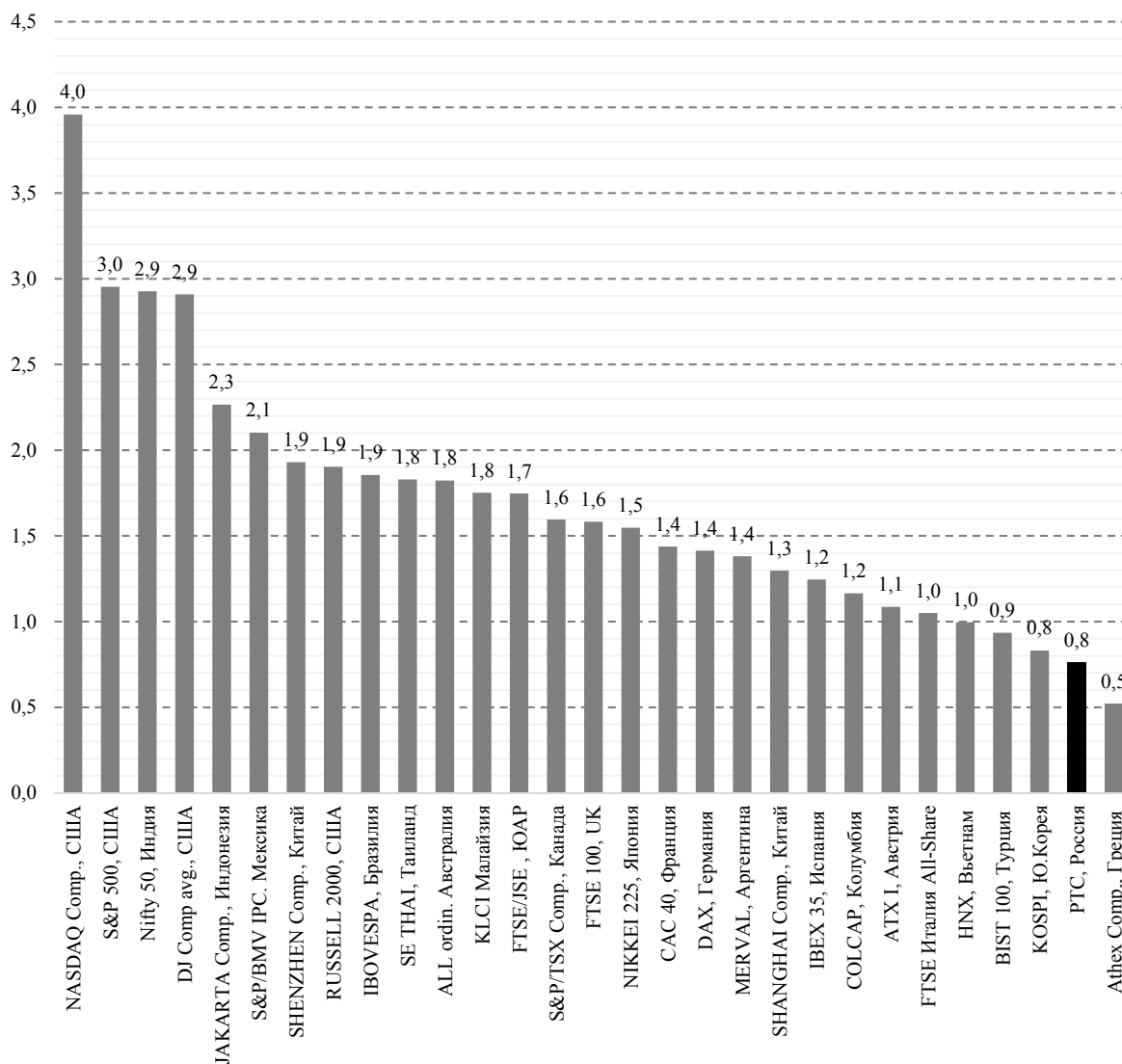


Рис. 13. Среднегодовое значение финансового коэффициента «цена/учетная стоимость» в расчете на акцию (P/BV) по состоянию на 31 декабря 2018 г. по 29 фондовым индексам разных стран в долларах

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

После кризиса 2008 г. российские эмитенты по сравнению с компаниями других развитых и развивающихся рынков проявляли излишний консерватизм в отношении использования заемных средств. С одной стороны, это отражало позитивную тенденцию на поддержание финансовой устойчивости компаний в сложные времена с точки зрения волатильности финансовых рынков и геополитических рисков. С другой стороны, данный консерватизм был вынужденным в условиях действия ограничений для крупнейших компаний в привлечении заемных ресурсов на глобальных рынках из-за санкций и на внутреннем рынке по причине высокого уровня ключевой ставки. Сдерживающим для спроса на финансовые ресурсы фактором оставался сложный инвестиционный климат, затрудняющий принятие бизнесом долгосрочных инвестиционных решений.

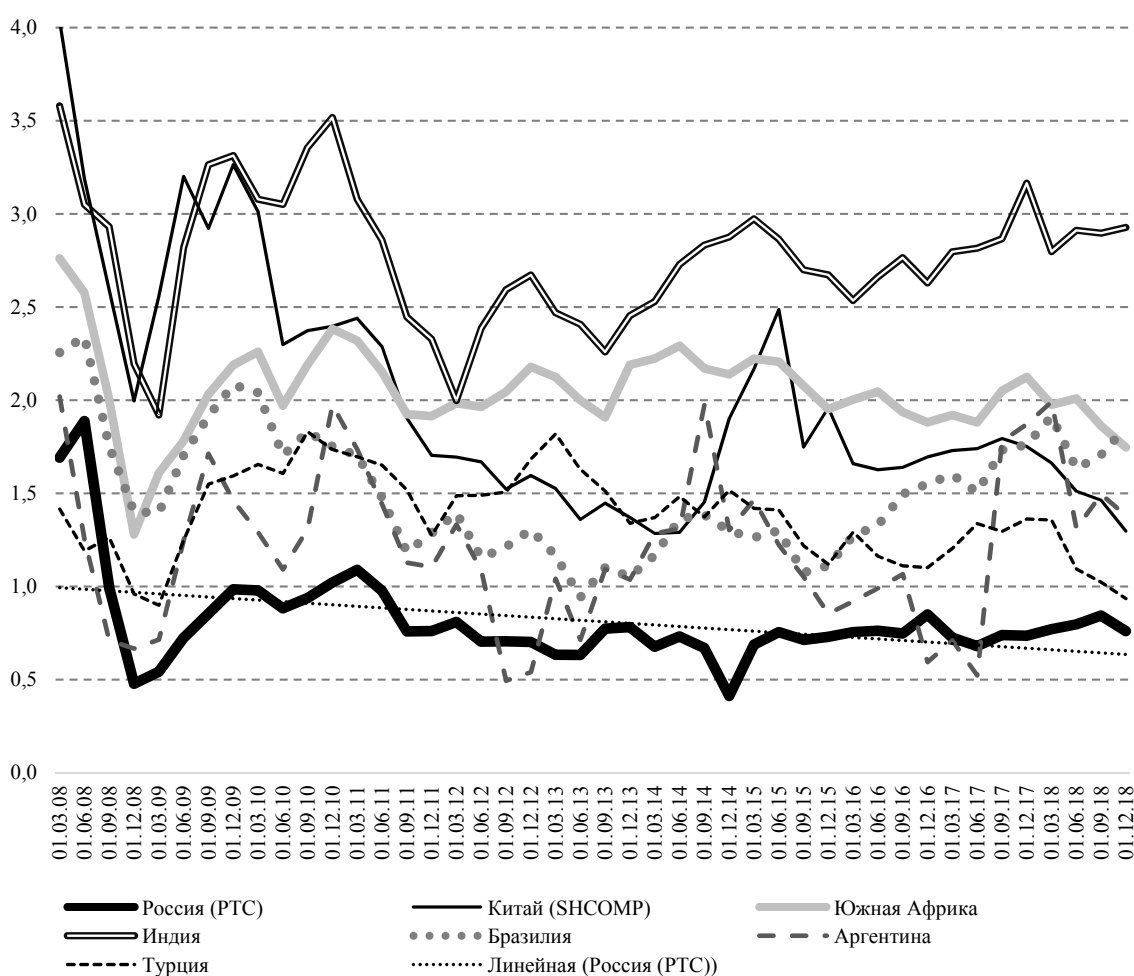


Рис. 14. Ежеквартальное значение финансового коэффициента «цена/учетная стоимость» в расчете на акцию (P/BV) за период с 1 марта 2008 г. по 31 декабря 2018 г. по фондовым индексам 7 крупнейших развивающихся рынков в долларах

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

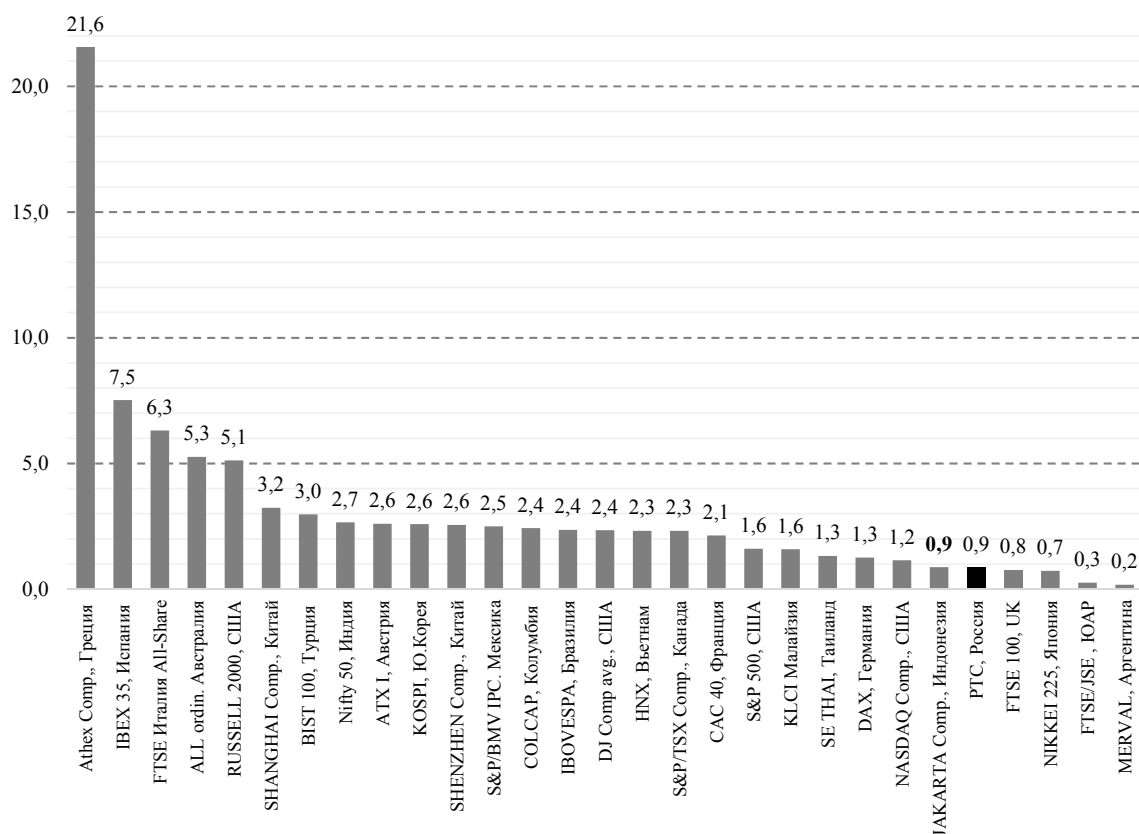


Рис. 15. Среднегодичное значение финансового коэффициента «чистый долг/ операционная прибыль» (D/EBITDA) по состоянию на 31 декабря 2018 г. по 29 фондовым индексам разных стран в долларах

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Как показано на рис. 15, из 29 фондовых индексов разных стран на конец 2018 г. финансовый коэффициент «чистый долг/операционная прибыль» до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и амортизации (D/EBITDA Ratio)¹ компаний из индекса РТС в размере 0,9 оказался выше аналогичного показателя лишь по индексам Аргентины, Великобритании, ЮАР и Японии. На других крупных развивающихся рынках значения коэффициента D/EBITDA Ratio составили: 2,7 у индийского Nifty 50; 2,6 у китайского индекса Шэньчжэньской фондовой биржи; 2,4 у бразильского IBOVESPA и 0,3 у индекса Йоханнесбургской биржи в ЮАР.

На рис. 16 показана динамика коэффициента D/EBITDA индекса РТС за период 2008–2018 гг. За весь рассматриваемый период значение данного показателя по

¹ Коэффициент D/EBITDA характеризует уровень долговой нагрузки компаний к размеру операционной прибыли до вычета процентов, налогов, износа и начисленной амортизации, отражая их способность погасить данные долги за счет ежегодных собственных источников финансирования компании.

России при его среднем уровне 0,72 редко выходило за значение единицы, стабильно уступая большинству других стран. Линия тренда показателя была практически параллельной оси абсцисс.

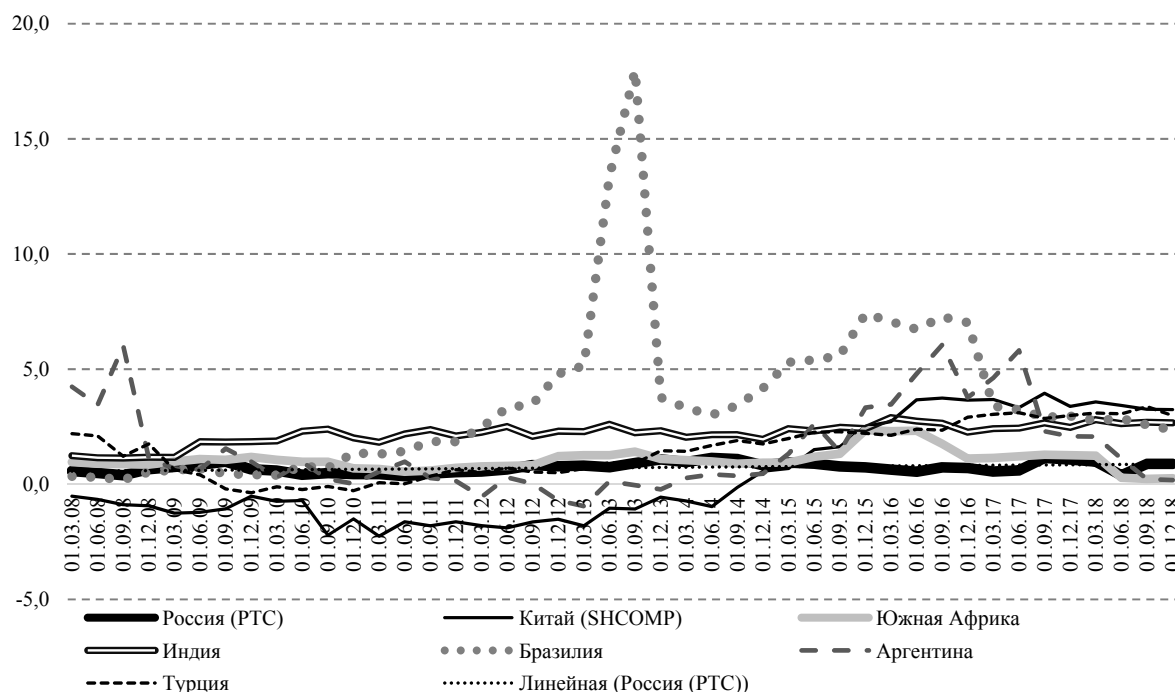


Рис. 16. Ежеквартальные значения финансового коэффициента «чистый долг/операционная прибыль» (D/EBITDA) за период с 1 марта 2008 г. по 31 декабря 2018 г. по фондовым индексам 7 крупнейших развивающихся рынков в долларах

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Позитивной тенденцией на внутреннем фондовом рынке после кризиса 2008 г. стал существенный рост дивидендной доходности акций российских компаний. Это отражало, с одной стороны, стремление публичных компаний поддерживать капитализацию на фоне более низких, чем до кризиса 2008 г., цен на нефть, стагнации экономического роста и оттока иностранных инвестиций из-за санкций, а с другой – наличие у них значительных свободных денежных ресурсов, не используемых по разным причинам на финансирование инвестиционных проектов. Немалую роль в наращивании дивидендной доходности крупнейших компаний с государственным участием сыграла политика Минфина России, предполагающая наличие целевого уровня дивидендных выплат таких компаний на уровне не менее 50% их чистой прибыли.

Как показано на *рис. 17*, за 2008 г. значение дивидендной доходности портфеля индекса РТС составило 6,0% к стоимости акций, что было значительно выше показателей всех других 28 рынков как развитых, так и развивающихся стран.

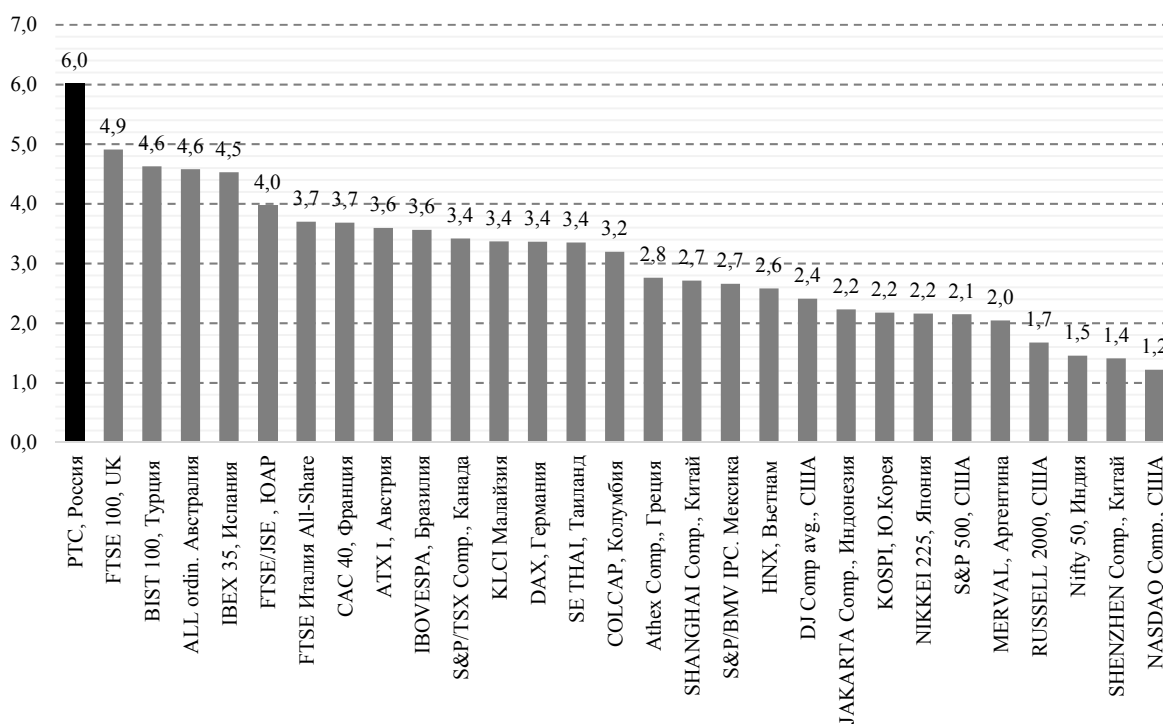


Рис. 17. Среднегодовое значение дивидендной доходности (dividend yield) по состоянию на 31 декабря 2018 г. по 29 фондовым индексам разных стран в долларах

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 4

Параметры доходности и риска акций крупнейших развивающихся рынков за период 2008–2018 гг., %

Индекс, страна		RTS, Россия	SHENZHEN SE Comp., Китай	SHANGHAI SE Comp., Китай	Nifty 50, Индия	IBOVESPA, Бразилия	JAKARTA Comp., Индонезия	BIST 100, Турция	MERVAL, Аргентина	SE THAI, Таиланд	S&P/BMV IPC. Мексика	COLCAP, Колумбия	FTSE Bursa Малайзия KLCI	HNX, Вьетнам	FTSE/JSE ALL SHR., ЮАР
2008–2018 гг.	Риск	35,4	29,9	26,2	26,7	38,2	26,0	35,6	36,8	20,7	26,6	24,0	15,5	28,0	29,9
	Доходность	-7,0	0,2	-6,0	-0,3	-4,4	3,9	-9,6	2,3	7,2	-2,8	-1,9	-0,6	-13,7	-1,1
2013–2018 гг.	Риск	28,3	27,4	23,5	18,4	32,6	19,3	31,8	39,2	15,8	21,0	21,1	13,6	17,7	22,9
	Доходность	-2,8	3,7	0,7	3,4	-2,6	-0,5	-8,8	3,9	1,2	-4,9	-8,2	-2,9	5,3	-2,0

Примечание. Расчеты показателей доходности и стандартного отклонения проведены на основании дневных данных индексов в долларовом выражении за рассматриваемые периоды времени.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Начиная с января 2010 г. по декабрь 2018 г. дивидендная доходность индекса RTS выросла с 1,6 до 6,0% (рис. 18). По темпам роста дивидендной доходности за рассматриваемый период индекс RTS был самым динамичным в мире.

Таблица 5

Параметры доходности и риска индексов акций развитых фондовых рынков за период 2008–2018 гг., %

Индекс, страна		RTS, Россия	S&P 500, США	NASDAQ Comp., США	DJ Comp avg., США	RUSSELL 2000, США	NIKKEI 225, Япония	DAX, Германия	FTSE 100, Великобритания	S&P/TSX Comp., Канада	FTSE Италия All-Share	PSI All-Share, Португалия	Athex Comp., Греция	SAC 40, Франция	ALL ORDIN. Австралия	ATX I, Австрия	KOSPI, Южная Корея	IBEX 35, Испания
2008–2018 гг.	Риск	35,4	20,0	21,5	18,8	25,2	23,7	26,1	23,3	23,5	29,4	23,9	37,2	26,9	24,8	30,0	28,0	28,8
	Доходность	-7,0	6,3	10,4	6,6	6,8	3,7	0,8	-3,5	-2,0	-8,2	-5,9	-20,7	-3,6	-2,8	-6,3	-0,6	-7,5
2013–2018 гг.	Риск	28,3	12,6	15,0	12,1	15,9	19,5	17,6	15,5	14,4	21,7	18,0	32,7	17,2	16,5	18,3	16,2	19,6
	Доходность	-2,8	6,6	9,0	6,5	5,7	4,9	2,5	-0,7	-0,9	0,6	0,6	-4,6	1,7	-1,3	0,9	0,2	-0,5

Примечание. Расчеты показателей доходности и стандартного отклонения проведены на основании дневных данных в долларовом выражении за рассматриваемые периоды времени.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

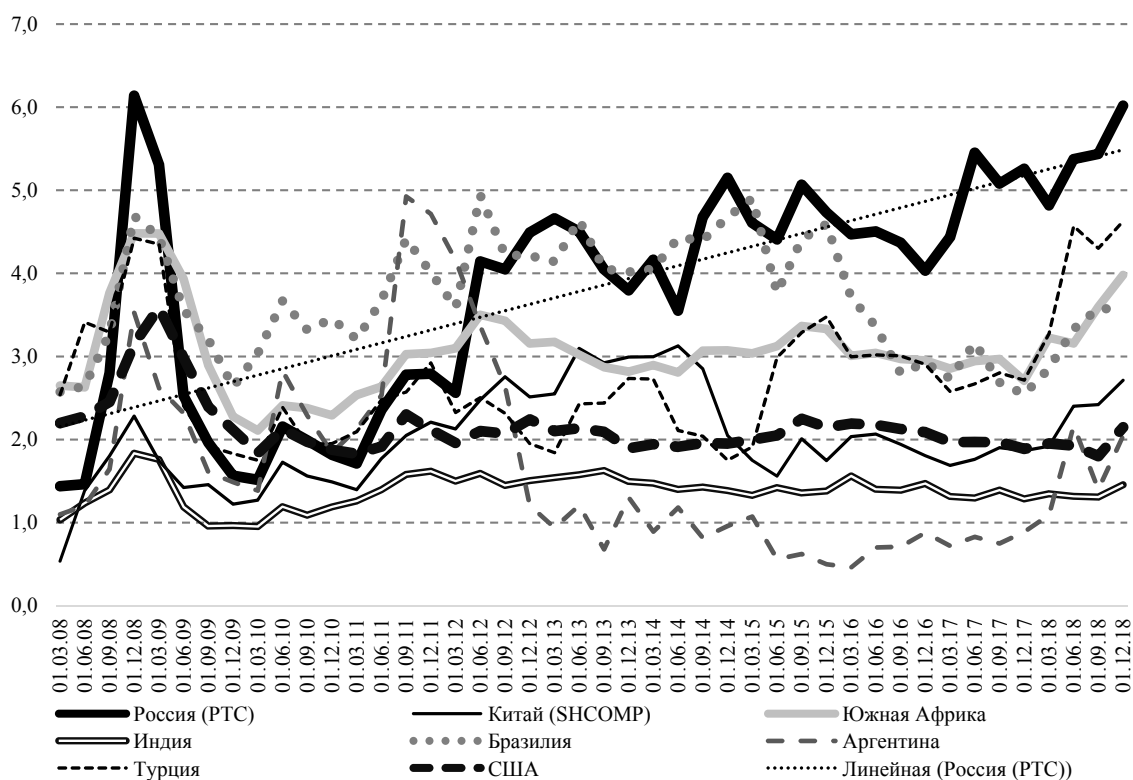


Рис. 18. Среднеквартальное значение дивидендной доходности (dividend yield) за период с 1 марта 2008 г. по 31 декабря 2018 г. по фондовым индексам 7 крупнейших развивающихся рынков и США, % годовых

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

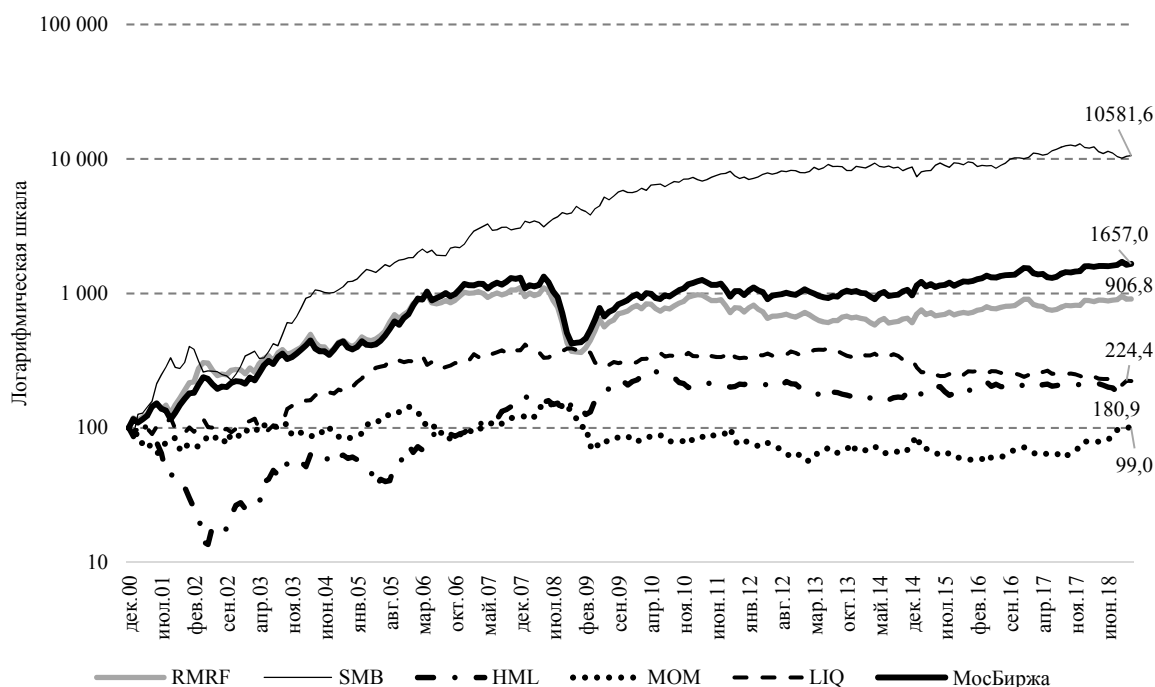
Динамика фондового индекса часто зависит от изменений цен акций разных групп публичных компаний, для которых характерна та или иная идея роста за счет особенностей фундаментальных характеристик их бизнеса. Например, компании малого и среднего бизнеса, впервые выходящие на публичный рынок, недооцененные крупные компании, акционерные общества, чьи акции являются более ликвидными на рынке, могут приносить более высокую доходность по сравнению с ее среднерыночным уровнем. Особенности доходности акций компаний с разными фундаментальными характеристиками используются в процессе факторного инвестирования крупными институциональными инвесторами.

На *рис. 19* приводится рассчитанная нами накопленная доходность стратегий факторного инвестирования в акции разных групп российских публичных компаний за период с декабря 2000 г. по ноябрь 2018 г. Из наиболее популярных на глобальном фондовом рынке стратегий инвестирования в факторы стоимости, размера, ликвидности и инерции более высокую доходность по сравнению с индексом МосБиржи демонстрировали только акции компаний малой капитализации. На рассматриваемом временном горизонте стоимость вложений в сумме 100 тыс. руб., совершенных в декабре 2000 г., составила бы для индексного портфеля МосБиржи 1,66 млн руб., а для портфелей с фактором размера компаний – 10,59 млн руб. Все другие факторные стратегии, включая вложения в широкий индекс акций RMRF, в портфели с эффектами стоимости, ликвидности и инерции, приносили доходность существенно ниже индекса МосБиржи.

Указанные данные свидетельствуют о том, что на российском рынке акций существуют благоприятные с точки зрения финансовой отдачи предпосылки для инвестирования на бирже в компании малого и среднего бизнеса. Однако другие стратегии факторного инвестирования пока работают плохо из-за проблем с раскрытием информации о недооцененных крупных компаниях, из-за низкого спроса инвесторов на выпущенные ими акции, проблем с ликвидностью биржевого рынка акций и из-за других факторов, препятствующих внутренним и внешним инвестициям на внутреннем фондовом рынке.

Проблема высоких рисков при умеренной доходности инвестиций была свойственна вложениям не только в акции, но и в облигации крупнейших российских компаний. Как показано на *рис. 20* и *табл. 6*, за период 2008–2018 гг. параметры доходности и риска рублевых корпоративных облигаций в России в долларовом выражении существенно уступали другим 13 индексам корпоративных облигаций разных стран. За указанный период времени среднегодовая доходность портфеля индекса корпоративных облигаций российских эмитентов IFX-Cbonds составила 0,09% годовых при стандартном отклонении (индикаторе риска) 16,42%. Из рассматриваемых 13 индексов это самые низкие параметры по доходности и высокие – по риску. По аналогичным индексам корпоративных облигаций Индии, Китая (CVFBTRID Index) и Южной Кореи доходности составили соответственно 8,68, 7,40 и 3,13% годовых и показатели риска – 4,89, 3,46 и 8,71% годовых. По параметрам «доходность – риск» российский индекс IFX-Cbonds также уступал всем

рассматриваемым индексам корпоративных облигаций и на более коротком временном интервале – с 2013 по 2018 г. (табл. 6).



Примечание. RMRF – рыночный фактор, который представляет собой рыночную премию за риск по акциям. Рассчитан как разница между доходностью рыночного портфеля и доходностью безрискового актива. В качестве рыночного портфеля использована доходность портфеля из всех акций, имеющих на рынке, где веса акций взвешиваются по рыночной капитализации их эмитентов (с максимальным ограничением на вес 15%). SMB – фактор размера, который рассчитан как разница между средневзвешенной доходностью портфеля акций компаний с низкой капитализацией и средневзвешенной доходностью акций компаний с высокой капитализацией. Распределение компаний на «малые» и «большие» производилось раз в квартал с пороговым значением рыночной капитализации, равной медиане. HML – фактор стоимости, который рассчитан как разница между средневзвешенными доходностями портфелей из акций стоимости и акций роста. Распределение акций на акции роста и акции стоимости производилось раз в квартал по показателю Book-to-Market. MOM – фактор импульса (инерции), который рассчитан как разница доходностей портфелей с высокой и низкой накопленной доходностью за предыдущие 11 месяцев. Распределение акций по портфелям акций с низкой и высокой доходностью производилось с периодичностью один раз в месяц с использованием пороговых значений 30 и 70% квантили соответственно. LIQ – фактор ликвидности, который рассчитан как разница между средневзвешенными доходностями портфелей из акций с низкой ликвидностью и из акций с высокой ликвидностью.

Рис. 19. Накопленная доходность стратегий факторного инвестирования в акции российских компаний с декабря 2000 г. по ноябрь 2018 г. (декабрь 2000 г. = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным ресурса «Конструктор CAPM-ru ИПЭИ» РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/capm-ru>

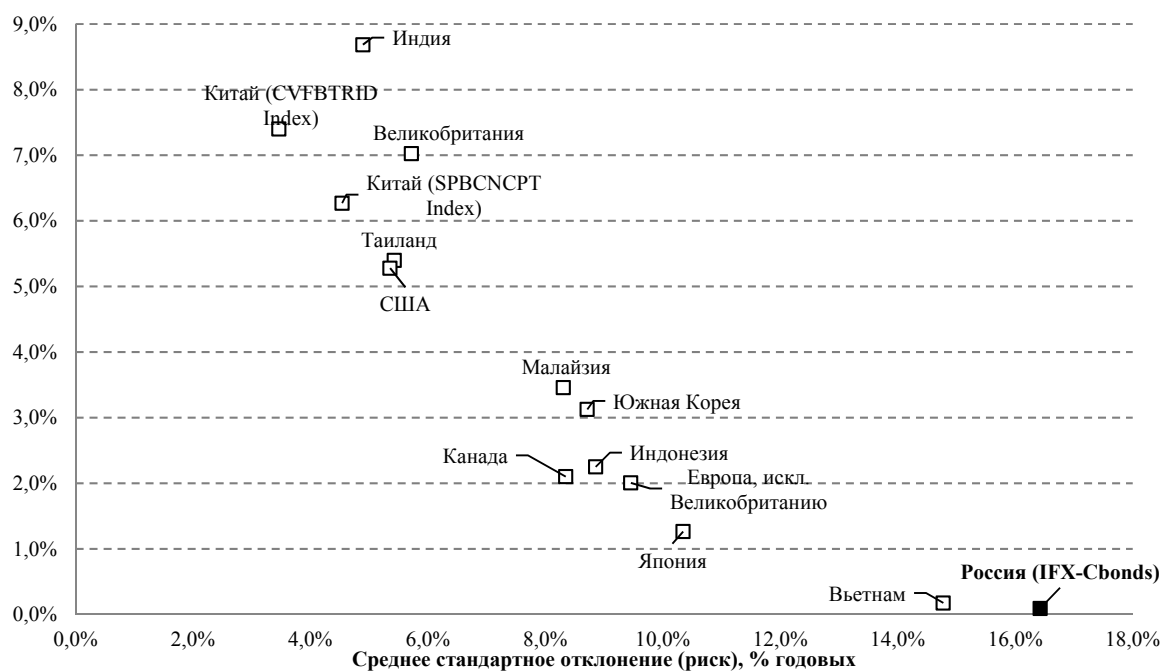


Рис. 20. Параметры среднегодовых доходностей и риска 14 индексов корпоративных облигаций разных стран за период 2008–2018 гг. в долларах, % годовых

Источник: расчеты авторов по данным CBonds.ru и Bloomberg.

Таблица 6

Параметры доходности и риска 14 индексов корпоративных облигаций стран за период 2008–2018 гг. в долларах, % годовых

Индекс, страна		IFX-Cbonds, Россия	ChinaBond Corporate Bond Total, Китай	SPBNCNPT Index, Китай	Clearing Corp of India Broad T, Индия	IBRA INDOBeX Corporate Total R, Индонезия	SPBTRNCPRT, Таиланд	SPBMYUCPT, Малайзия	Vietnam Bond Index - Composite, Вьетнам	LUACTRUU Index, США	SPBYPSCPT, Япония	Morningstar UK Euro-bond Corpor, Великобритания	Global Agg, Канада	KOBI Credit Bond Index Total R, Ю.Корея	Pan-European Aggregate, Европа (искл. Великобританию)
2008-2018 гг.	Риск	16,4	3,5	4,5	4,9	8,9	5,4	8,3	14,8	5,4	10,3	5,7	8,3	8,7	9,5
	Доходность	0,1	7,4	6,3	8,7	2,2	5,4	3,5	0,2	5,3	1,3	7,0	2,1	3,1	2,0
2013-2018 гг.	Риск	19,5	3,7	4,5	4,5	8,9	5,2	8,6	5,0	4,2	9,3	5,5	6,7	8,7	7,9
	Доходность	-2,6	2,5	1,8	4,9	2,2	1,7	-0,4	-0,2	1,4	-2,0	2,7	-0,9	1,4	0,1

Примечание. Расчеты показателей доходности и стандартного отклонения проведены на основании дневных данных за рассматриваемые периоды времени.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Низкая доходность в сочетании с высоким риском вложений в корпоративные облигации портфеля IFX-Cbonds являются препятствием для долгосрочных вложений в них средств иностранных и внутренних инвесторов. Для иностранных инвесторов приемлемую доходность обеспечивают лишь краткосрочные вложения с применением спекулятивной стратегии carry trade.

Другой проблемой внутреннего фондового рынка является стагнация на низком уровне ликвидности рыночного сегмента¹ биржевого рынка акций и облигаций (рис. 21). Значимость таких сделок заключается в том, что именно на их основе рассчитываются рыночные цены акций и облигаций российских эмитентов и значения ключевых фондовых индексов. Общий объем данных сделок снизился с 44,8% ВВП в 2007 г. до 14,3% ВВП в 2018 г. в результате кризиса 2008 г. и последующего оттока денежных средств иностранных портфельных инвесторов начиная с 2012 г. Причины оттока средств иностранных инвесторов рассматриваются в разделе 3.6.3. Данный отток не был своевременно компенсирован за счет ускоренного развития внутренних институциональных инвесторов. Однако в 2018 г. наблюдался некоторый прирост ликвидности преимущественно на рынке акций за счет повышения интереса к биржевым сделкам с ними со стороны внутренних частных инвесторов в условиях умеренных ставок депозитов в банках.

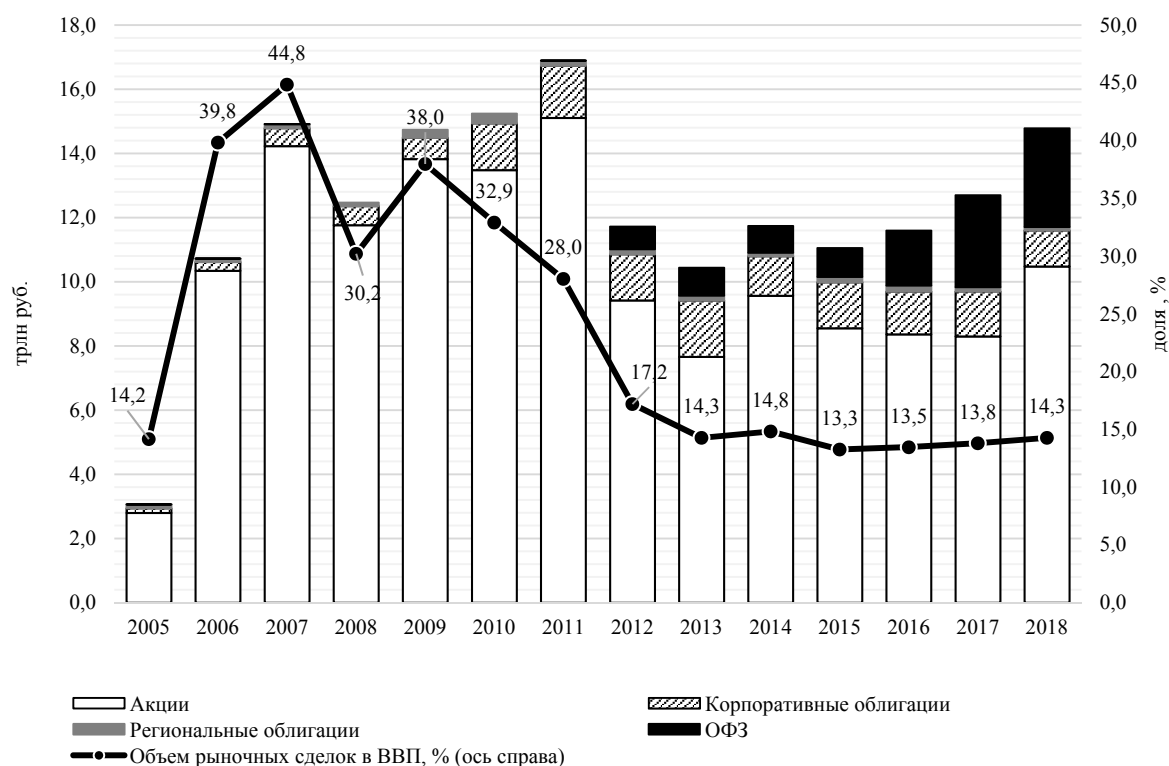


Рис. 21. Объемы рыночных и переговорных сделок с ценными бумагами на Московской бирже в 2005–2018 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

¹ Аукционные сделки и сделки в режиме переговорных торгов (РПС) на Московской бирже.

По данным Всемирной федерации бирж (ВФБ), в 2018 г. по объему рыночных сделок с акциями из 81 биржи в мире Московская биржа занимала только 27-е место. По объему рыночных сделок с облигациями в 2018 г. из 54 мировых бирж Московская биржа была девятой. При этом необходимо учитывать, что в большинстве развитых стран в силу исторических традиций облигационные рынки являются преимущественно внебиржевыми.

Особенностью российского финансового рынка является доминирование денежного рынка над фондовым. Из общего объема торгов на Московской бирже на фондовый рынок приходится лишь 4%, а на денежный – 47%. Денежный рынок существует преимущественно в форме сделок РЕПО, с помощью которого банки, другие организации и частные лица ежедневно заимствуют преимущественно краткосрочные денежные ресурсы для совершения спекулятивных сделок на финансовом рынке¹. Банки также используют сделки РЕПО в качестве источника краткосрочного фондирования широкого круга банковских операций, включая приобретение облигаций и выдачу кредитов. Нигде в мире сделки РЕПО не совершаются с таким размахом и высокотехнологичной организацией, как в России. Привлекательность РЕПО для многих участников заключается в том, что оно позволяет разместить свободные финансовые ресурсы под залог других активов как альтернатива краткосрочного депозита по более высокой ставке за счет отсутствия здесь обязательств по резервированию.

Данные, приведенные на *рис. 22*, отражают эволюцию рынка РЕПО в России, выступающего в качестве одного из главных драйверов роста фондового рынка за счет краткосрочного фондирования биржевых сделок с акциями и облигациями. Скачкообразный рост рынка РЕПО на графике объясняется тем, что каждые несколько лет на нем происходили существенные изменения источников поступления денежной ликвидности, используемой в качестве ресурса краткосрочного кредитования.

До кризиса 2008 г. на фоне стабильного рубля ликвидность на денежный рынок поступала за счет стратегий *carry trade*² из внешних источников заимствований, что едва не стоило российскому рынку полномасштабного банковского кризиса и

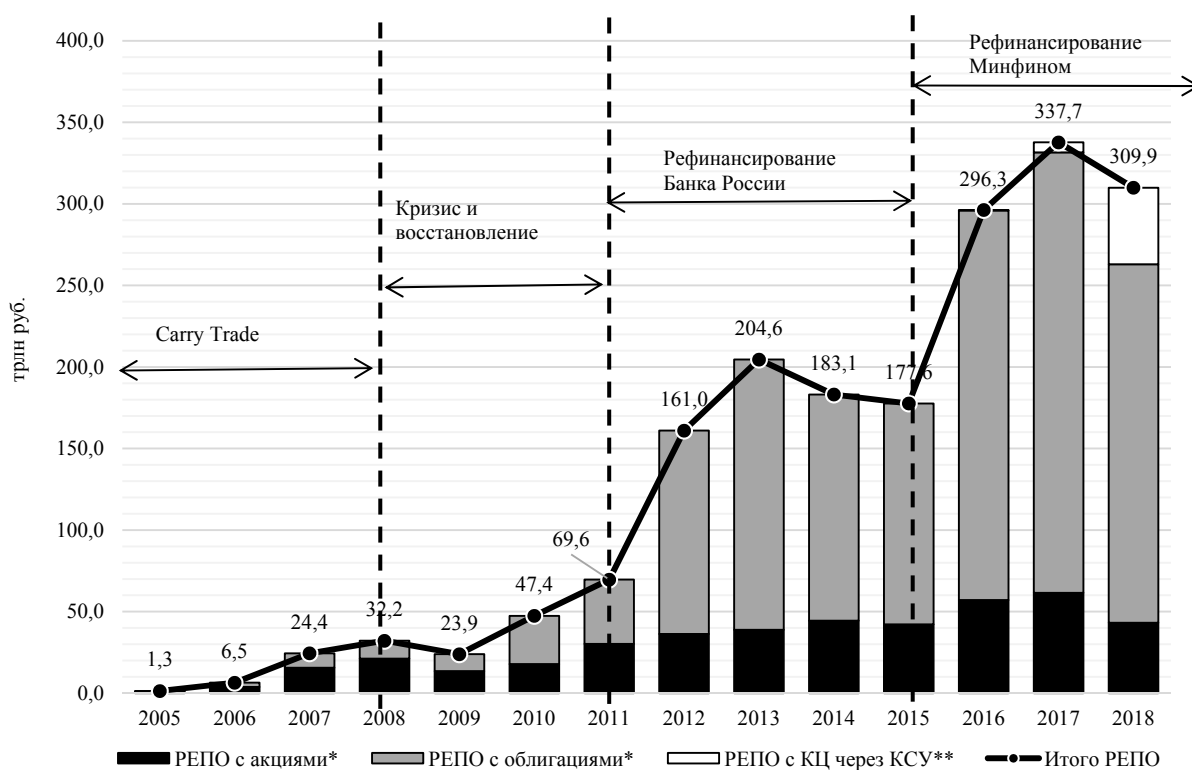
¹ По данным Банка России, в октябре 2018 г. заимствования на сроки овернайт «до недели» на биржевом рынке рублевого и валютного РЕПО составляли почти 60%, по остальным сделкам сроки доходят до трех месяцев (Банк России. Обзор финансовой стабильности за II–III кварталы 2018 г. № 2(13). С. 24). По нашему мнению, средний срок заимствований на рынке РЕПО можно определить, если разделить число календарных дней в году на число дней, рассчитываемых путем деления годового объема сделок РЕПО на среднегодовое значение всех открытых позиций на данном рынке: 365 дней разделить на дробь 309 трлн руб. / 2,2 трлн руб. Получается 2,6 дня.

² Согласно определению Банка России, *carry trade* – стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынка с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки. (Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики. Информационно-аналитический материал Банка России. № 4. IV квартал 2016 г. С. 36–37).

банкротства крупнейших инвестиционных компаний осенью 2008 г. С сентября 2008 г. по август 2011 г. во время острой фазы кризиса и последующего восстановления рынка монетарные власти поддерживали необходимый уровень ликвидности в банковской системе за счет целевых источников централизованных средств, ограничивая их использование для кредитования с помощью высокой ставки рефинансирования. Закрытие глобальных рынков для рефинансирования российского бизнеса с началом долгового и валютного кризиса в зоне евро в 2011 г. и отток иностранных портфельных инвестиций из России вынудили монетарные власти перейти к рефинансированию банковской системы за счет сделок прямого РЕПО и ресурсов Банка России. С начала 2016 г. по настоящее время основным фактором поддержки ликвидности на финансовом рынке стало накопление средств на счетах бюджетополучателей и в банках за счет финансовых ресурсов бюджета и Резервного фонда. Другим источником формирования избыточной денежной ликвидности у бизнеса и в банках стало ее накопление в условиях относительно благоприятной экономической конъюнктуры в 2017–2018 гг., когда рост нефтяных цен сопровождался сокращением рублевых издержек компаний из-за обесценения рубля и уменьшением инвестиций в зарубежные активы из-за санкций и особенностей делового цикла в компаниях ТЭК, металлургического сектора и некоторых других отраслей российской экономики. Росту рынка РЕПО способствовало и развитие технологий, в результате которых право прямого выхода на биржевой рынок Московской биржи получили крупнейшие российские компании.

В результате указанных процессов общий объем сделок РЕПО на Московской бирже вырос с 1,3 трлн руб. в 2005 г. до 337,7 трлн руб. в 2017 г., т.е. в 260 раз. Однако позднее объемы денежного рынка несколько уменьшились до 309,9 трлн руб. в 2018 г., или на 8,2%. Причины сокращения рынка РЕПО в текущей ситуации, вероятно, связаны с некоторым уменьшением спроса на краткосрочные заемные ресурсы у банков из-за санации ряда крупных проблемных банков во второй половине 2017 г. и с улучшением состояния с денежной ликвидностью в банковской системе в целом. В ноябре 2017 г. Банк России прекратил осуществлять сделки валютного РЕПО сроком на 28 дней и один год. Некоторое уменьшение биржевых сделок РЕПО с акциями может быть связано с переводом части указанных сделок брокерами на внебиржевой рынок в целях сокращения собственных издержек.

Важным трендом в развитии рынка РЕПО на Московской бирже в 2017–2018 гг. стал рост сегмента сделок с расчетами с помощью клиринговых сертификатов участия (КСУ). 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.



* Включает РЕПО – прямое с Банком России, междилерское и с клиринговым центром (без учета РЕПО с КСУ на рынке акций).

** Сделки с использованием акций, облигаций и корзин ценных бумаг.

Рис. 22. Объемы сделок РЕПО с акциями, рублевыми облигациями и клиринговыми сертификатами участия (КСУ) на Московской бирже в 2005–2018 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Таким образом, проблема недооценки акций и облигаций российских компаний и медленное восстановление рынка акций в посткризисное 10-летие во многом являются следствием проблем, накопившихся в российской экономике, нестабильности финансовой системы и недостаточного развития уровня внутренних институциональных инвесторов.

3.2. Рынок акций

В 2018 г. не наблюдалось заметных позитивных изменений в листинге и привлечении на биржу акций новых эмитентов. По критерию количества компаний в листинге из 78 мировых бирж, статистика по которым раскрывается ВФБ, Московская биржа заняло 40-е место в 2018 г. по сравнению с 39-м годом ранее. В ежегодных рейтингах количества новых компаний, вышедших со своими акциями на биржу, и компаний, проводивших IPO-SPO на бирже, которые ведутся ВФБ, с 2018 г. Московская биржа перестала принимать участие. В 2017 г. по числу новых компаний в листинге из 62 бирж, участвовавших в рейтинге, Московская

биржа заняла лишь 39-е место. В 2018 г. на бирже не было проведено ни одного IPO-SPO акций.

После объединения российских бирж РТС и ММВБ число листинговых компаний на Московской бирже в 2012 г. достигло максимума – 293. После этого в 2013–2018 гг. наблюдается стабильная тенденция уменьшения компаний в листинге (рис. 23). В 2018 г. число таких компаний составило 229, в очередной раз сократившись на 2,1% по сравнению с предшествующим годом.

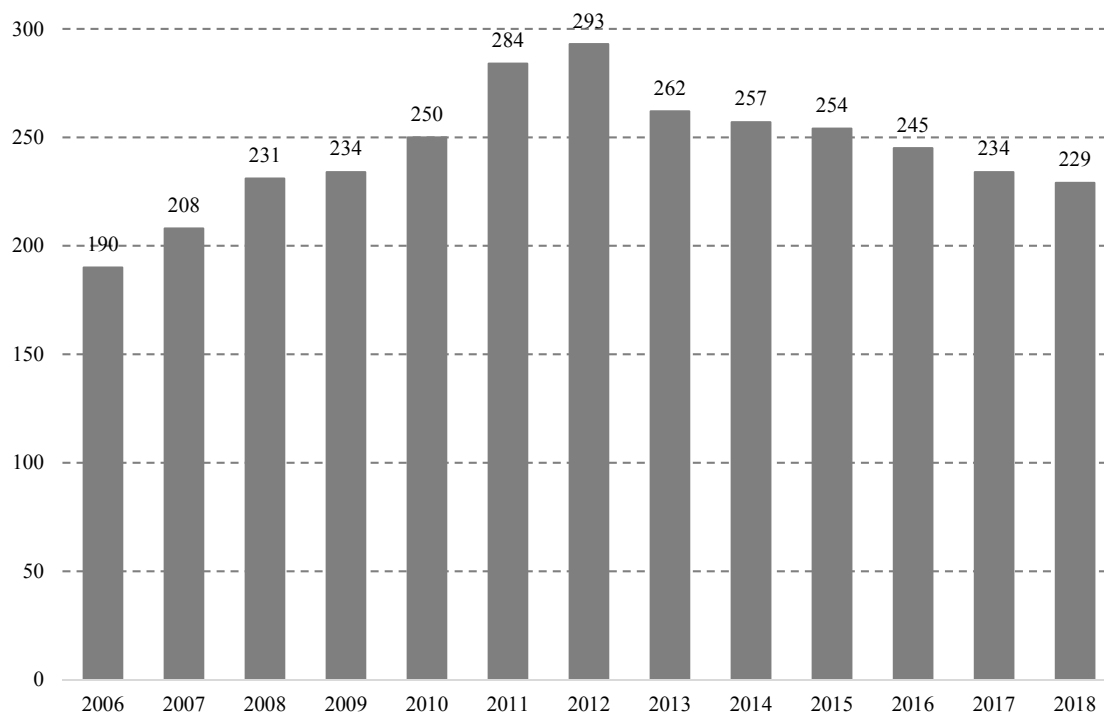


Рис. 23. Количество компаний в листинге Московской биржи в 2006–2018 гг.¹

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

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

¹ За период 2006–2011 гг. приводятся данные по листингу ММВБ, за 2012–2018 гг. – листингу ПАО «Московская биржа».

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

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. Однако пока это не помогло переломить негативные тенденции в листинге.

В ограниченном по количеству компаний листинге Московской биржи наблюдался высокий уровень их концентрации в совокупной капитализации эмитентов (рис. 24 и табл. 7). В 2018 г. на 10 самых крупных ПАО приходилось 66,8% совокупной капитализации, на топ-20 компаний – 80,6%. Данные показатели существенно выросли по сравнению с их уровнями в 2017 г., составлявшими соответственно 60,2 и 76,0%. Среди самых крупных пяти публичных российских компаний – ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сбербанк», ПАО «ЛУКОЙЛ» и ПАО «НОВАТЭК» – последние несколько лет идет напряженная конкурентная борьба за лидерство по размеру капитализации. В 2018 г. второй год подряд лидерство по капитализации сохранял Сбербанк России.

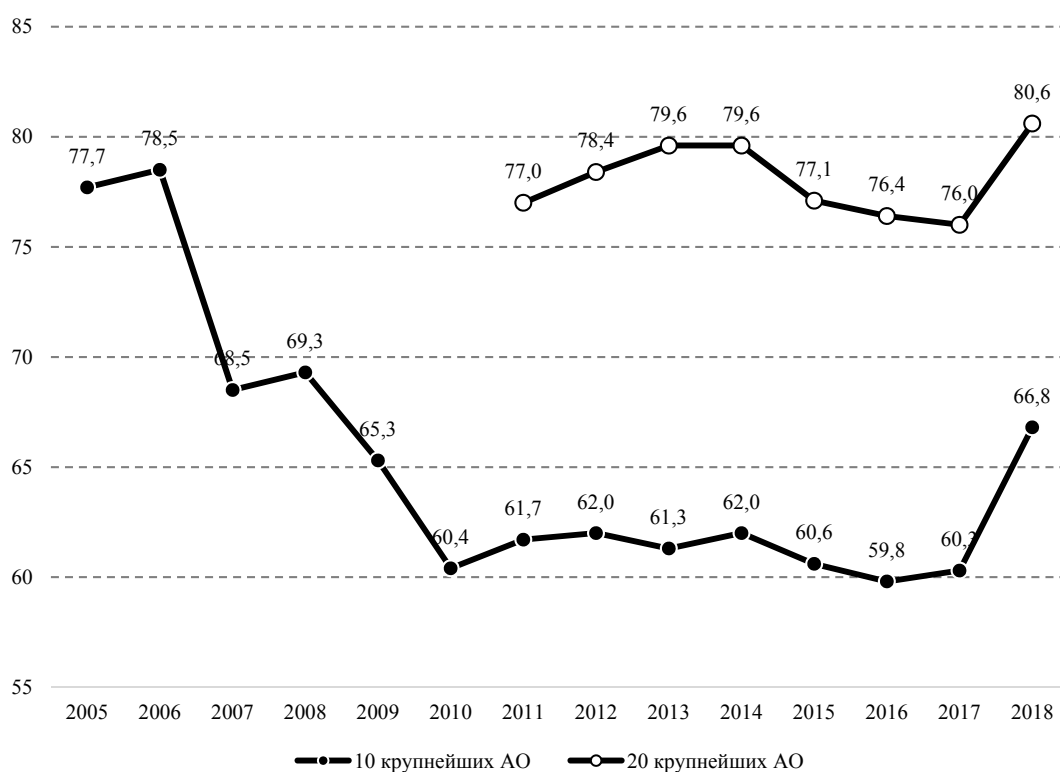


Рис. 24. Доля крупнейших АО в капитализации внутреннего рынка акций, %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Таблица 7

Капитализация 10 крупнейших российских публичных акционерных обществ (ПАО) в 2016–2018 гг.

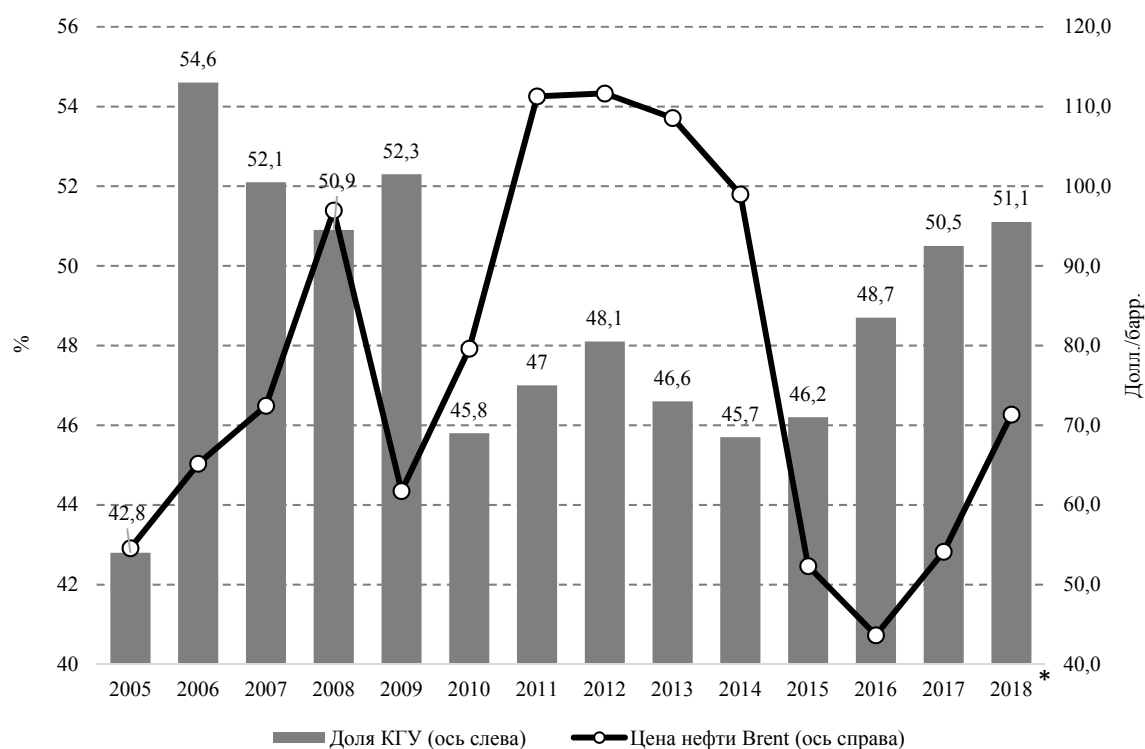
	Наименование эмитента	2016 г.			Наименование эмитента	2017 г.			Наименование эмитента	2018 г.	
		Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %			Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %			Капитализация, млрд руб.	Удельный вес, %
1	ПАО «НК «Роснефть»	4 240	11,2	1	ПАО «Сбербанк»	4 859	13,5	1	ПАО «Сбербанк»	4 535	11,4
2	ПАО «Сбербанк»	3 710	9,8	2	ПАО «Газпром»	3 074	8,6	2	ПАО «ЛУКОЙЛ»	4 017	10,1
3	ПАО «Газпром»	3 635	9,6	3	ПАО «НК «Роснефть»	3 072	8,6	3	ПАО «Газпром»	3 739	9,4
4	ПАО «ЛУКОЙЛ»	2 916	7,7	4	ПАО «ЛУКОЙЛ»	2 823	7,9	4	ПАО «НК «Роснефть»	3 629	9,1
5	ОАО «НОВАТЭК»	2 379	6,3	5	ПАО «НОВАТЭК»	2 048	5,7	5	ПАО «НОВАТЭК»	3 431	8,6
6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 589	4,2	6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	1 701	4,7	6	ПАО «ГМК «Норильский никель»	2 059	5,2
7	ОАО «Сургутнефтегаз»	1 105	2,9	7	ПАО «Газпром нефть»	1 162	3,2	7	ПАО «Газпром нефть»	1 639	4,1
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	1 588	4,0
9	ПАО «Газпром нефть»	1 024	2,7	9	ОАО «Сургутнефтегаз»	991	2,8	9	ОАО «Сургутнефтегаз»	959	2,4
10	Банк ВТБ (ПАО)	960	2,5	10	ПАО «НЛМК»	885	2,5	10	ПАО «НЛМК»	944	2,4
	Капитализация всех эмитентов на МБ	37 748	100,0		Капитализация всех эмитентов на МБ	35 896	100,0		Капитализация всех эмитентов на МБ	39 716	100,0
	Капитализация топ-10 эмитентов	22 591	59,8		Капитализация топ-10 эмитентов	21 650	60,3		Капитализация топ-10 эмитентов	26 541	66,8

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

Другой заметной тенденцией 2014–2018 гг. был рост в капитализации доли компаний с государственной собственностью (КГУ)¹ с 45,7% в 2014 г. до 51,1% в 2018 г. (рис. 25). Данная тенденция была связана с ускоренным ростом капитализации акций компаний ТЭК, где преобладают КГУ, по мере восстановительного роста цен на нефть в 2017–2018 гг. после их провала в 2015–2016 гг., а также благоприятных условий продажи газа на европейском рынке со стороны «Газпрома». Кроме того, здесь можно выделить факторы роста привлекательности акций Сбербанка России у иностранных инвесторов и влияние сделок поглощения частной компании ТНК-ВР государственной НК «Роснефть» в 2013 г., переход из частных в статус КГУ ПАО «Башнефть» в 2014 г. и ПАО «Магнит» в 2018 г.²

¹ Компания с государственным участием (КГУ) – организация, контролируемая государством, выступающим в роли единственного собственника, владельца мажоритарного или существенного миноритарного пакета акций (доли в уставном капитале) в размере не менее 10%.

² Подробнее о роли КГУ в капитализации см.: *Радыгин А.Д. и др. Приватизация 30 лет спустя: масштабы и эффективность государственного сектора / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов, А.Е. Абрамов, М.И. Чернова, Г.Н. Мальгинов. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2019.*



* Данные о доле капитализации КГУ в 2018 г. являются предварительными.

Рис. 25. Доля компаний с государственным участием в капитализации внутреннего рынка акций и цена барреля нефти Brent в 2005–2018 гг.

Источник: расчеты авторов по данным ресурса компании с государственным участием ИПЭИ РАНХиГС. URL: <https://ipei.ganepa.ru/kgu>

В конкуренции с глобальными биржами за рынок 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 60,3% в январе 2019 г. (*рис. 26*). Напротив, доля основного конкурента российских бирж – Лондонской фондовой биржи – за тот же период времени сократилась с 48,8 до 26,8%, а остальных зарубежных бирж выросла с 10,0 до 12,9%. Снижение доли зарубежных площадок во многом связано с падением привлекательности акций и депозитарных расписок на акции российских компаний у иностранных инвесторов, в том числе под влиянием санкций.

В 2018 г. из-за санкций практически был заморожен рынок акций холдинговой компании «РУСАЛ EN+ GROUP PLC», зарегистрированной в юрисдикции острова Джерси и разместившей в 2017 г. в ходе IPO на Лондонской фондовой бирже акции на 1,5 млрд долл., а также акций «РУСАЛ» на Гонконгской фондовой

бирже. В конце года по мере урегулирования проблем с американским Казначейством рынки данных инструментов начали постепенно восстанавливаться.

С 5 октября 2018 г. был произведен делистинг на Лондонской фондовой бирже депозитарных расписок на акции ПАО «Мегафон». В феврале 2019 г. представители компании МТС заявили о возможности делистинга акций компании на Нью-Йоркской фондовой бирже, ряд аналитиков связал это с рисками из-за санкций¹. В начале 2018 г. о возможном делистинге на Лондонской фондовой бирже объявила ПАО «Трубная металлургическая компания».



Рис. 26. Удельный вес бирж в объемах торгов долевыми инструментами российских АО с 1998 г. по январь 2019 г.², %

Источник: расчеты авторов по данным бирж.

Серьезной проблемой, характерной для торгов долевыми инструментами российских эмитентов на разных торговых площадках в мире, является резкое сокращение за последние годы объемов рыночных сделок, что способствует росту премии за риск ликвидности, которую требуют инвесторы данных компаний. Как показано на рис. 27, совокупные объемы рыночных сделок с указанными долевыми ценными бумагами на всех биржах уменьшились с 1,1 трлн долл. в 2011 г. до

¹ BCS Express. Завтрак инвестора. МТС не исключает делистинг с NYSE. Что думают эксперты. 11 февраля 2019 г. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/zavtrak-investora-mts-ne-iskliuchaet-delisting-c-nyse-chto-dumaiut-eksperty>

² Из всех режимов торгов акциями на Московской бирже в расчет включены данные только по рыночным сделкам на аукционном рынке.

0,3 трлн долл. в 2018 г., в том числе на российских биржах – с 0,6 трлн до 0,2 трлн долл.

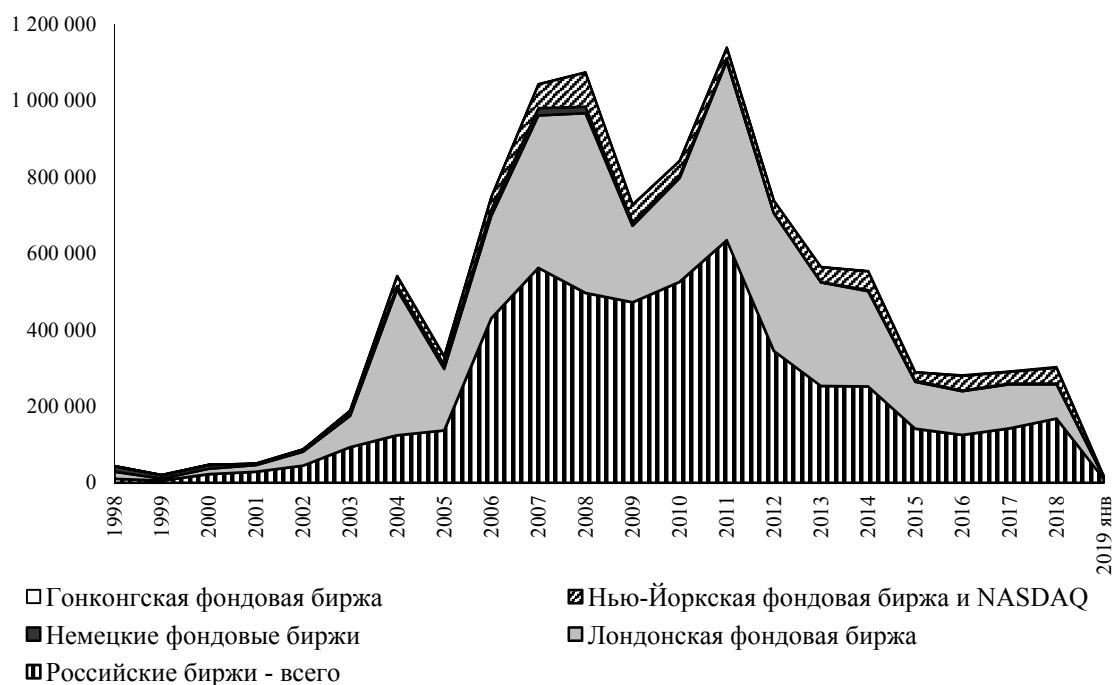


Рис. 27. Объемы торгов долевыми ценными бумагами российских АО на разных биржах с 1998 г. по январь 2019 г., млн долл.¹

Источник: расчеты авторов по данным бирж.

Низкая ликвидность биржевого рынка акций является проблемой не только Московской биржи, но и организованных рынков большинства стран. Как показано в табл. 8, совокупные объемы сделок с акциями в мире восстановились полностью до уровня 109,1% по сравнению с предкризисным 2007 г. только в 2018 г. При этом на таких крупнейших биржах, как NASDAQ и NYSE, на Лондонской фондовой бирже, общеевропейской бирже Euronext, Немецкой бирже, на фондовых биржах в Австралии и Канаде, NASDAQ OMX Nordic Exchange за прошедшие 11 лет объемы рыночных сделок до сих пор не достигли уровня 2007 г. Наблюдаемый после кризиса 2008 г. спад ликвидности связан с усилением ограничительных мер на деятельность маркетмейкеров² и рискованные операции банков³, с замедлением оборачиваемости портфелей крупных институциональных инвесторов

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

² 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.

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

в условиях роста привлекательности индексных стратегий управления активами¹, противодействия институциональных инвесторов практикам высокочастотной торговли².

Отличие российского биржевого рынка акций заключается только в том, что спад ликвидности здесь является более значительным, объем биржевых торгов акциями на Московской бирже в 2018 г. составлял лишь 30,6% от пика до кризиса 2008 г. Хотя позитивным фактором 2017–2018 гг. является некоторый рост этой доли преимущественно за счет притока средств внутренних частных инвесторов, что отчасти компенсировало негативное влияние таких факторов, как отток средств иностранных портфельных инвесторов и заморозка внутренних пенсионных накоплений.

Таблица 8

Динамика стоимости рыночных сделок с акциями на крупнейших фондовых биржах в 2007–2018 гг. (2007 г. = 100%)³

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
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	84,3
Китай (две биржи)	100	63,0	128,9	132,8	106,9	81,8	124,9	198,0	674,2	314,4	274,5	225,2
Япония	100	87,3	61,2	63,2	66,3	57,5	103,9	86,8	88,3	89,6	92,7	100,4
Великобритания	100	89,0	62,9	63,5	65,7	50,8	51,7	64,1	60,2	52,9	53,9	59,0
Euronext	100	84,7	42,7	44,5	47,1	34,8	36,7	43,1	45,8	39,0	42,9	48,6
Германия	100	95,5	45,1	48,4	52,3	37,9	39,7	43,7	46,3	38,9	44,1	54,1
Гонконг	100	77,3	70,1	74,1	71,5	54,7	65,5	75,3	105,2	66,8	96,9	115,8
Канада	100	105,3	75,5	83,0	93,5	82,3	83,2	85,4	71,9	71,3	75,5	87,8
Австралия	100	77,5	57,9	77,1	86,8	67,9	63,9	58,6	58,0	59,7	60,2	62,3
Россия	100	89,0	77,3	75,5	95,2	55,8	44,0	46,0	25,8	23,6	26,4	30,6
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	59,5
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	109,1

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

В отличие от фондовых индексов динамика капитализации зависит не только от изменений цен акций эмитентов, но и от их количества в листинге национальных бирж. Как показано в *табл. 9*, восстановление капитализации российских компаний после кризиса 2008 г. идет медленно. Отставание размера капитализации российских эмитентов от ее уровня в 2007 г. в 2018 г. усилилось: в данном году она составила лишь 38% от показателя 2007 г., в то время как годом ранее

¹ 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, 57th Edition. P. 38.

² Льюис М. Flash Boys: Высокочастотная революция на Уолл-стрит / Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2015. С. 51.

³ Включая сделки с ценными бумагами иностранных эмитентов на соответствующих биржах.

достигала 41,5%. В долларовом выражении капитализация снизилась с 623,4 млрд долл. в 2017 г. до 571,7 млрд долл. в 2018 г., или на 8,3%. Если учесть, что за это время индекс РТС снизился только на 7,4%, то дополнительные 0,9% снижения обеспечили такие факторы, как делистинг ряда АО и более быстрое падение капитализации в валютном выражении акций тех эмитентов, которые не входят в состав индекса РТС.

По критерию рыночной капитализации эмитентов в 2018 г. Московская биржа была 22-й из 76 бирж, статистика по которым публикуется ВФБ. Годом ранее в данном списке Московская биржа также была 22-й из 78 бирж мира.

Таблица 9

Динамика стоимости капитализации акций в долларовом эквиваленте на крупнейших фондовых биржах в 2007–2018 гг. (2007 г. = 100%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
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	154,8
Китай (Shanghai SE)	100	38,6	73,2	73,5	63,8	68,9	67,6	106,4	123,1	111,1	137,8	106,1
Япония	100	71,9	76,3	88,4	76,8	80,3	104,9	101,1	113,0	116,9	143,7	122,3
Великобритания	100	48,6	89,8	93,9	84,9	88,3	115,1	104,3	100,8	90,9	115,8	94,6
Euronext	100	49,8	68,0	69,4	57,9	67,1	84,9	78,6	78,3	82,7	104,0	88,3
Германия	100	52,8	61,4	67,9	56,3	70,6	92,0	82,6	81,5	82,3	107,5	83,4
Гонконг	100	50,1	86,8	102,1	85,1	106,7	116,8	121,8	120,0	120,3	163,9	143,9
Канада	100	47,3	76,7	99,3	87,4	94,2	96,7	95,8	72,8	93,4	108,3	88,6
Австралия	100	52,7	97,2	112,0	92,3	106,8	105,2	99,3	91,4	101,4	116,2	97,3
Россия	100	26,4	57,3	91,7	72,9	71,8	69,3	34,4	26,2	42,3	41,5	38,0
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	45,3	65,8	83,9	67,8	80,1	102,1	96,3	102,0	101,4	123,4	106,5

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

В июле 2018 г. Московская биржа существенно сократила объем публично раскрываемой информации, определенной Положением о деятельности по проведению организованных торгов, утвержденным Банком России 17 октября 2014 г. № 437-П с учетом дополнений, внесенных указанием Банка России от 27 ноября 2017 г. № 4622-У¹, прекратив публиковать сводные данные об объеме операций по сделкам, совершаемым в режиме РПС, адресным сделкам с расчетами через клиринговый центр, по междилерскому РЕПО и некоторым другим режимам торгов в разрезе разных категорий финансовых инструментов. Это в определенной мере затрудняет анализ соотношения между рыночными сделками и объемом денежного рынка с акциями и облигациями на бирже. Кроме того, биржа перестала публиковать сводные данные о сделках с финансовыми инструментами в разрезе конкретных участников биржевых торгов, что сделало невозможным проведение

¹ Данная информация раскрывается по следующему адресу на сайте Московской биржи в Интернете: URL: <https://www.moex.com/ru/markets/stock/month-reports.aspx>. Указанный нормативный акт Банка России предполагает, что суммарная или раздельная информация по видам торгуемых инструментов и режимам торгов определяется самой биржей, т.е. решение о сокращении перечня указанной информации с 1 июля 2018 г. было принято биржей самостоятельно на основе прав, предоставленных ей в соответствии с Указанием Банка России от 27 ноября 2017 г. № 4622-У.

независимого анализа уровня конкуренции на биржевом рынке путем расчета индексов Херфиндаля – Хиршмана. Данное решение по ухудшению раскрытия информации о биржевых сделках можно оценивать как негативный сигнал относительно эффективности деятельности биржи и прозрачности организуемых ею рынков. В этой ситуации также не ясны мотивы действий Банка России: Указание от 27 ноября 2017 г. № 4622-У способствовало тому, что информация о состоянии конкуренции на биржевом рынке стала недоступной для общественности.

Как показано на *рис. 28*, в структуре всех биржевых сделок с акциями в 2018 г. на долю рыночных сделок приходилось только 17,8%, на сделки РЕПО – 81,6% и остаток в размере 0,6% составляли сделки, заключаемые в режиме переговоров (РПС). Экономический смысл сделок РЕПО с акциями заключается в использовании активов одних клиентов брокеров для краткосрочного кредитования под залог акциями или деньгами соответственно коротких продаж¹ или маржинальных сделок². Сделки РЕПО позволяют повысить ликвидность рыночного сегмента рынка акций за счет привлечения на него дополнительных кредитных ресурсов и возложения кредитных рисков на широкий круг часто не понимающих его должным образом клиентов брокеров. Для брокеров использование практически бесплатных активов клиентов с помощью сделок РЕПО является основным источником доходов, они составляют 27% от них, в то время как брокерские и иные комиссии приносят только 16% доходов³.

При этом передача права брокерам по распоряжению денежными средствами и акциями клиентов на специальных брокерских счетах и аналогичных счетах депо в расчетном депозитарии нередко создает ситуации неопределенности их возврата клиентам в случае прекращения деятельности брокера или мошенничества со стороны его персонала⁴. Наличие правовых неопределенностей создает повышенные риски у инвесторов, особенно в ситуациях непредсказуемого роста волатильности фондового рынка.

В настоящее время не существует моделей, позволяющих определить оптимальный уровень соотношения между объемами рыночных сделок и сделок РЕПО на рынке акций. К сожалению, Банк России перестал публиковать специальные обзоры, посвященные рынку РЕПО и его рискам. Однако отраженный на *рис. 28* факт снижения доли рыночных сделок в общем объеме рыночных торгов с 69,5% в 2005 г. до 17,8% в 2018 г. с одновременным повышением объема сделок РЕПО с 18,5 до 81,6% свидетельствует о значительном росте объемов заемных ресурсов на рынке акций и соответственно кредитных рисков у его участников. Некоторой

¹ Продажа ценных бумаг без покрытия в надежде получить прибыль от снижения рыночных цен указанных ценных бумаг.

² Приобретение ценных бумаг за счет заемных денежных средств в расчете на повышение их рыночных цен.

³ Банк России. Отрасль брокеров. Аналитический обзор. 2017 г. и I квартал 2018 г. Доступен на: URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/broker_18-01.pdf

⁴ Подобные случаи уже возникали с клиентами ИК «Элтра» в 2016 г. и ИК «Энергокапитал» в 2018 г.

позитивной тенденцией 2018 г. является увеличение доли рыночных сделок с 11,7% в 2017 г. до 17,8% в 2018 г.

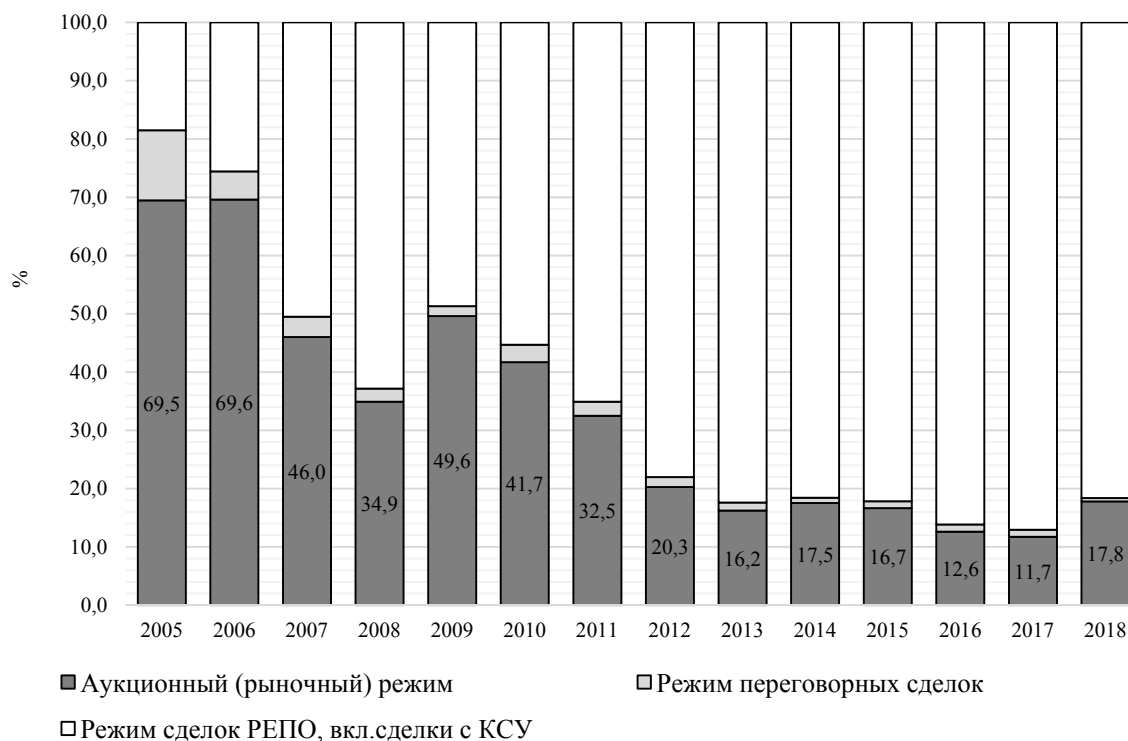


Рис. 28. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи в 2005–2018 гг., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

На рис. 29 показано, что тенденция стабильного роста общего объема биржевых торгов акциями в предшествующие годы с 4,0 трлн руб. в 2005 г. до 70,7 трлн руб. в 2017 г. отчасти была нарушена в 2018 г., когда данный показатель по сравнению с предшествующим годом снизился до 58,9 трлн руб., или на 17,0%. При этом объемы рыночных сделок изменялись достаточно статично: после их падения в начале 2010-х с 15,7 трлн руб. в 2011 г. до 9,4 трлн руб. в 2012 г. в результате оттока средств иностранных портфельных инвесторов, рыночные объемы сделок постепенно снижались вплоть до 2017 г. Лишь в 2018 г. они немного выросли: с 8,3 трлн руб. в предшествующем году до 10,5 трлн руб., или на 26,5%.

Объем сделок РЕПО с акциями, наоборот, стремительно вырос с 0,7 трлн руб. в 2005 г. до 61,5 трлн руб. в 2017 г., а в 2018 г. он снизился до 48,0 трлн руб., или на 22,0% по сравнению с уровнем предыдущего года. Снижение рынка РЕПО с акциями в 2018 г. было обусловлено переориентацией части биржевых сделок РЕПО с активами клиентов на внебиржевые сделки в целях снижения транзакционных издержек брокеров.

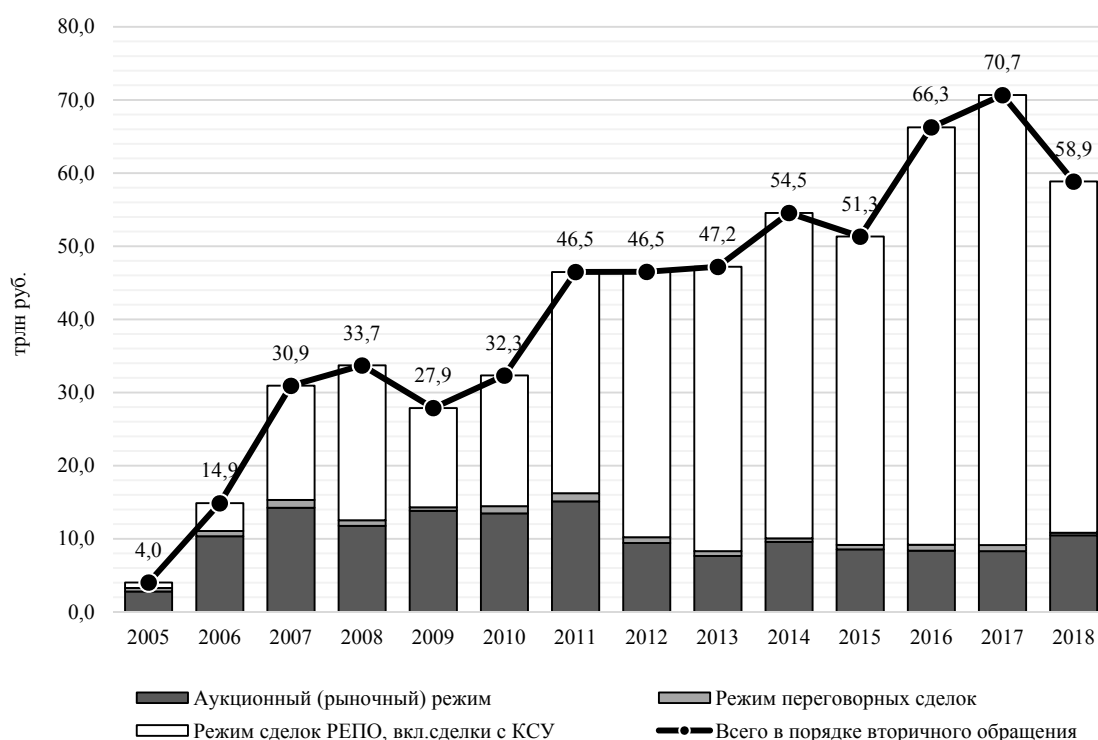


Рис. 29. Объемы сделок с акциями на основном рынке Московской биржи в 2005–2018 гг., трлн руб.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Вопрос о том, как оценивать рост активности населения и нерезидентов в биржевых сделках с акциями, остается открытым. Официальная информация самой Московской биржи на эту тему носит нерегулярный характер. На основании ее можно предположить, что доля физических лиц в сделках с акциями (рыночных и РПС) выросла с 29,6% по данным НАУФОР в 2017 г.¹ до 35% в 2018 г. по сведениям Московской биржи². При этом достигнутый в 2018 г. уровень соответствовал аналогичному показателю НАУФОР в 2016 г.

На рис. 30 приводятся данные о структуре сделок с акциями в разрезе категорий инвесторов³, рассчитанные по отношению к общему объему сделок с акциями, включая раскрываемые биржей сделки РЕПО. Они показывают, что доля физических лиц на рынке акций выросла за год с 9,2% в январе 2018 г. до 11,4% в январе

¹ НАУФОР. Российский фондовый рынок: 2017. События и факты. Доступно на: URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf>.

² Пресс-релиз Московской биржи 4 февраля 2019 г. Доступно на: URL: <https://www.moex.com/n22490/?nt=106>.

³ С 1 июля 2018 г. в связи с изменениями в содержании раскрываемой Московской биржей информации доля нерезидентов, частных инвесторов и иных организаций-резидентов рассчитывается на основе объемов лишь рыночных сделок и безадресных сделок РЕПО с расчетами через клиринговый центр. До этого момента объемы сделок включали более широкий спектр сделок в разных режимах торгов на бирже.

2019 г. Наоборот, доля нерезидентов в указанных объемах торгов сократилась за тот же период с 40,4 до 33,6%. Это отражает тенденцию частичного замещения выбывающих средств иностранных портфельных инвесторов притоком денежных ресурсов от внутренних частных инвесторов, стремящихся найти на рынке акций некоторую альтернативу снижающейся доходности банковских депозитов. В целом это позитивная тенденция, 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. Без этого добиться сохранения данной тенденции и достичь предкризисного уровня участия физических лиц в операциях на рынке акций вряд ли удастся.

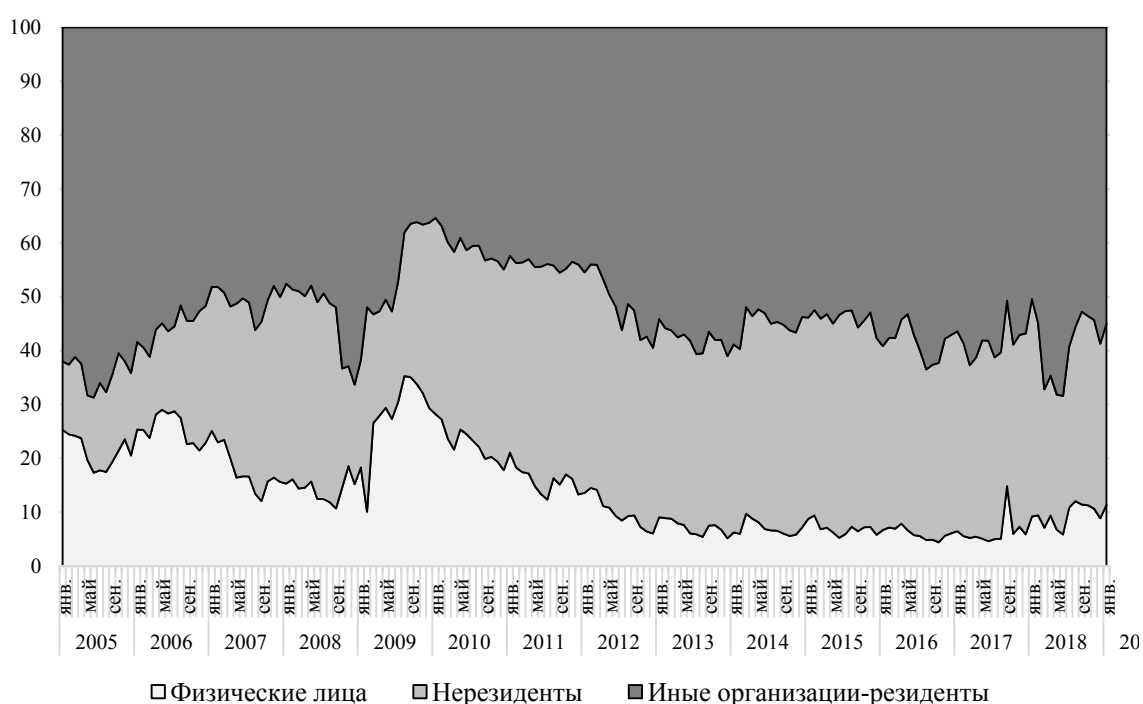


Рис. 30. Структура инвесторов при биржевых сделках с акциями на Московской бирже с января 2005 г. по январь 2019 г., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Основным каналом воздействия рынка акций на инвестиции и экономический рост является предоставление публичным АО возможности проведения IPO и сделок слияния-поглощения разным компаниям.

Как следует из данных табл. 10, за последние 5 лет влияние российского рынка на инвестиции и экономику заметно упало. В 2014–2018 гг. компаниями проведено сделок IPO-SPO всего на 8,8 млрд долл., причем не было ни одного публичного размещения на Московской бирже в 2018 г. За предшествующие 5 лет –

в 2009–2013 гг. – стоимость проведенных IPO-SPO с акциями российских компаний составляла 37,8 млрд долл., т.е. в 4,3 раза больше, чем в текущее пятилетие.

Примерно схожая ситуация сложилась с объемом завершенных сделок слияний-поглощений, их суммарный объем в 2014–2018 гг. составил 223,6 млрд долл. по сравнению с 433,9 млрд долл. в 2009–2013 гг., что на 48,5% меньше, чем в предшествующее пятилетие.

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, вероятно, ввиду малой значимости данных средств.

Таблица 10

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 слияний-поглощений
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему IPO-SPO	
2000	41	47	0,5	0,2	0,5	40,0	5,0
2001	75	49	0,2	0,1	0,1	50,0	12,0
2002	106	87	1,3	0,2	0,2	15,4	18,1
2003	176	188	0,6	0,2	0,1	33,3	32,4
2004	230	541	3	0,1	0,0	3,3	27,1
2005	549	374	5,2	3,2	0,6	61,5	60,2
2006	1057	914	17	3,2	0,3	18,8	61,9
2007	1503	1687	33	3,6	0,2	10,9	127,7
2008	397	1983	1,9	2,1	0,5	110,5*	117,0
2009	861	1156	1,7	2,0	0,2	117,6*	55,7
2010	1379	1431	6,3	2,4	0,2	37,9	55,1
2011	1096	2222	11,3	2,6	0,2	23,1	94,3
2012	1079	1931	9,5	3,1	0,3	32,6	72,7
2013	1041	1801	9,0	3,1	0,3	34,4	156,1
2014	517	1739	1,7	3,1	0,6	182,0*	58,7
2015	393	997	0,6	0,9	0,2	150,0*	56,9
2016	635	1154	2,1	0,7	0,1	32,0**	41,7
2017	623	1363	4,4	н.д.	н.д.	н.д.	31,4
2018	572	998	0	0	0	0	34,9

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

** Сумма поступлений по результатам IPO компаний «Роснефть» и ФХ «Открытие» на Московской бирже в 2016 г.

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

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 пока в полной мере не используется. Вклада фондовых рынков не оказалось в опубликованных Правительством Российской Федерации материалах по национальным

проектам на период до 2024 г.¹, что является большим упущением как регулятора финансового рынка, так и его инфраструктурных организаций.

3.3. Рынок облигаций

3.3.1. Характеристики рынка облигаций

В 2018 г. стоимость облигационных займов в России продолжала расти, достигнув 21,8 трлн руб., что на 10,3% больше по сравнению с 2017 г. (рис. 31). Заметную роль стали играть краткосрочные облигации Банка России (КОБР), выпущенные для управления ликвидностью банковской системы, объем обращения которых в 2018 г. составил 1,4 трлн руб. Стоимость корпоративных облигаций, включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 11,4 трлн до 11,9 трлн руб., или на 4,5%; федеральных облигаций (ОФЗ, ГСО и др.) – с 7,2 трлн до 7,7 трлн руб., или на 3,9%. Объем в обращении региональных облигаций в 2018 г. практически не изменился по сравнению с предшествующим годом, сохранившись на уровне 0,7 трлн руб. Несмотря на высокую потребность в денежных средствах для финансирования бюджетных расходов, в 2018 г. Минфин России проводил умеренную политику по наращиванию внутреннего государственного долга, что в значительной мере было связано с недостаточным спросом на федеральные облигации на внутреннем рынке по причине оттока средств нерезидентов из-за опасения новых санкций.

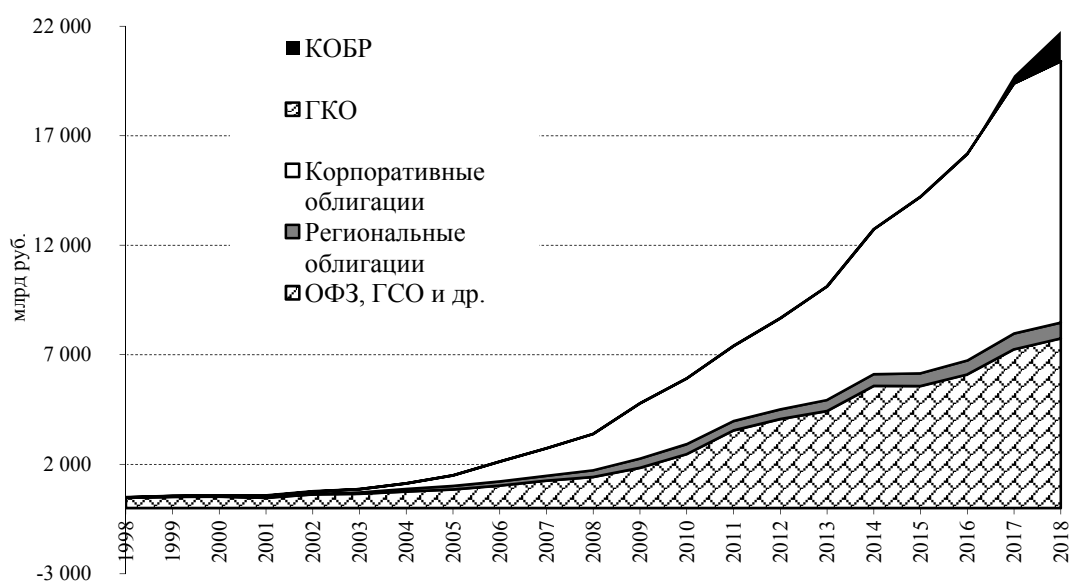


Рис. 31. Объемы рублевых облигаций в обращении с 1998 по 2018 г., млрд руб.

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

¹ Доступно на: URL: <http://static.government.ru/media/files/p7nn2CS0pVhvQ980OwAt2dzCIAietQih.pdf>

В 2018 г. произошло заметное сокращение объема размещения корпоративных облигаций (рис. 32). Объем размещений корпоративных облигаций уменьшился с 2,9 трлн руб. в 2017 г. до 1,6 трлн руб. в 2018 г., или на 43,7%. Основные причины сокращения объема размещаемых корпоративных облигаций на внутреннем рынке были связаны с неопределенностью экономической политики, с ростом ставок заимствования ресурсов, с усложнением доступа эмитентов к заемным ресурсам на глобальном рынке из-за расширения санкций, с продолжающейся заморозкой пенсионных накоплений и переориентацией портфелей пенсионных накоплений НПФ на вложения в государственные ценные бумаги. По данным Банка России, доля федеральных облигаций в портфеле пенсионных накоплений НПФ выросла с 24,3% на декабрь 2017 г. до 37,7% в сентябре 2018 г.¹

Объем эмиссии федеральных облигаций уменьшился с 1,8 трлн руб. в 2017 г. до 1,0 трлн руб. в 2018 г., или на 41,5%. За тот же период объем выпусков региональных облигаций сократился с 210,9 млрд до 84,6 млрд руб., или на 59,9%. Наоборот, объем выпуска краткосрочных КОБР за тот же период вырос с 0,5 трлн до 7,0 млрд руб., или в 14 раз (рис. 32). На снижение активности первичного рынка ОФЗ и рублевых корпоративных облигаций повлияли негативные ожидания с апреля 2018 г. принятия новых санкций, ограничивающих возможности приобретения государственных ценных бумаг и обязательств ряда крупных российских компаний глобальными инвесторами, а также ослабление рубля и риски ускорения инфляции. В результате в 2018 г. ставки доходности по рублевым облигациям существенно выросли.

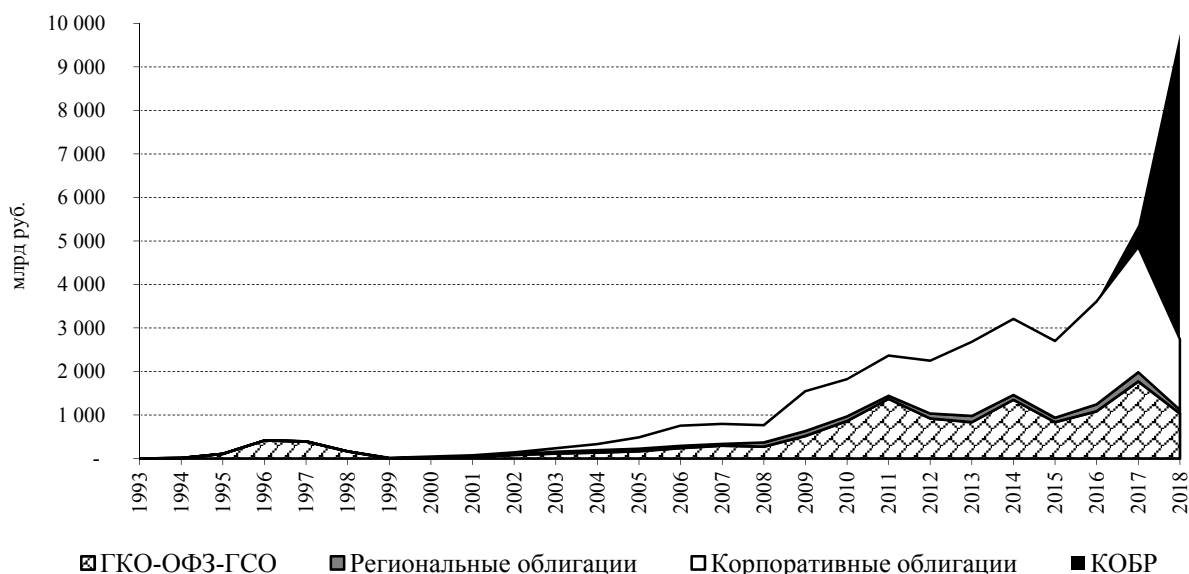


Рис. 32. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2018 гг.

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

¹ Усов И. Пенсионные фонды уходят от реального // Коммерсантъ. 30 ноября 2018 г.

На вторичном биржевом рынке произошло снижение объемов сделок с корпоративными облигациями с 159,3 трлн руб. в 2017 г. до 129,1 трлн руб. в 2018 г., или на 19,0% (рис. 33). Объемы рыночных и РПС сделок с ОФЗ выросли с 6,6 трлн до 6,9 трлн руб., или на 4,9%.

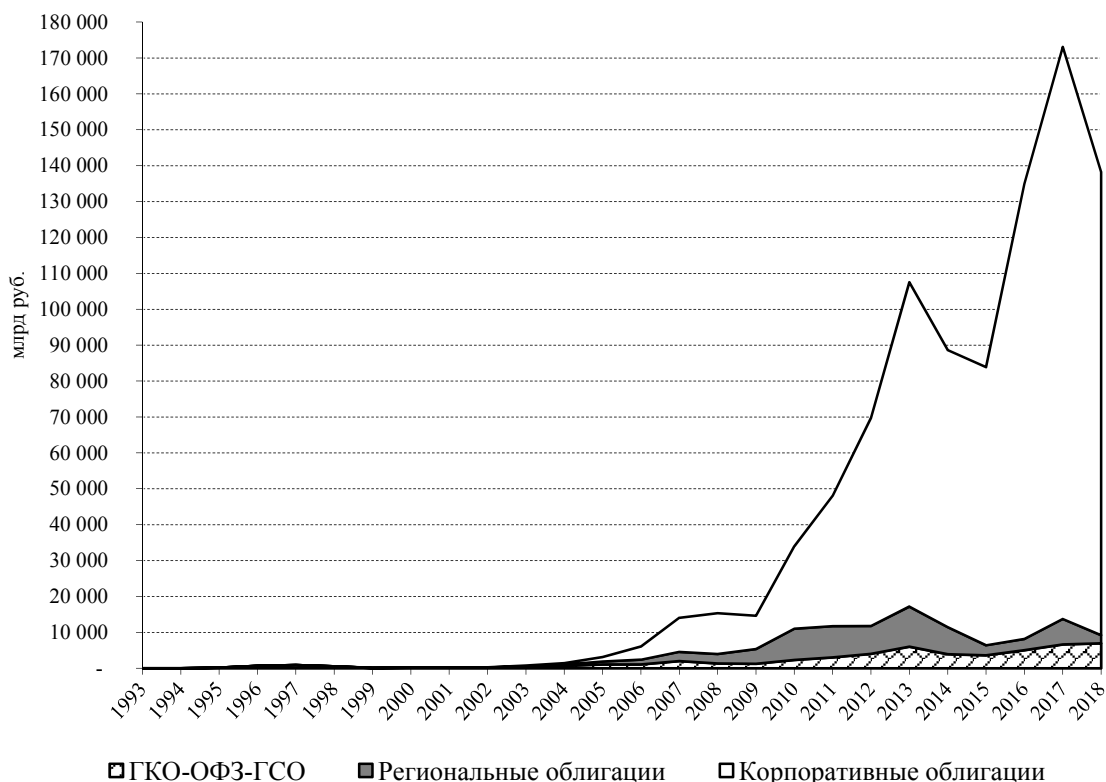


Рис. 33. Объемы биржевых торгов рублевых облигаций, включая денежный рынок, в 1993–2018 гг.

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

Доминирование денежного рынка в общей структуре сделок на рынке облигаций выражено еще сильнее, чем на рынке акций. В 2018 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с облигациями достигла 96,1% по сравнению с 96,0% в 2017 г. (рис. 34). На долю рыночных сделок с облигациями в 2018 г. приходилось только 2,3% по сравнению с 2,5% в предшествующем году. Для сравнения: в 2005 г. доля сделок РЕПО составляла 28,0%, а рыночных сделок – 12,8%; оставшиеся 59,2% 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.

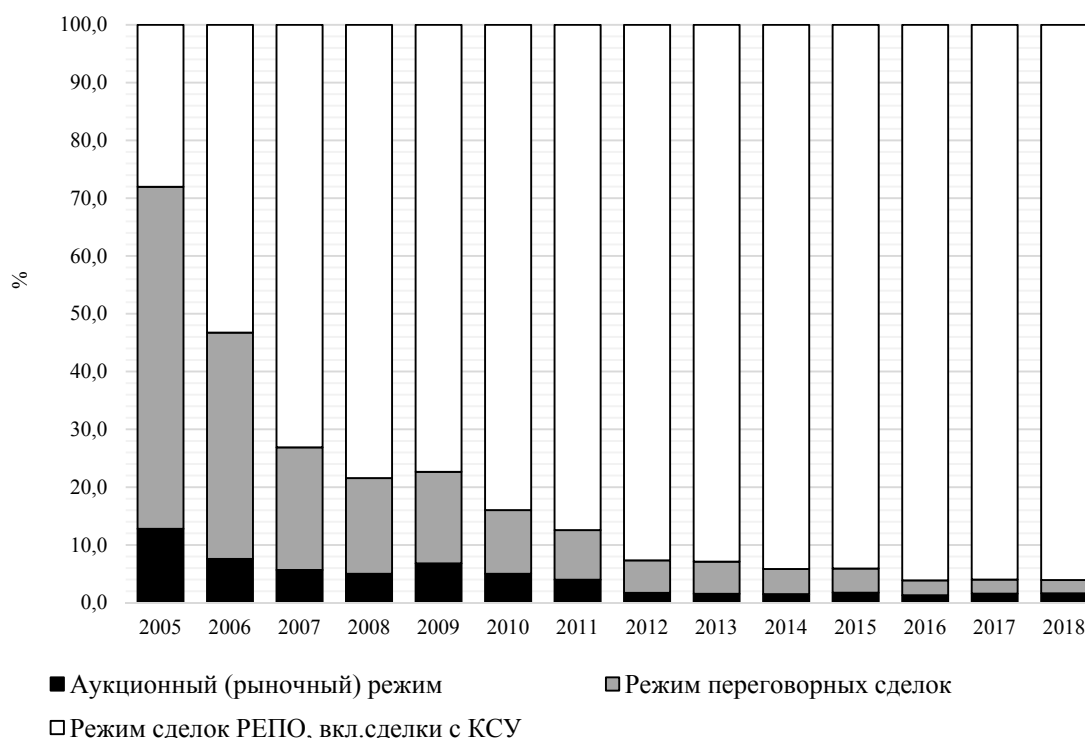


Рис. 34. Структура сделок с облигациями на Московской бирже в 2005–2018 гг., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Рыночные сделки с облигациями малы по своим объемам, к тому же их размер сократился с 6,9 трлн руб. в 2017 г. до 6,0 трлн руб. в 2018 г., или на 13,0% (рис. 35). Денежный рынок – РЕПО с облигациями – доминировал по объему и более стремительно развивался. Его объем вырос с 0,7 трлн руб. в 2005 г. до 61,5 трлн руб. в 2017 г., т.е. в 87,9 раза; за это же время рыночные сделки с облигациями выросли с 0,3 трлн до 4,4 трлн руб., или в 14,7 раза. Драйвером данного рынка является избыточная денежная ликвидность, которая на разных этапах развития рынка формировалась за счет разных факторов (carry trade, рефинансирование через прямое РЕПО, рефинансирование со стороны Минфина)¹. При этом период стремительного роста денежного рынка в 2012–2018 гг. во многом совпадал с периодом низкого экономического роста в стране, т.е. рост денежной ликвидности в финансовой системе как драйвер роста рынка РЕПО во многом был обусловлен снижением инвестиционной активности бизнеса и накоплением им разного рода денежных резервов.

Снижение объемов сделок РЕПО с облигациями с 61,5 трлн руб. в 2017 г. до 48,0 трлн руб. в 2018 г., или на 30%, было обусловлено санацией ряда крупных

¹ Более подробно об этом см. в комментариях к рис. 22.

банков, активно использовавших механизм РЕПО для финансирования своей деятельности (ФХ «Открытие», Бинбанк, «Рост Банк» и Промсвязьбанк), сворачиванием Банком России валютного РЕПО и снижением спроса на данный инструмент фондирования банков в условиях роста ключевой ставки и наличия иных, более дешевых источников финансирования.

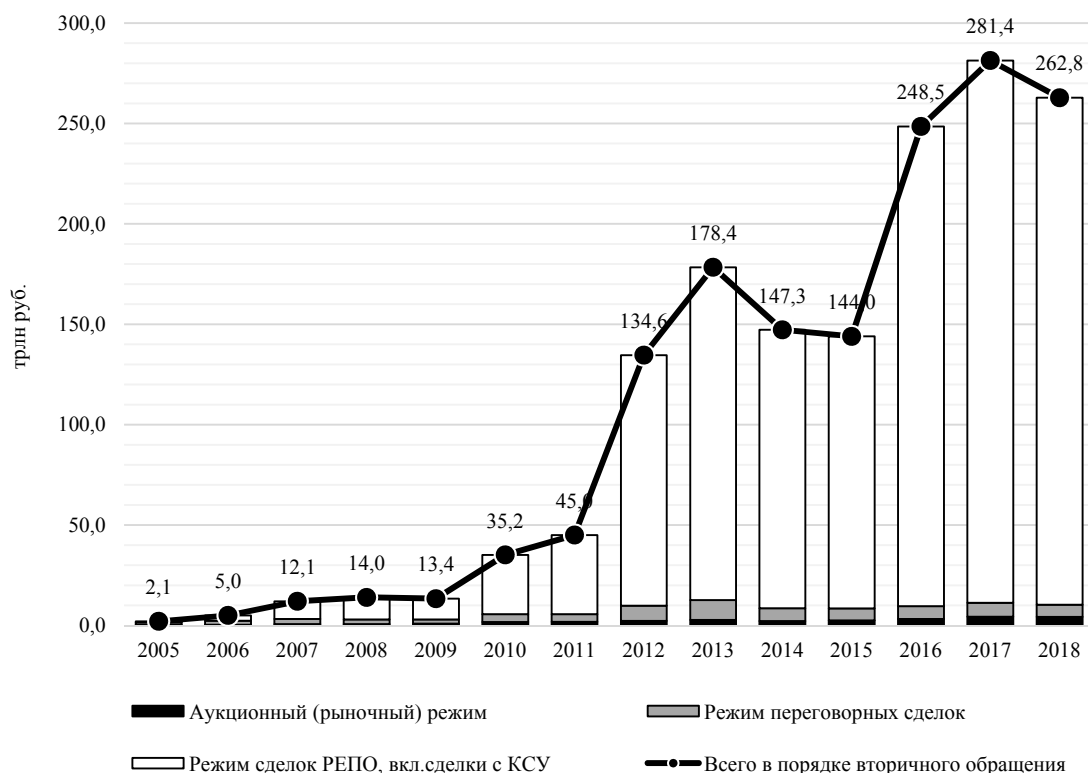


Рис. 35. Стоимость сделок с облигациями на Московской бирже в 2005–2018 гг., трлн руб.

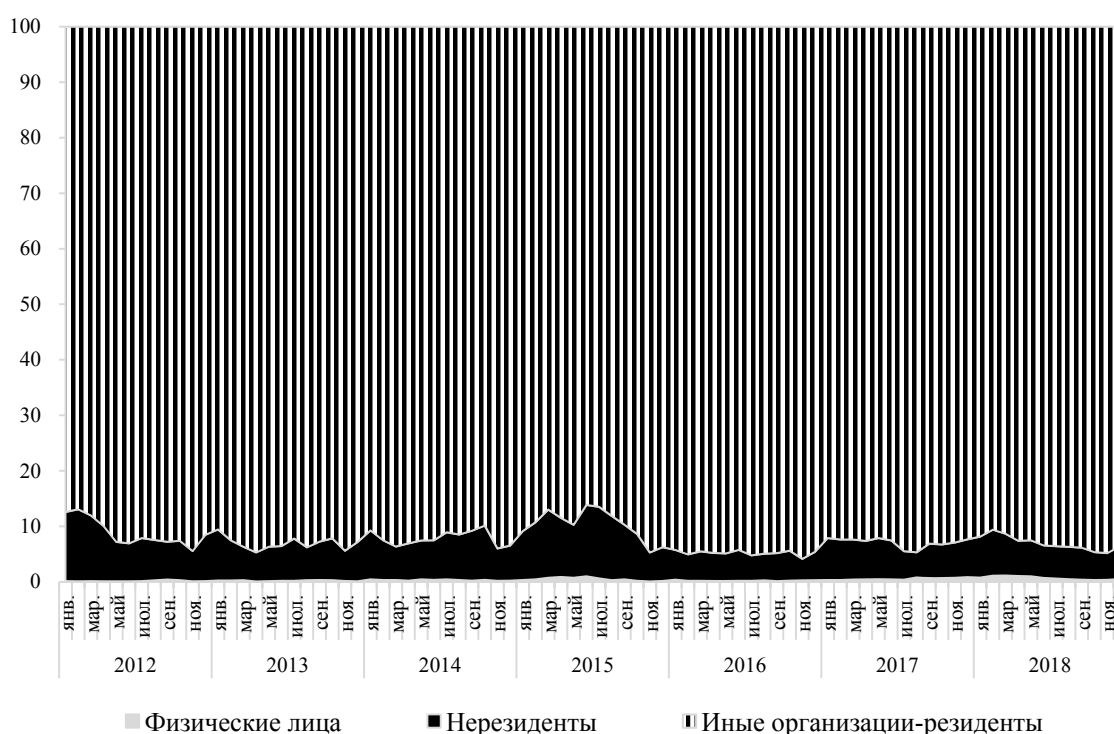
Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Как показано на рис. 36, в биржевых сделках со всеми категориями облигаций (включая денежный рынок) нерезиденты и внутренние частные инвесторы играют относительно скромную роль. Более того, в общей стоимости сделок с облигациями их доля снизилась – по физическим лицам с 0,7% в 2017 г. до 0,4% в 2018 г. и по нерезидентам – соответственно с 6,3 до 5,9%. Исключением из данных правил являются облигации федерального займа (ОФЗ), где на долю нерезидентов приходится около четверти инвестиций¹.

Однако данные оценки по облигациям во многом искажаются из-за включения в них объемов сделок РЕПО, в которых физические лица и нерезиденты, вероятно, играют очень скромную роль. В расчетах без учета денежного рынка, вероятно,

¹ Подробнее см. рис. 45.

можно больше полагаться на официальные оценки, согласно которым доля физических лиц в сделках с облигациями (рыночных и РПС) выросла с 4,0% по данным НАУФОР в 2017 г.¹ до 7,0% в 2018 г. по сведениям Московской биржи². С 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.



Примечание. В связи с изменением содержания информации о биржевых сделках, раскрываемой Московской биржей, с июля 2018 г. доли участников торгов на графике рассчитываются по совокупности рыночных и безадресных сделок с расчетами через НКЦ.

Рис. 36. Структура инвесторов при биржевых сделках облигациями на Московской бирже с января 2005 г. по январь 2019 г., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

¹ НАУФОР. Российский фондовый рынок: 2017. События и факты. Доступно на: URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf>

² Пресс-релиз Московской биржи 4 февраля 2019 г. Доступно на: URL: <https://www.moex.com/n22490/?nt=106>

3.3.2. Рынок негосударственных облигаций

На 1 марта 2019 г. в листинге Московской биржи находились выпуски 412 корпоративных облигаций 181 эмитента. Как и рынок акций, данный сегмент биржевого рынка является высококонцентрированным. Как показано на *рис. 37* и в *табл. 11*, первичный рынок корпоративных заимствований является высококонцентрированным. В 2018 г. на долю 10 самых крупных эмитентов приходилось 58,5% совокупного объема всех выпусков корпоративных облигаций, а на долю 20 крупнейших эмитентов – 78,8%. Данные показатели довольно близки к аналогичным характеристикам на рынке акций – 66,8 и 80,6% соответственно (*рис. 24*), однако список эмитентов существенно отличается.

За 10 посткризисных лет доля топ-10 и топ-20 эмитентов корпоративных облигаций несколько снизилась с 66,5 и 83,4% в 2009 г. до 58,5 и 78,8% в 2018 г.

Высокий уровень концентрации эмитентов корпоративных облигаций показывает, что за прошедшие годы рынок Московской биржи пока не стал тем механизмом, который способствует получению публичного финансирования на долговом рынке большим кругом компаний, включая представителей малого и среднего бизнеса.

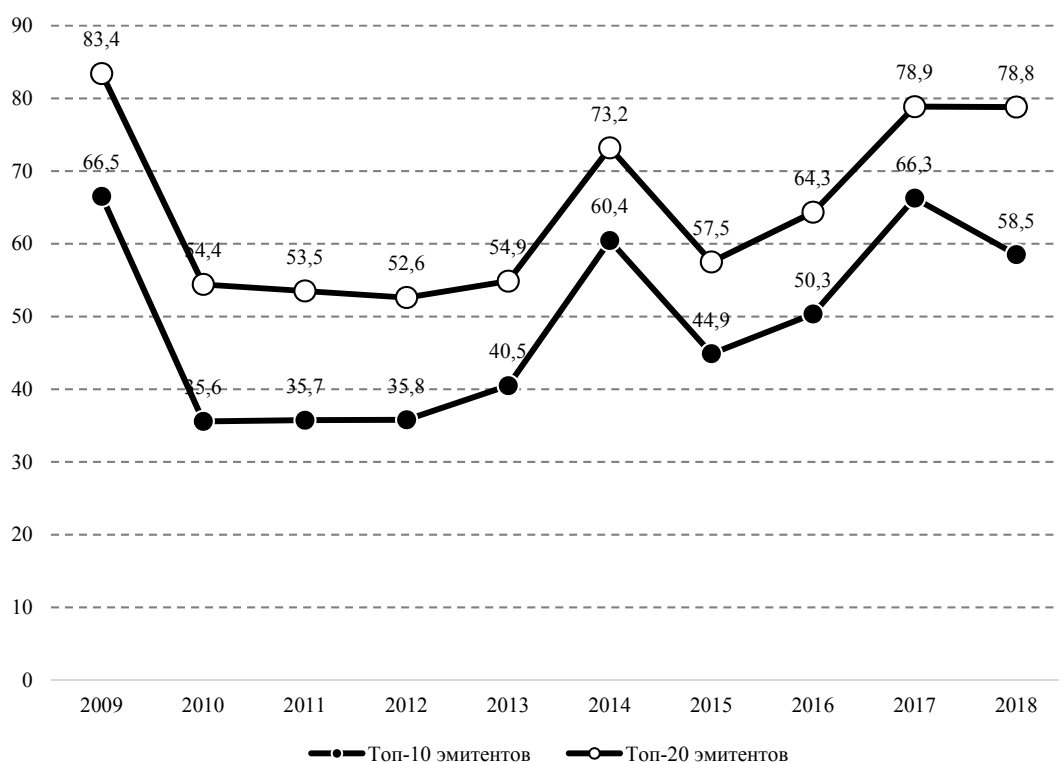


Рис. 37. Доля крупнейших 10 и 20 эмитентов в эмиссии рублевых корпоративных облигаций, %

Таблица 11

**Десять крупнейших эмитентов корпоративных облигаций (КО)
и их доля в совокупной стоимости эмиссии выпусков КО**

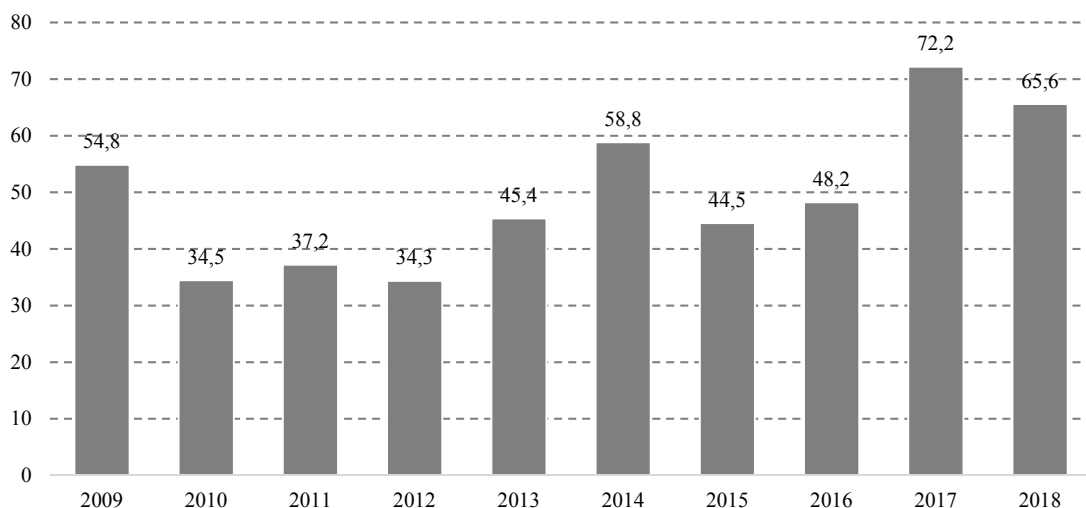
	Эмитенты	2016 г.			Эмитенты	2017 г.			Эмитенты	2018 г.	
		млрд руб.	%			млрд руб.	%			млрд руб.	%
1	ПАО «НК «Роснефть»	650	26,7	1	ПАО «НК «Роснефть»	1 051	36,8	1	ПАО «Сбербанк»	301	17,9
2	ОАО «РЖД»	100	4,1	2	Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»	126	4,4	2	ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»	137	8,2
3	АО «Открытие Холдинг»	90	3,7	3	АКБ «Пересвет» (АО)	125	4,4	3	ОАО «РЖД»	85	5,1
4	ПАО «Транснефть»	77	3,2	4	Ипотечный агент «Фабрика ИЦБ»	109	3,8	4	АО «Россельхозбанк»	78	4,7
5	ПАО АНК «Башнефть»	55	2,3	5	ПАО «Транснефть»	107	3,8	5	ООО «Жилой микрорайон»	76	4,6
6	Внешэкономбанк	55	2,2	6	ООО «О1 Груп Финанс»	88	3,1	6	ПАО «НК «Роснефть»	70	4,2
7	ПАО «Сбербанк»	51	2,1	7	ОАО «РЖД»	85	3,0	7	Газпромбанк (АО)	67	4,0
8	ПАО «Газпром нефть»	50	2,1	8	ПАО «Газпром нефть»	70	2,5	8	Банк ВТБ (ПАО)	59	3,5
9	ООО «Диджитал Инвест»	50	2,1	9	Газпромбанк (АО)	65	2,3	9	АО «ДОМ.РФ»	55	3,3
10	ООО «Регион-Инвест»	50	2,1	10	АО «Открытие Холдинг»	65	2,3	10	Государственная компания «Автодор»	52	3,1
	Капитализация всех выпусков КО	2439	100		Капитализация всех выпусков КО	2 852	100		Капитализация всех выпусков КО	1 674	100
	Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	1228	50,3		Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	1890	66,3		Капитализация выпусков топ-10 эмитентов КО	979	58,5

Источник: расчеты авторов по данным CBonds.

Доля крупнейших компаний с государственным участием (КГУ) из топ-20 в эмиссии корпоративных облигаций за последние 10 лет выросла с 54,8 до 65,6% в 2018 г. (рис. 38). При этом из-за уменьшения уровня корпоративных заимствований НК «Роснефть» доля КГУ в 2018 г. несколько снизилась по сравнению с показателем 72,2%, зафиксированным в 2017 г. Эти данные свидетельствуют о том, что биржевой рынок корпоративных облигаций во многом используется для перераспределения кредитных ресурсов на рынке в пользу крупнейших государственных компаний.

О слабом уровне конкуренции на рынках андеррайтинговых и консалтинговых услуг при размещении корпоративных и региональных облигаций свидетельствуют данные индекса Херфиндаля – Хиршмана (рис. 39). Начиная с 2009 г. рынок инвестиционно-банковских услуг по сделкам с корпоративными облигациями превратился из высококонкурентного в умеренно концентрированный, когда ежемесячные значения ННИ попадают в диапазон от 800 до 1800. В 2018 г. в сегменте услуг по выпускам региональных облигаций ННИ был равен 1206. С 2011 г. рынок услуг по выпускам региональных облигаций балансирует между зонами с умеренно и высококонцентрированного рынка. В 2018 г. со значением ННИ 2534 он подпадал под определение высококонцентрированного рынка. Значения обоих индексов

выросли по сравнению с 2017 г., что свидетельствует о росте уровня монополизации соответствующих услуг на рынке.



Примечание. Данные о доле КГУ в 2018 г. являются предварительными.

Рис. 38. Доля крупнейших КГУ, входящих в топ-20 эмиссии рублевых корпоративных облигаций, %

Источник: расчеты авторов по данным ресурса Cbonds.

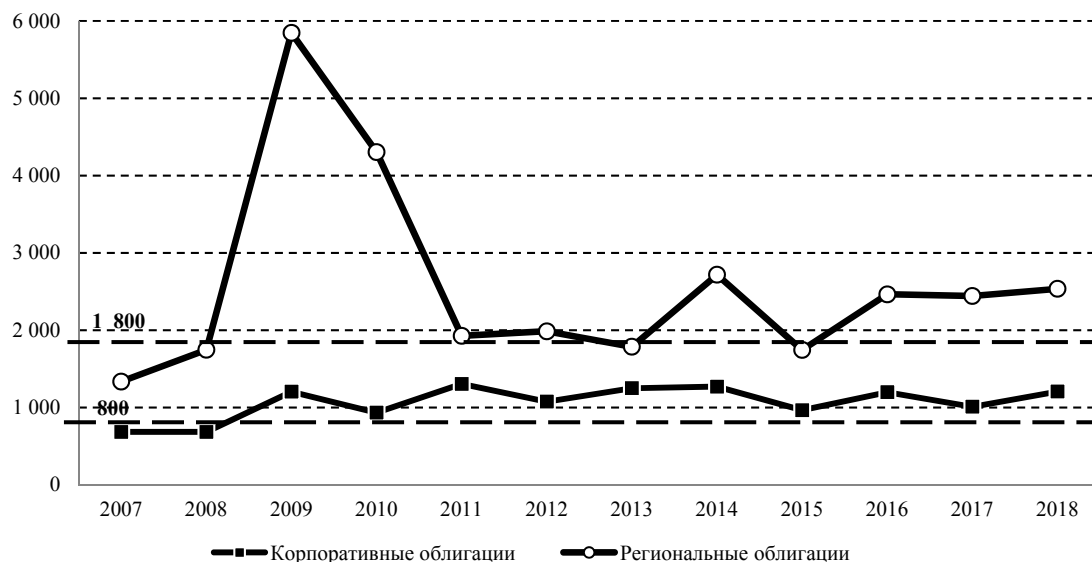


Рис. 39. Индекс Херфиндаля – Хиршмана: услуги по организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2007–2018 гг.

Источник: расчеты авторов по данным рейтингов организаторов размещений облигаций на ресурсе CBonds.ru за 2007–2018 гг.

По данным агентства Refinitiv, с точки зрения доходов инвестиционных банков от размещения облигаций в России 2018 г. стал худшим за последние 16 лет. Их комиссионные доходы за год составили около 170 млн долл., что вдвое ниже, чем в предшествующем году¹.

После введения секторальных санкций с июля 2014 г. российские компании начали активно возвращаться на рынок еврооблигаций лишь с 2016 г. В 2016 г. с помощью размещения еврооблигаций компании привлекли 12,7 млрд долл., в 2017 г. – 20,5 млрд долл. и в 2018 г. – 10,9 млрд долл., что на 46,8% меньше показателя предшествующего года. В 2018 г. внешние заимствования российских компаний были сорваны в результате ожидания принятия американских санкций, ограничивавших заимствования Российской Федерации и крупнейших государственных компаний и банков начиная с апреля 2018 г. Это все отразилось на поведении глобальных инвесторов, даже несмотря на то что до сих пор законодательство США по данным санкциям не принято.

В 2018 г. стоимость рублевых корпоративных облигаций оценивалась в 190,9 млрд долл., еврооблигаций – в 109,4 млрд долл., годом раньше данные цифры соответственно составляли 195,9 млрд и 132,5 млрд долл. (рис. 40). Всего же после обострения геополитических рисков с 2014 г., стоимость еврооблигаций российских компаний сократилась со 181,8 млрд долл. в 2013 г. до 109,4 млрд долл. в 2016 г., или на 39,8%. За тот же период стоимость внутренних корпоративных облигаций в долларовом выражении выросла со 163,1 млрд до 190,9 млрд долл., или на 17%.

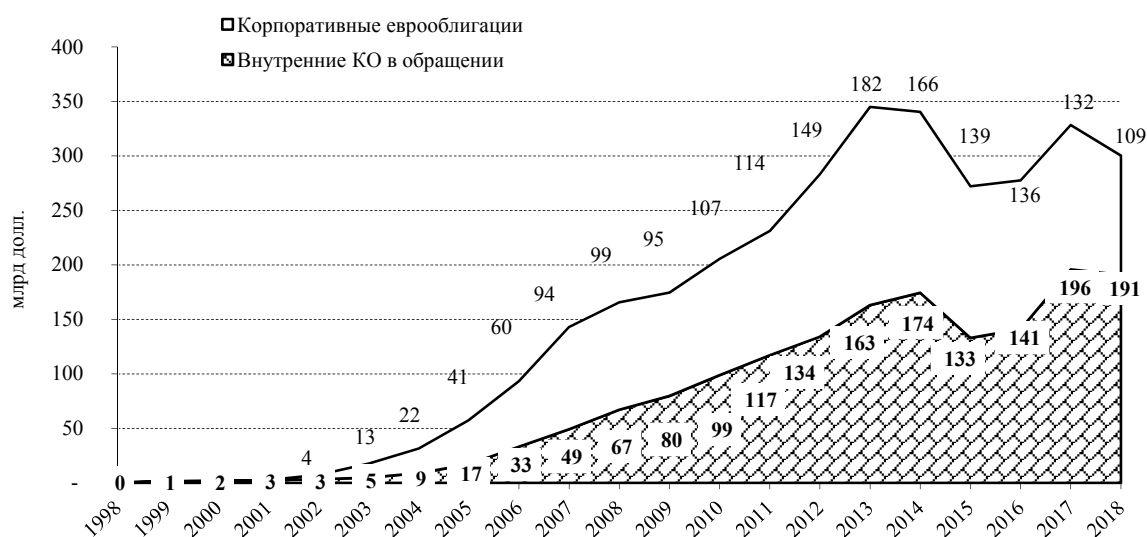


Рис. 40. Объемы корпоративных облигаций российских эмитентов в обращении, млрд долл.

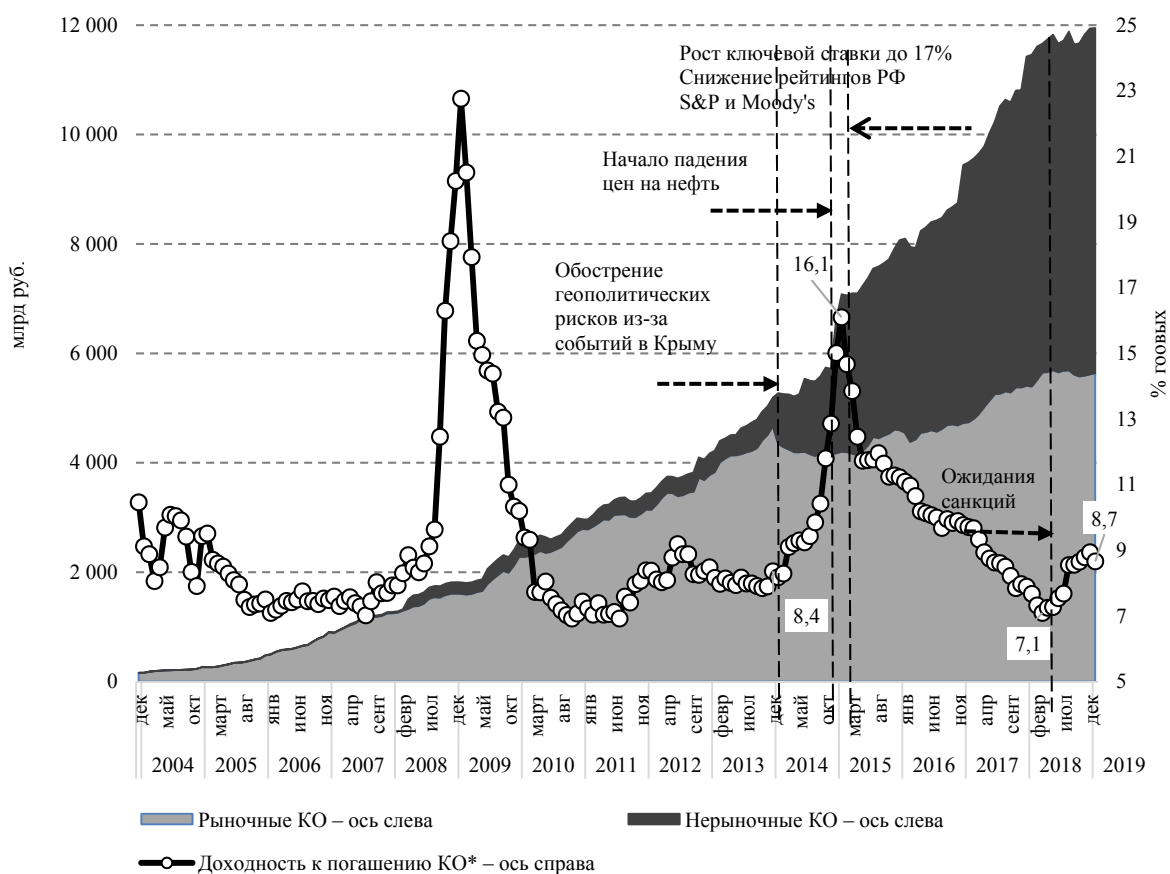
Источник: расчеты авторов по данным CBonds и Московской биржи.

¹ Гайдаев В. Комиссиям не хватает капитала // Коммерсантъ. 15 января 2019 г.

С 16 октября 2018 г. вступили в силу поправки в российское законодательство о ценных бумагах, позволяющие компаниям выпускать так называемые структурные облигации, выплаты по которым привязываются к заранее оговоренным при выпуске событиям или условиям.

Средняя доходность к погашению рублевых корпоративных облигаций по портфелю IFX-Cbonds выросла с уровня 7,1% годовых, достигнутого в феврале 2018 г., до 8,7% годовых в декабре 2018 г. в результате фактора геополитического риска и расширения санкций в августе 2018 г. (рис. 41).

При этом с 2014 г. рост рынка корпоративных облигаций стал обеспечиваться за счет роста их нерыночных выпусков, не имеющих биржевую рыночную котировку их стоимости. Доля рыночных выпусков рублевых корпоративных облигаций в их суммарной капитализации в 2018 г. уменьшилась до 47,2% по сравнению с 50,1% в 2016 г.



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

Рис. 41. Стоимость рублевых корпоративных облигаций в обращении и доходность к погашению портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с декабря 2003 г. по январь 2019 г.

Источник: расчеты авторов по данным CBonds.ru.

Как показано на *рис. 42*, за период с июля 2003 г. по декабрь 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.

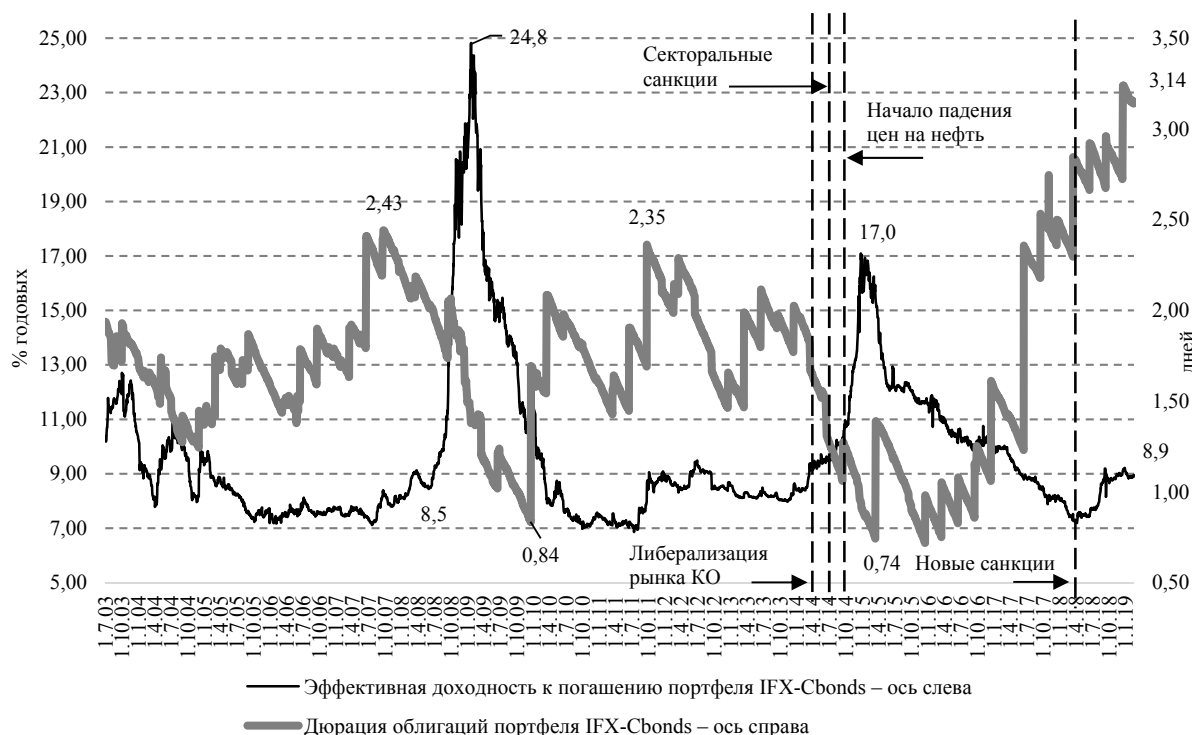


Рис. 42. Динамика эффективной доходности к погашению и дюрации портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с 1 июля 2003 г. по 15 февраля 2019 г.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, Bloomberg и CBonds.ru

Со второй половины 2015 г., благодаря усилиям монетарных властей, в значительной степени удалось стабилизировать ситуацию на внутреннем долговом рынке. К началу апреля 2018 г. эффективная доходность портфеля IFX-Cbonds снизилась до 7,24% годовых, его дюрация повысилась до 2,82 года. Это было значительно лучше параметров того же облигационного портфеля на 30 декабря 2013 г., когда его доходность составляла 8,39% годовых при дюрации 1,99 года. Однако с апреля по декабрь 2018 г. рост ставок корпоративного долга восстановился, по состоянию на конец декабря рассматриваемый показатель доходности корпоративных облигаций вырос до 8,9%. При этом уровень дюрации долга увеличился до 3,14 года.

Таким образом, при сохранении относительной стабильности на внутреннем облигационном рынке в 2018 г. наблюдались тревожные тенденции сокращения спроса на размещаемые корпоративные и государственные облигации, оттока средств нерезидентов, особенно с рынка ОФЗ, а также повышение стоимости заимствованных ресурсов, высокие параметры рисков при умеренной доходности в сравнении с индексами других стран.

Важным критерием эффективности рынка корпоративных облигаций является то, насколько он способствует привлечению инвестиций в компании реального сектора и банковскую систему. Информацию о том, как средства, привлекаемые российскими компаниями путем размещения облигаций, используются для цели роста их основного капитала, публиковались 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. 12). На основании данной статистики можно сделать вывод о том, что рынок корпоративных облигаций не оказывал 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 12

Параметры внутреннего рынка рублевых корпоративных облигаций (млрд долл.)

Год	Объем в обращении	Вторичный рынок, включая РЕПО	Размещения	Поступления в основной капитал от размещений облигаций		
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему размещения
2000	2	0,2	1,1			
2001	3	1	0,8			
2002	3	2	2	0,1	3,0	6,7
2003	5	8	3	0,1	2,1	3,8
2004	9	15	5	0,1	1,1	2,0
2005	17	44	9	0,3	1,8	3,3
2006	33	135	17	0,1	0,3	0,6
2007	49	371	18	0,2	0,4	1,1
2008	67	457	16	0,2	0,3	1,2
2009	80	293	29	0,1	0,1	0,3
2010	99	757	28	0,03	0,03	0,1
2011	117	1237	31	0,014	0,01	0,05
2012	134	1866	39	0,14	0,1	0,4
2013	163	2839	54	0,05	0,03	0,1
2014	174	2032	46	0,2	0,1	0,4
2015	133	1277	29	2,6	1,9	6,6
2016	141	1895	35	н.д.	н.д.	н.д.
2017	196	2732	49	н.д.	н.д.	н.д.
2018	191	2064	26	н.д.	н.д.	н.д.

Источник: расчеты авторов 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. В долларовом выражении объем размещений рублевых корпоративных облигаций в 2018 г. составил 26 млрд долл., он стал наименьшим после кризиса 2008 г., когда стоимость выпущенных облигаций достигала 16 млрд долл.

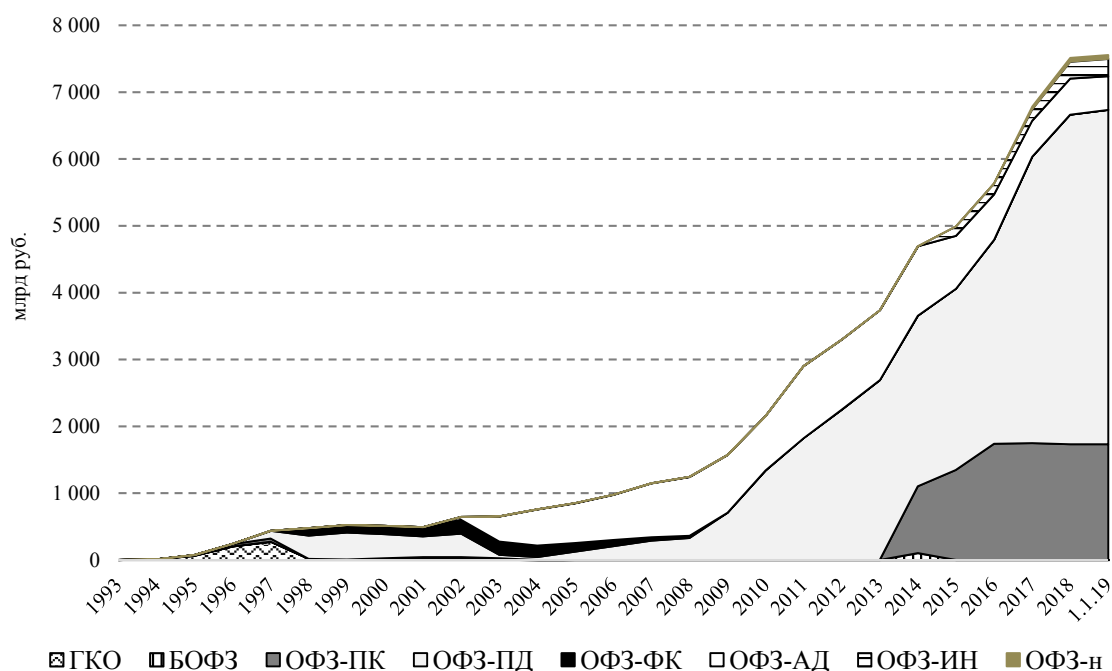
Таким образом, внутренний рынок корпоративных облигаций в 2018 г. сохранял устойчивость, однако в определенной мере потерял динамизм развития, свойственный ему в предыдущие годы. Сократился объем размещений как рублевых корпоративных облигаций, так и еврооблигаций, стоимость заимствований подскочила примерно на 1,6 п.п. Перспективы роста данного сегмента фондового рынка во многом связаны с тем, насколько в перспективе удастся создать внутренние источники его роста за счет средств институциональных инвесторов и частных сбережений, а также преодолеть отток средств иностранных инвесторов.

3.3.3. Рынок государственных облигаций

Как и в 2017 г., в 2018 г. объем заимствований Минфином средств за счет выпуска государственных ценных бумаг превышал объем их погашения, что делало данные долговые инструменты реальным источником финансирования дефицита бюджета. Объем чистых заимствований уменьшился с 1270 млрд руб. в 2017 г. до 670 млрд руб. в 2018 г., т.е. почти в 2 раза.

Эволюция структуры ОФЗ во многом предопределялась приоритетами в долговой политике Минфина и ролью различных категорий инвесторов. В исследовании Лу и Яковлева (2017)¹ выделяются три этапа в развитии рынка ОФЗ: до кризиса 2008 г., 2009 г. – середина 2011 г. и после середины 2011 г. 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 привлекаемые с помощью стратегии carry trade. Доля нерезидентов оставалась низкой, и это были в основном спекулятивные фонды. Соответственно в структуре выпусков государственных облигаций преобладали ОФЗ-АД, удобные по своим параметрам для пенсионных фондов, и ОФЗ-ПД, более ориентированные на рыночных инвесторов в силу того, что размеры купона по ним заранее известны на весь период обращения облигаций. Менее рыночные выпуски ОФЗ-ФК, использованные при новации внутреннего долга после дефолта по ГКО, постепенно сходили на нет. В 2008 г. доли ОФЗ-АД, ОФЗ-ПД и ОФЗ-ФК в структуре государственных ценных бумаг составляли соответственно 70,9, 26,4 и 2,7% (рис. 43).

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



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. 43. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по март 2018 г., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Минфина России.

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 пункта¹. Спрос на ОФЗ со стороны нерезидентов ограничивался за счет неопределенности ситуации с процентной ставкой. За это время к 2011 г. доля ОФЗ-АД уменьшилась до 62,8%, а доля ОФЗ-ПД выросла до 62,8%.

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

С середины 2011 г. до настоящего времени на рынке ОФЗ произошло множество важных изменений, вызвавших рост значимости рынка государственных ценных бумаг и повлиявших на его структуру. Ключевые изменения заключались в том, что с начала 2012 г. главными провайдерами ликвидности на рынке ОФЗ стали нерезиденты¹. Их повышенный спрос на ОФЗ-ПД, а с 2015 г. – на ОФЗ-ПК привел к еще большему сокращению доли ОФЗ-АД. Этому также способствовала заморозка пенсионных накоплений в 2014–2020 г., 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 с номинальной стоимостью 56,4 млрд руб. принес ощутимую выгоду для бюджета. В то же время с 2015 г. на рынке появились индексируемые с учетом инфляции ОФЗ-ИН, пользующиеся повышенным спросом у внутренних институциональных инвесторов, а с 26 апреля 2017 г. и ОФЗ-н, предназначенные для продажи среди физических лиц. В результате в структуре выпусков ОФЗ по состоянию на 1 января 2019 г. преобладали облигации с постоянным доходом (ОФЗ-ПД) и облигации с переменным купоном (ОФЗ-ПК), на долю которых приходилось соответственно 66,2 и 22,9%. Доли облигаций с амортизацией долга (ОФЗ-АД), с индексируемым купоном (ОФЗ-ИН) и ОФЗ-н для физических лиц составляли соответственно 6,7, 3,4 и 0,7%.

Значимым событием с апреля 2017 г. по январь 2019 г. стал рост так называемых «народных» ОФЗ-н (их объем в обращении достиг 56,6 млрд руб.), которые Минфин рассматривает как инструмент вовлечения на финансовый рынок широких масс населения. Агентами продаж данных облигаций выступают Сбербанк России и ВТБ. В настоящее время Минфин рассматривает возможность продажи данных облигаций населению без комиссий за счет компенсации соответствующих издержек продавцов из бюджета². Усиление инфляционных ожиданий в конце 2018 г. стимулировало Минфин наращивать выпуски индексируемых по инфляции ОФЗ-ИН.

Одной из ключевых проблем инвестиционной привлекательности вложений в ОФЗ является способность портфеля ценных бумаг обыграть инфляцию по доходности к погашению. Позитивные явления в виде снижения инфляции и стабилизации валютного курса позволили вновь начиная с марта 2016 г. по декабрь 2018 г. выйти на позитивную реальную доходность портфеля ОФЗ Cbonds-GBI.

В декабре 2018 г. доходность к погашению портфеля ОФЗ Cbonds-GBI составила 8,53% годовых при годовой инфляции по ИПЦ в размере 4,3%. Однако в связи с всплеском инфляции в январе 2019 г. к декабрю 2018 г. на 101,0%

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

² Горячева В. Залог резидента // Коммерсантъ. 4 марта 2019 г.

исчисленный в годовом измерении показатель ИПЦ временно вырос до 12,8%¹ при уровне доходности ОФЗ в размере 8,10% (рис. 44).

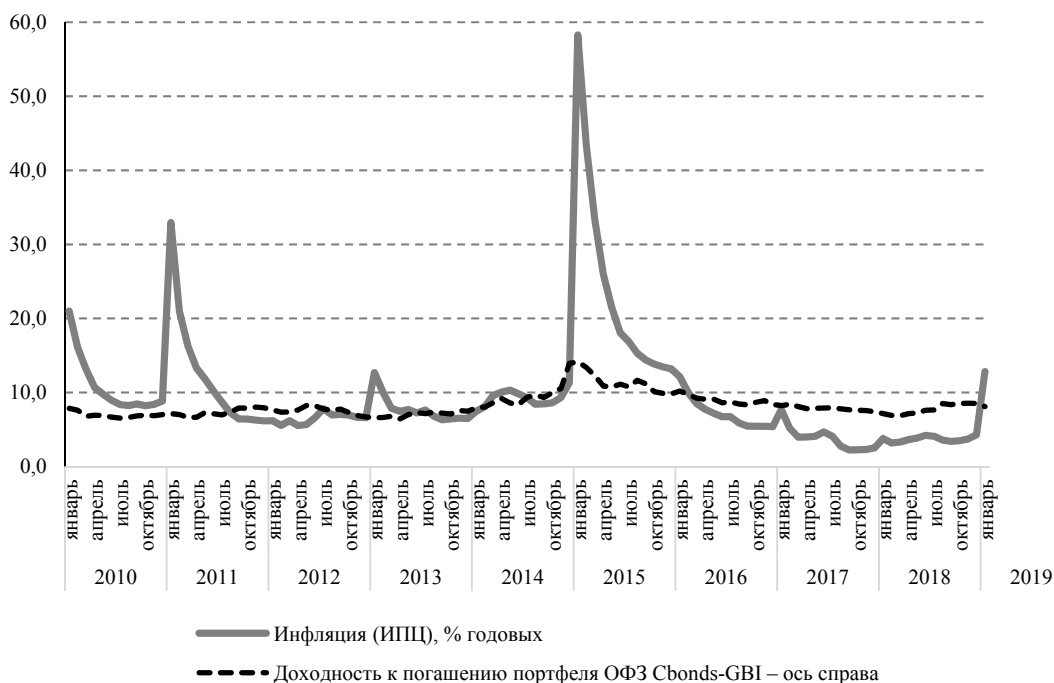


Рис. 44. Динамика инфляции и доходности к погашению портфеля ОФЗ Cbonds-GBI с 11 января 2010 г. по 31 января 2019 г.

Источник: расчеты авторов по данным Росстата и CBonds.ru.

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 рынке. По параметрам доходности рынок ОФЗ и еврооблигаций РФ в начале 2019 г. примерно соответствовал уровню конца 2013 г.

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

¹ Рассчитываемый цепным методом к уровню цен предыдущего месяца данный показатель в расчете на год в отличие от обычного показателя инфляции показывает предполагаемый уровень инфляции на текущий год в случае пролонгации уровня инфляции, достигнутого на последний отчетный месяц данного года (в данном случае за январь 2019 г.). Фактический уровень инфляции в январе 2019 г. по отношению к аналогичному периоду прошлого года составил, по данным Росстата, 5,0%.

долга. Доля нерезидентов на вторичном рынке ОФЗ выросла с 6,5% в июле 2012 г. до 28,1% в мае 2013 г. (рис. 45)¹.

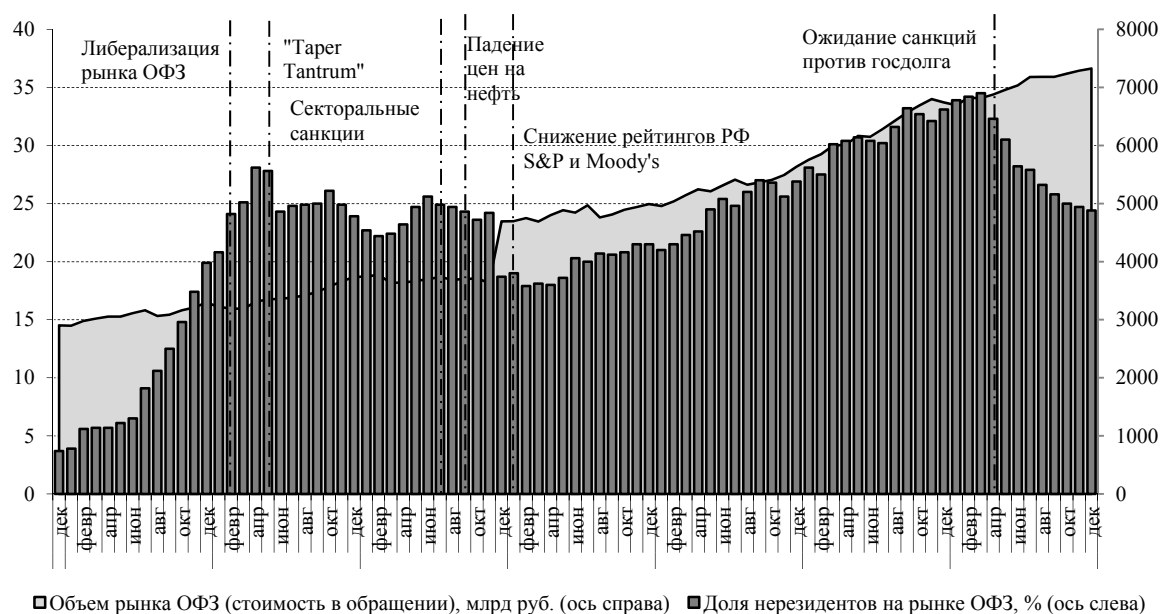


Рис. 45. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ с февраля 2012 г. по декабрь 2018 г.

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

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 26 января 2015 г. В результате в январе 2015 г. доля нерезидентов в сделках с ОФЗ снизилась до 18,7%. Принятые монетарными властями меры позволили стабилизировать ситуацию на финансовом и валютном рынке, что привело к возвращению нерезидентов на внутренний рынок ОФЗ, в марте 2018 г. их доля повысилась до 34,5%. Однако в результате заявлений о возможности введения санкций за приобретение российских государственных облигаций в апреле 2018 г. начался вывод

¹ На основе экспертных оценок нельзя исключать тот факт, что до либерализации рынка ОФЗ в феврале 2013 г. реальная доля нерезидентов в ОФЗ была выше официальных показателей в размере 6,5%. Проблема в том, что до открытия корреспондентских счетов депо Клирстрим и Евроклир в НРД действовавшая в то время система депозитарного учета не позволяла раскрывать вложения нерезидентов в ОФЗ через депозитории банков, обслуживающих вложения иностранных инвесторов.

средств нерезидентов из ОФЗ, по состоянию на декабрь 2018 г. их доля снизилась до 24,7%¹. При этом, как мы уже отмечали, до сих пор предполагаемый запрет на приобретение государственных ценных бумаг Российской Федерации иностранными инвесторами не принят в виде официального закона.

В таких условиях 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.

3.3.4. Рынок паев (акций) инвестиционных фондов

С 2003 г. на Московской бирже предпринимаются попытки создания биржевого рынка паев (акций) инвестиционных фондов по аналогии с успешно развивающимися за рубежом организованными рынками паев (акций) биржевых инвестиционных фондов (Exchange-Traded Funds, или ETFs)². Однако за прошедшие 16 лет данный сегмент рынка так и не стал сколь-нибудь значимым на бирже, в 2018 г. общий объем торгов с паями ПИФов на бирже составил всего 12,7 млрд руб., это 0,004% общего объема торгов акциями и облигациями (рис. 46). Спад данного сегмента рынка после 2014 г. объясняется общими проблемами с ликвидностью на биржевом рынке, а также усилением надзора Банка России за манипулированием биржевыми котировками паев закрытых ПИФов. Из 105 ПИФов, чьи паи были допущены к листингу в 2008 г., в декабре 2008 г. реально торговались на бирже только 14 ПИФов, включая 2 биржевых паевых фонда. При этом, согласно последним доступным данным Банка России на 30 июня 2018 г., общее количество закрытых ПИФов составляло 1109, открытых и интервальных фондов – 357³. Неудача в попытках создания биржевого рынка паев ПИФов, прежде всего закрытых фондов с суммарной стоимостью чистых активов в размере 2,8 трлн руб., является существенным риском для их инвесторов, поскольку в фондах закрытого типа вторичный рынок паев является единственным способом досрочного выхода инвестора из числа пайщиков указанных фондов.

Основное отличие проекта Московской биржи по развитию биржевого рынка коллективных инвестиций от более успешных аналогичных проектов Нью-Йоркской фондовой биржи, фондовой биржи NASDAQ, Euronext, Лондонской фондовой биржи и многих других состоит в попытке включения в круг торгуемых на бирже инструментов паев классических открытых и закрытых ПИФов, в то время как в других странах к листингу допускались паи (акции) только тех инвестиционных фондов, для которых законодательством устанавливались специальные нормы регулирования, учитывающие особые риски допуска на биржу подобных

¹ Банк России. Обзор финансовой стабильности за II–III кварталы 2018 г. № 2(13).

² На некоторых глобальных биржах – например, на NASDAQ в США – рынок паев (акций) ETFs стал основным с точки зрения объемов торгуемых финансовых инструментов.

³ Банк России. Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. Информационно-аналитические материалы. II квартал 2018 г. Доступно: URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/62919/review_paif_18Q2.pdf

финансовых инструментов¹. Это распространяется на такие специальные модели инвестиционных фондов, как биржевые инвестиционные фонды (ETFs) и инвестиционные трасты недвижимости (REITs). Первые биржевые ПИФы (ETFs), созданные на основе российского законодательства, появились только в 2018 г. в результате инициативных проектов управляющих компаний «Сбербанк Управление активами» и «Альфа Капитал»². Инвестиционные фонды в форме REITs пока не имеют правовой базы в России, что во многом препятствует развитию современного рынка паев (акций) закрытых инвестиционных фондов.

С 2015 г. на Московской бирже развивается рынок паев (акций) ETFs, зарегистрированных в Ирландии, под управлением компании FinEx Investment Management LLP и люксембургских ETFs под управлением компании Fuchs Asset Management. Биржевой рынок данных финансовых инструментов несколько превосходит объемы сделок с паями ПИФов, однако в 2018 г. данный сегмент биржевого рынка также пережил существенный спад активности, и вопрос о формировании ликвидного биржевого рынка данных инструментов пока остается открытым (рис. 46).

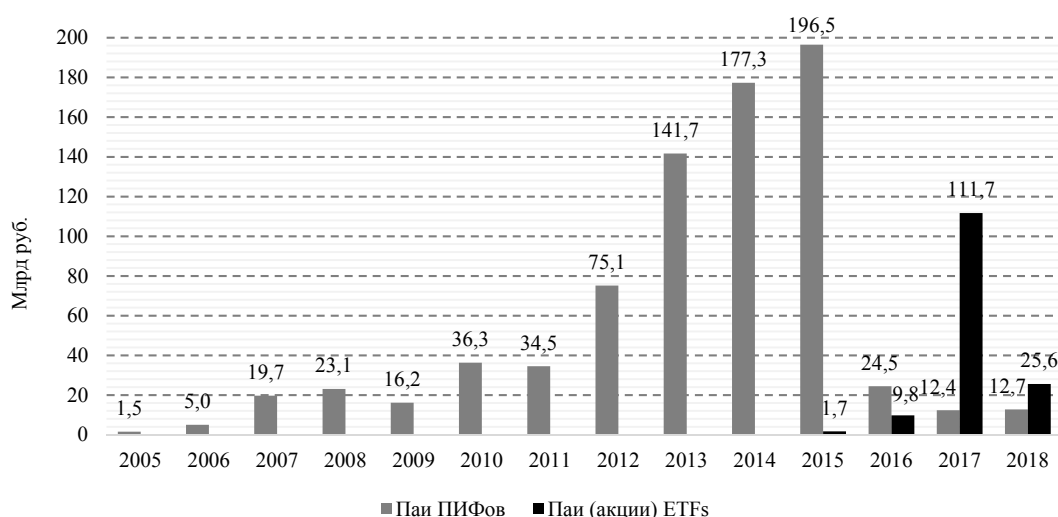


Рис. 46. Объемы биржевых сделок с паями паевых инвестиционных фондов (ПИФов) и паями (акциями) иностранных Exchange-Traded Funds (ETFs) на Московской бирже в 2005–2018 гг., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

¹ Более подробно об этом см.: Экономика инвестиционных фондов / А.Е. Абрамов, К.С. Акшенцева, М.И. Чернова, Д.А. Логинова, Д.В. Новиков, А.Д. Радыгин, Ю.В. Сивай; под общ. ред. А.Д. Радыгина. Ч. 1. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015.

² Гайдаев В. Валюта идет в ПИФы // Коммерсантъ. 15 ноября 2018 г.

3.4. Срочный рынок

В 2018 г. удалось изменить негативную тенденцию последних лет, а именно сокращения объемов срочного рынка. Объем биржевого рынка фьючерсов вырос с 77,6 трлн руб. в 2017 г. до 82,4 трлн руб. в 2018 г., или на 6,1%; объем опционных сделок за тот же период остался практически неизменным на уровне 6,9 трлн руб. В 2017 г. фьючерсный рынок снизился на 29,1% при росте опционного рынка на 18,9% к уровню показателей предшествующего года. Рост фьючерсного рынка в 2018 г. произошел за счет роста объемов на рынке контрактов с фондовыми инструментами на 312% и объемов товарных фьючерсов на 28,5%. В 2018 г. на Московской бирже начали торговаться фьючерсы на нефть Light Sweet Crude Oil и на индекс акций американских компаний US500. Однако пик объемов торгов 2016 г. в 2018 г. достигнут не был. Рост данного сегмента финансового рынка сдерживался отсутствием на нем крупных внутренних институциональных инвесторов, а также оттоком иностранных портфельных инвесторов из российских инвестиционных активов.

На развитие срочного рынка в 2018 г. на бирже повлияло прежде всего появление новых финансовых инструментов, таких как фьючерсы на нефть, золото и акции американских компаний из индекса S&P500. Кроме того, в ситуации неопределенностей, связанных с ожиданием санкций и вызванным этим оттоком иностранного капитала росла востребованность фьючерсов на индексы как инструмент хеджирования участников рынка. Повышенная волатильность на финансовых и товарных рынках в мире также способствовала росту спроса на товарные и индексные фьючерсы. Несмотря на рост значимости процентных рисков на финансовых рынках в 2018 г., как и в предшествующие годы, не удалось добиться заметного прогресса в секторе процентных фьючерсов и опционов. Основные сложности на пути их развития связаны с отсутствием надежных индикаторов процентных ставок межбанковского рынка, а также крупных инвесторов, готовых принимать на себя риски изменения процентных ставок. Несмотря на то что многие финансовые организации и нефинансовые компании испытывают значительные потребности в хеджировании своих контрактов на случай роста процентных ставок участников рынка, тех, кто готов покупать данные риски, практически нет на рынке.

В структуре сделок на фьючерсном рынке доля сделок с индексными инструментами выросла незначительно – с 21,1% в 2017 г. до 21,9% в декабре 2018 г. (рис. 47). В отдельные месяцы, когда росли риски падения внутреннего фондового рынка из-за санкций, доля данных контрактов в общем объеме сделок на срочном рынке резко возрастала. Например, в феврале она достигала 30,5% и в октябре – 26,2%. За тот же период доля товарных фьючерсов выросла с 26,6 до 31,3%, доля валютных фьючерсов сократилась с 47,4 до 42,6%, фьючерсов на отдельные ценные бумаги эмитентов – с 5,0 до 4,2%.

На опционном рынке Московской биржи серьезных изменений за год в части объемов сделок не наблюдалось. Доля товарных опционов выросла с 3,0 до 7,2%, доля валютных опционов – с 23,1 до 39,1% (рис. 48). Валютные опционы являются

высокорискованным спекулятивным инструментом, который во многом заменял падающий интерес участников рынка к услугам форекс-брокеров из-за усиления регуляторного давления на их деятельность. В то же время доля опционных сделок на индексы снизилась с 68,5 до 53%.



Рис. 47. Структура фьючерсного рынка Московской биржи с января 2009 г. по январь 2019 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

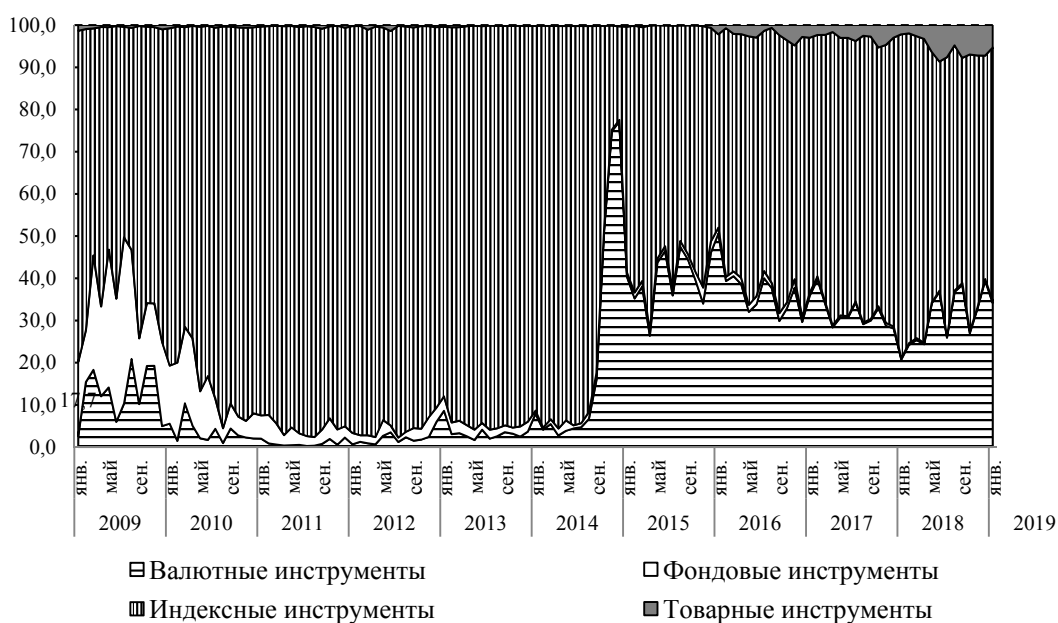


Рис. 48. Структура рынка опционов Московской биржи с января 2009 г. по март 2018 г., % по стоимости сделок

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

3.5. Финансовые посредники и инфраструктура

В 2018 г. продолжало сокращаться число профессиональных участников рынка ценных бумаг и обладаемых ими лицензий на тот или иной вид профессиональной деятельности (*рис. 49* и *табл. 13*). Количество лицензий на право осуществления брокерской деятельности уменьшилось с 384 в 2017 г. до 331 в 2018 г., или на 13,8%, на дилерскую деятельность – с 424 до 366, или 13,7%, на деятельность по доверительному управлению – с 279 до 231, или на 17,2%.

Сокращение числа лицензий ПУРЦБ, наблюдаемое после кризиса 2008 г., во многом было вызвано общим трендом торможения российской экономики и снижения в ней роли фондового рынка как инструмента привлечения и перераспределения рыночных инвестиций. Проведение реформы регулирования финансовым рынком предусматривало создание мегарегулятора в лице Банка России и передачу ему ключевых функций по регулированию и надзору за всеми сегментами финансового рынка по состоянию на 1 сентября 2013 г. Однако данное событие не привело к каким-то радикальным изменениям масштабов расчистки фондового рынка от ненадежных финансовых посредников, оно лишь немного ускорило данные процессы. Как следует из *табл. 13*, за 5 лет работы мегарегулятора в 2014–2018 гг. общее количество аннулированных брокерских лицензий составило 593 по сравнению с 551 лицензией за предшествующие 5 лет – в 2009–2013 гг., т.е. всего на 7,6% больше. За те же периоды общее число аннулированных дилерских лицензий выросло с 547 до 557, или на 1,8%, лицензий на доверительное управление ценными бумагами – с 471 до 584, или на 24,0%, всего по трем указанным видам профессиональной деятельности – с 1569 до 1734, или на 10,5%. С учетом того что основным мотивом аннулирования лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) оставалось заявление самих лицензиатов о выходе из бизнеса, это свидетельствует о том, что создание мегарегулятора в большей мере позволило сохранить преемственность процесса сокращения числа лицензируемых организаций.

Более серьезной проблемой остается не столько аннулирование старых лицензий ПУРЦБ, преимущественно по заявлению последних, а резкое сокращение новых лицензий финансовым организациям, выходящим на рынок. Цифры показывают, что создание мегарегулятора привело к резкому сокращению выхода на рынок новых компаний, готовых конкурировать с действующими структурами. Это является следствием недостатков новой системы регулирования рынка, препятствующей конкуренции за счет создания высоких административных барьеров для появления новых участников, ориентированных на последние достижения финтеха. Если за 5 лет – в течение 2009–2013 гг. была выдана 1641 новая лицензия на право осуществления различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, то в течение 2014–2018 гг. за время работы мегарегулятора было выдано лишь 157 лицензий, или в 10,5 раза меньше.



Рис. 49. Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами (ось слева) и количество выданных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг (ось справа) в 2007–2018 гг.

Источник: расчеты авторов по данным НАУФОР и Банка России.

Таблица 13

Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и количество вновь выданных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) в 2007–2018 гг.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Брокерская деятельность	1445	1475	1347	1213	1090	983	924	861	610	431	384	331
Дилерская деятельность	1422	1470	1347	1198	1088	984	923	863	629	463	424	366
Доверительное управление ценными бумагами	1169	1286	1202	1103	987	880	815	762	517	321	279	231
Выданные новые лицензии ПУРЦБ*	990**	868	812	507	181	65	76	57	27	18	33	22

* Включает 4 вида деятельности: брокерскую, дилерскую, доверительного управления ценными бумагами и депозитарную.

** Значение по данным ФСФР России за 2006 г.

Источник: расчеты авторов по данным НАУФОР и Банка России.

При ограниченном притоке на фондовый рынок новых игроков с современными технологиями рынок брокерских услуг остается высококонцентрированным и ограниченным для конкуренции. Доля крупнейших 5 брокеров в общей

численности клиентов – физических лиц выросла с 38,6% в 2008 г. до 57,2% в 2018 г., по топ-10 брокерам значение данного показателя выросло с 49,9 до 70,5% (табл. 14).

Таблица 14

Доля 5 и 10 крупнейших брокеров в количестве счетов клиентов, %

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. Доля в общей численности клиентов брокеров, %												
Топ-5 брокеров	41,6	38,6	63,4	59,3	60,8	62,2	62,3	61,0	58,8	59,1	58,3	57,2
Топ-10 брокеров	51,0	49,9	75,8	73,7	75,8	78,5	78,2	76,3	72,3	71,4	68,6	70,5
2. Доля в численности активных клиентов, %												
Топ-5 брокеров	41,9	46,9	63,0	63,8	65,2	66,8	69,1	66,0	67,6	65,9	76,7	71,6
Топ-10 брокеров	57,9	62,9	80,1	81,7	83,2	84,1	85,8	80,0	79,9	76,5	88,5	90,2
3. Доля в общем количестве индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), %												
Топ-5 брокеров									84,2	82,3	84,0	84,6
Топ-10 брокеров									91,2	92,2	95,9	94,4

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Число активных клиентов брокеров, т.е. тех физических лиц, которые совершают на бирже хотя бы одну сделку в месяц, за тот же период выросло по топ-5 брокерам с 46,9 до 71,6% и по топ-10 брокерам – с 62,9 до 90,2%. По индивидуальным инвестиционным счетам в 2018 г. доля топ-5 брокеров составляла 84,6%, топ-10 – 94,4%.

К сожалению, с 1 июля 2018 г. без какого-либо объяснения Московская биржа, ссылаясь на Указание Банка России от 27 ноября 2017 г. № 4622-У, прекратила раскрывать данные, позволяющие ежемесячно рассчитывать долю каждого участника торгов в совокупном объеме биржевых сделок с акциями и облигациями, доступные для общественности с 2005 г. Тем самым стало невозможно оценивать уровень конкуренции брокеров на биржевом рынке акций и облигаций. Подобные шаги, направленные на ограничение раскрытия публичной информации об индикаторах конкуренции среди участников биржевых торгов, могут восприниматься в качестве негативного сигнала эффективности данных торгов для частных инвесторов.

При высоком уровне концентрации брокерского бизнеса среди крупнейших банков и небанковских финансовых компаний между данными компаниями в 2017–2018 гг. наблюдалось серьезное обострение конкурентной борьбы. Появление в 2017 г. нового инновационного продукта банка «Тинькофф» для клиентов на финансовом рынке в виде приложения, позволяющего частным инвесторам легко получать информацию и принимать решения о покупке акций российских и зарубежных компаний, резко изменило баланс сил между крупнейшими брокерами (рис. 50). Партнерство с банком «Тинькофф», который до мая 2018 г. не имел собственной лицензии на право осуществления брокерской деятельности, брокера БКС позволило последнему стать первым по числу клиентов на рынке по состоянию на январь 2018 г., обогнав многолетних лидеров в лице Сбербанка России и ВТБ. А с получением брокерской лицензии и сам банк «Тинькофф» всего за несколько месяцев смог войти в первую тройку компаний по числу розничных клиентов, т.е. ему удалось пройти путь, который у крупных брокеров занимал многие

годы. Все это подтолкнуло Сбербанк России и некоторых других участников рынка резко активизировать свои усилия на рынке по привлечению новых клиентов. Сбербанк, в частности, существенно расширил филиальную сеть по работе с частными инвесторами на фондовом рынке. Не вдаваясь в анализ качества тех или иных сервисов, заметим, что данный случай хорошо иллюстрирует эффективность влияния инноваций снизу на конкуренцию и эффективность работы финансовых посредников. Именно благодаря этому эффекту в 2018 г. заметно выросло число граждан, пришедших на фондовый рынок.

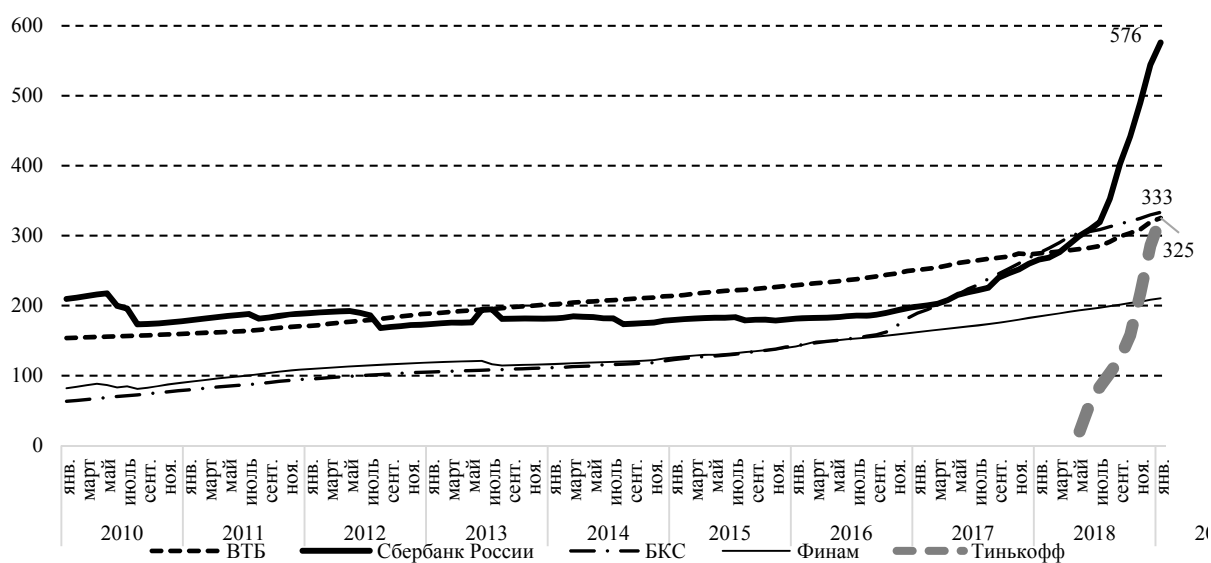


Рис. 50. Число брокерских счетов клиентов у топ-5 брокеров, тыс. чел.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

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 на счетах участников торгов всю ликвидность, 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.

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, сохраняющаяся на относительно высоком уровне рефинансирование банковской системы, заморозка пенсионных накоплений и ограниченность других источников внутренних сбережений привели к сдвигам структуры рынка Московской биржи. За несколько лет в общем объеме биржевых сделок доля рынка капиталов уменьшилась с 13,2% в 2010 г. до 4,1% в январе 2019 г. (табл. 15).

Таблица 15

Структура рынка Московской биржи, %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Январь 2019
Фондовый рынок	13,2	10,3	6,5	5,2	3,6	3,0	2,8	4,0	4,7	4,1
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	1,3
Облигации	5,2	3,7	3,4	3,3	1,9	1,6	1,7	3,0	3,5	2,9
Вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,7	1,5	1,2	1,1	1,2	1,2	1,0
Рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,3	0,4	0,6	1,7	2,3	1,9
Валютно-денежный рынок	72,0	70,6	80,0	84,3	85,6	83,3	83,6	86,5	84,8	85,7
В том числе:										
Денежный рынок	33,9	41,3	48,3	50,7	45,7	38,0	44,8	47,3	44,3	46,7
Операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	44,8	32,0	26,4	34,8	38,3	36,0	37,8
Кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,8	3,7	4,8	4,4	4,2	6,3	4,1
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	33,7	39,9	45,4	38,8	39,2	40,5	39,0
Сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,4	13,6	15,1	12,6	8,8	10,1	9,5
Сделки своп	20,1	13,4	15,0	21,3	26,3	30,3	26,2	30,3	30,4	29,5
Срочный рынок	14,8	19,1	13,5	10,5	10,7	13,7	13,6	9,5	10,4	10,0
ПФИ	0,0	0,0	0,0	0,0003	0,0002	0,001	0,002	0,01	0,1	0,2
Товарный рынок	0,001	0,003	0,006	0,005	0,003	0,02	0,02	0,01	0,02	0,03
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Наоборот, доля валютно-денежного рынка (ВДР) выросла с 72,0% в 2010 г. до 85,7% в январе 2019 г. При этом за рассматриваемый период доля валютного рынка увеличилась с 38,1 до 39,0%, а денежного рынка – с 33,9 до 46,7%. 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 январь 2019 г. доля сделок с деривативами в объеме торгов сократилась с 14,8% в 2010 г. до 10,0% в 2018 г. 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). Стоимость ценных бумаг, находящихся на хранении в НРД, увеличилась с 39,4 трлн руб. в 2017 г. до 45,0 трлн руб. в 2018 г., т.е. на 14,2%.

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.

В табл. 16 отражены принципиальные изменения в структуре собственников ПАО «Московская биржа». После объединения в 2011 г. 59% акций биржи принадлежало Банку России и еще нескольким контролируемым государством структурам, а 41% – российским участникам биржевых торгов и иным резидентам. В 2018 г. при доле государственных структур в размере 43,4% доля нерезидентов выросла до 56,4%. При этом основной проблемой структуры собственности биржи является отсутствие в числе ее собственников частных российских финансовых посредников, на которых приходится основной оборот сделок с финансовыми инструментами на бирже.

Таблица 16

Структура акционеров российских бирж до и после объединения

	До реорганизации бирж по состоянию на 2011 г.		После объединения бирж на 01.02.2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	ОАО «РТС»	ЗАО «ММВБ»							
Государство, всего	0,0	64,0	59,0	64,5	51,0	53,4	44,3	43,1	43,4
В том числе:									
Банк России	0,0	28,6	24,3	24,7	12,1	11,8	11,8	11,8	11,8
Сбербанк России	10*	7,5	10,4	9,8	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
ВЭБ	0,0	10,5	8,7	8,0	8,4	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	56,4
Резиденты – частные лица	90,0	36,0	41,0	20,6	23,2	10,6	3,4	0,4	0,2
Итого	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

Источник: расчеты авторов на основании данных публичных источников информации. Доля Банка России, Сбербанка России и ВЭБа – по данным отчетов Московской биржи за ряд лет; доля государства и нерезидентов в 2013–2017 гг. – по данным Bloomberg; доли участников фондовой биржи ОАО «РТС» – по данным отчета данной организации.

На данных табл. 17 показано, что ситуация, характерная для Московской биржи, когда в структуре собственности крупнейшей национальной биржи отсутствуют частные финансовые организации, от которых зависит бизнес самой этой биржи, является уникальной на фоне данных о собственности крупнейших бирж

мира. Только в России на бирже доля частных структур (графа «Другие») в собственности близка к нулевому значению. В то же время доля государства в собственности Московской биржи является самой высокой из всех бирж, представленных в выборке. Столь специфическая структура собственности Московской биржи создает риски конкурентоспособности не только для нее самой, но и для частных финансовых посредников, поскольку их отсутствие в числе собственников данной структуры может ограничивать их возможности влиять на вопросы, касающиеся стратегии развития биржи и ее инфраструктуры, а также размера транзакционных издержек.

Таблица 17

Структура собственности финансовых бирж в мире в 2017 г., %

Страна	Биржа	Государство	Нерезиденты	Другие
Австралия	ASX LTD	2,4	56,8	40,8
Аргентина	BOLSA Y MERCADOS ARGENTINOS	0,0	74,3	25,7
Бразилия	B3 SA-BRASIL BOLSA BALCAO	1,3	75,2	23,6
Великобритания	LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	1,3	62,9	35,9
Германия	DEUTSCHE BOERSE AG	0,1	93,2	6,7
Гонконг	HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	21,8	72,8	5,5
Греция	HELLENIC EXCHANGES – ATHENS	0,0	86,4	13,6
Индия	BSE LTD	16,8	63,7	19,5
Канада	TMX GROUP LTD	0,1	30,1	69,8
Кения	NAIROBI SECURITIES EXCHANGE	0,0	93,8	93,8
Колумбия	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA	0,0	61,3	38,7
Малайзия	BURSA MALAYSIA BHD	28,0	65,6	6,4
Мексика	BOLSA MEXICANA DE VALORES SA	0,0	98,6	1,4
ОАЭ	DUBAI FINANCIAL MARKET PJSC	0,0	1,6	98,4
Пакистан	PAKISTAN STOCK EXCHANGE LTD	0,0	0,0	100,0
Польша	WARSAW STOCK EXCHANGE	0,0	33,4	66,6
Россия	MOEX	43,1	56,5	0,4
Румыния	BURSA DE VALORI BUCURESTI SA	0,0	73,8	26,2
Сингапур	SINGAPORE EXCHANGE LTD	1,3	38,8	59,9
США	CME GROUP INC	1,0	17,5	81,5
США	NASDAQ INC	0,7	43,4	55,9
Филиппины	PHILIPPINE STOCK EXCHANGE IN	0,0	11,3	88,7
Чили	BOLSADA COMERCIO DE SANTIAG	0,0	35,3	64,7
ЮАР	JSE LTD	0,0	65,8	34,2
Ямайка	JAMAICA STOCK EXCHANG LTD	0,0	0,0	100,0
Япония	JAPAN EXCHANGE GROUP INC	10,5	50,7	38,8

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

В целях сохранения привлекательности акций Московской биржи для иностранных инвесторов биржа в последние годы стремилась поддерживать высокий уровень их дивидендной доходности. Показатель дивидендных выплат к чистой прибыли в 2017 г. составлял 83% и был одним из самых высоких среди российских публичных акционерных обществ. Однако высокие дивидендные выплаты ограничивают ресурсы компаний для инвестиций, что может отразиться на падении рыночной капитализации. Именно данный феномен наблюдается с акциями Московской биржи, которые впервые за годы их нахождения на рынке с ноября 2018 г. стали демонстрировать отрицательную накопленную доходность по сравнению с индексом МосБиржи (рис. 51).

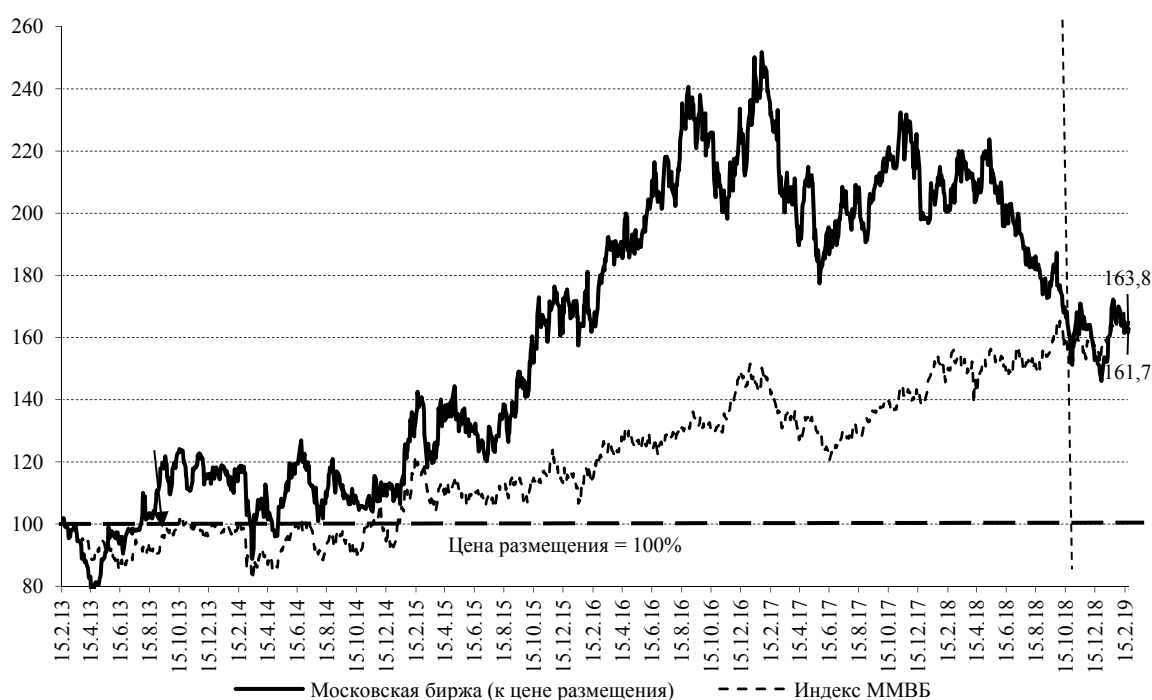


Рис. 51. Динамика цен акций Московской биржи и индекса МосБиржи с 15 февраля 2013 г. по 22 февраля 2019 г. (15 февраля 2013 г. = 100%)

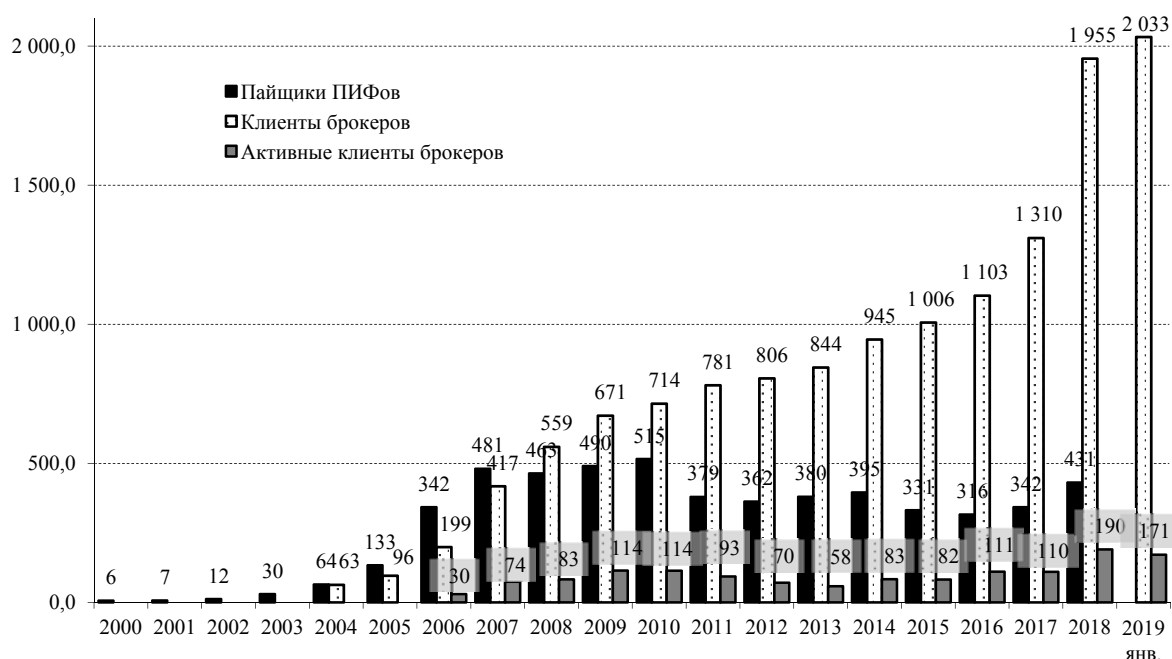
Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и ИК «Финам».

Таким образом, на внутреннем рынке финансовые посредники и инфраструктура стали в большей мере сталкиваться с проблемой ограничений роста рынка, со сложностями в связи с долговременным оттоком средств иностранных инвесторов. За прошедшие годы они достигли определенных успехов в сфере привлечения частных инвесторов. Однако для закрепления данного успеха могут быть необходимы более серьезные институциональные изменения рынка, в том числе направленные на усиление роли конкуренции как фактора его роста.

3.6. Инвесторы

3.6.1. Частные инвесторы

На рис. 52 приводятся данные о количестве счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и о числе лицевого счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. С декабря 2017 г. по январь 2019 г. общее количество счетов розничных клиентов брокеров на Московской бирже выросло с 1,3 млн до 2,03 млн, или на 56,2%. Это произошло не только за счет снижения привлекательности банковских депозитов, но и за счет упомянутой выше конкуренции между брокерами за привлечение новых клиентов. За это же время число активных счетов клиентов биржевых брокеров выросло со 110 тыс. до 171 тыс., или на 55,5%. По нашим оценкам, число рыночных розничных инвесторов ПИФов выросло с 342 тыс. в 2017 г. до 431 тыс. в 2018 г., или на 26%.



Примечание. Данные о числе рыночных пайщиков ПИФов в 2018 г. оценочные, данные за январь 2019 г. отсутствуют.

Рис. 52. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и «Эксперта РА».

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений за последние 5 лет стало принятие революционных поправок в законодательство, предусматривающих введение с 1 января 2013 г. существенных льгот по НДФЛ при налогообложении доходов по ценным бумагам при сроке владения ими не менее трех лет, а также с 1 января 2015 г. льгот по взносам граждан на так называемые индивидуальные инвестиционные счета (ИИС)¹. В соответствии с Федеральным законом от 28 декабря 2013 г. № 420-ФЗ «О внесении изменений в ст. 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

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

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. Попытки участников рынка увеличить сумму указанного вычета до 1 млн руб. в 2018 г. пока не увенчались успехом.

По данным Московской биржи, на январь 2019 г. количество ИИС составило 656,6 тыс. по сравнению с 25,9 тыс. на конец мая 2015 г. (рис. 53).

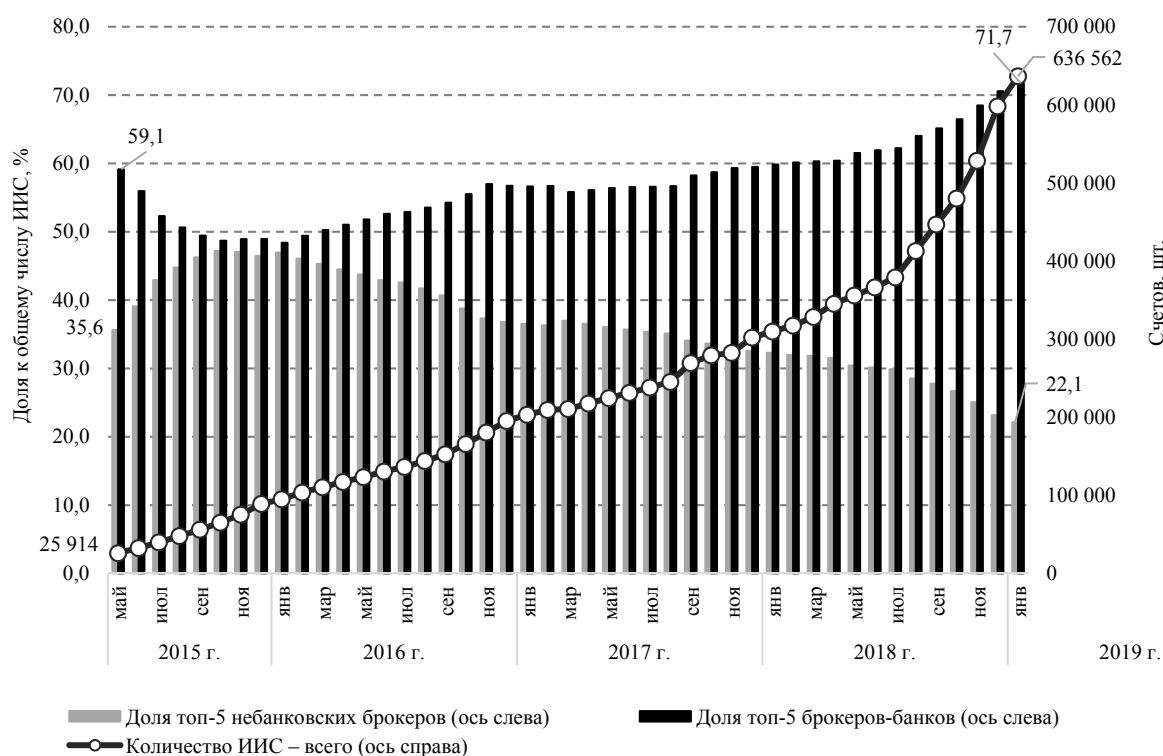


Рис. 53. Индивидуальные инвестиционные счета с мая 2015 г. по январь 2019 г.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

По данным НАУФОР, в 2018 г. на брокерских счетах и счетах доверительного управления со статусом ИИС население разместило 80 млрд руб., что в 2,8 раза больше, чем в прошлом году (в сумме 28 млрд руб.)¹. На 45,5% ИИС их владельцы перечислили активы в 2018 г. по сравнению с показателем 28% годом ранее. Это означает, что финансовые посредники – администраторы данных счетов сменили акцент в своей стратегии с наращивания общего числа открываемых счетов на привлечение на них реальных активов клиентов. Доля вложения клиентов в акции с этих счетов сократилась с 38% в 2017 г. до 28% в 2018 г. Доля корпоративных

¹ Сарычева М. Граждане понесли деньги на рынок // Коммерсантъ. 1 марта 2019 г.

облигаций выросла с 7 до 11%, а доля ОФЗ осталась примерно на уровне 20%. На паи ПИФов и паи иностранных ETFs, обращающихся на Московской бирже, приходилось только 2–3% в структуре брокерских ИИС.

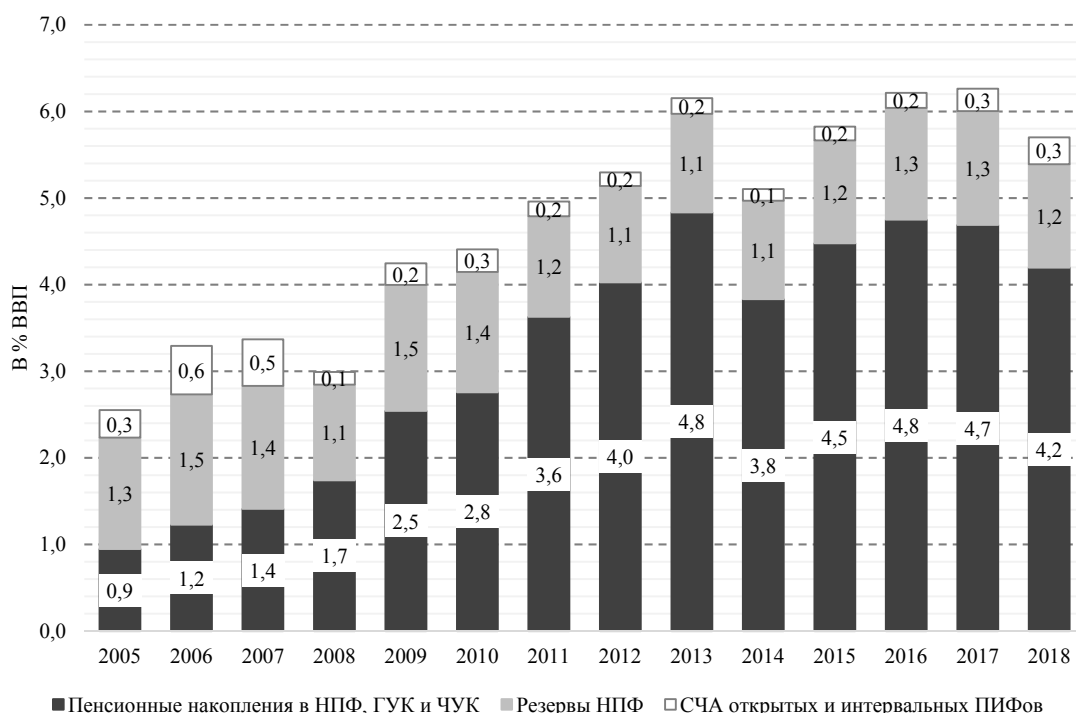
Таким образом, опыт участия населения в торгах на бирже и практика ИИС демонстрируют готовность физических лиц более активно работать на фондовом рынке. Однако недостаточный уровень развития коллективных инвестиций и заморозка пенсионных накоплений не позволяют в полной мере использовать потенциал внутренних сбережений. В результате основная активность граждан на внутреннем фондовом рынке сосредотачивается 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.

3.6.2. Внутренние институциональные инвесторы

Уменьшение спроса нерезидентов на финансовые инструменты российских эмитентов пока не удается компенсировать за счет внутренних сбережений. Как показано на *рис. 54*, в 2018 г. наблюдалось дальнейшее замедление роста активов внутренних институциональных инвесторов в лице НПФ, управляющих компаний и паевых инвестиционных фондов. Прежде всего, из-за сохраняющейся заморозки системы пенсионных накоплений, задержки с разработкой законодательства о дополнительном пенсионном обеспечении, а также сохраняющегося недоверия населения к действующим механизмам коллективных инвестиций совокупная стоимость пенсионных накоплений, резервов и чистых активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов снизилась с 6,1% ВВП в 2013 г. до 5,7% в 2018 г.

В 2018 г. НПФ активно наращивали вложения средств пенсионных накоплений (ПН) в государственные ценные бумаги. В результате по сравнению с данными 2017 г. доля ОФЗ в портфелях пенсионных накоплений НПФ увеличилась с 24,3 до 37,5%¹. Это произошло не только из-за того, что доходность ОФЗ с учетом фактора риска часто превышала доходность вложений в акции и корпоративные облигации. Отчасти данная переориентация портфелей фондом стала результатом воздействия «мягкой силы» со стороны монетарных властей в целях частичного замещения в структуре источников финансирования ОФЗ средств уходящих нерезидентов. В частности, рост спроса НПФ на государственные ценные бумаги связан с необходимостью прохождения ими стресс-тестов, проводимых Банком России.

¹ Банк России. Обзор финансовой стабильности за II–III кварталы 2018 г. № 2 (13).



Примечание. В 2018 г. стоимость пенсионных накоплений и пенсионных резервов показана за 9 месяцев года.

Рис. 54. Размер пенсионных накоплений, резервов и стоимости чистых активов открытых и интервальных ПИФов в 2005–2018 гг., % ВВП

Источник: расчеты авторов по данным Росстата, Банка России, Investfunds.ru и ПФР.

Как показано на *рис. 55*, с августа 2015 г. по октябрь 2018 г. наблюдался устойчивый приток средств в открытые и интервальные ПИФы, за это время в фонды пришло 184,4 млрд руб. новых средств инвесторов. Всего же за указанный период стоимость чистых активов открытых и интервальных ПИФов выросла со 104,4 млрд до 320,1 млрд руб., или в 3,1 раза. Данный рост индустрии розничных ПИФов происходил даже несмотря на то, что в отрасли так и не появилась современная система продаж паев через паевые супермаркеты и маркетплейс, из-за ошибок регулятора серьезным образом пострадало содержание публичной финансовой отчетности ПИФов, медленно развивается аналитика в сфере коллективных инвестиций, росло бремя административных издержек в отрасли. С ноября 2018 г. по январь 2019 г. вместо стабильного за последние 3,5 года притока средств инвесторов в открытые и интервальные ПИФы инвесторы стали вновь выводить средства из фондов.

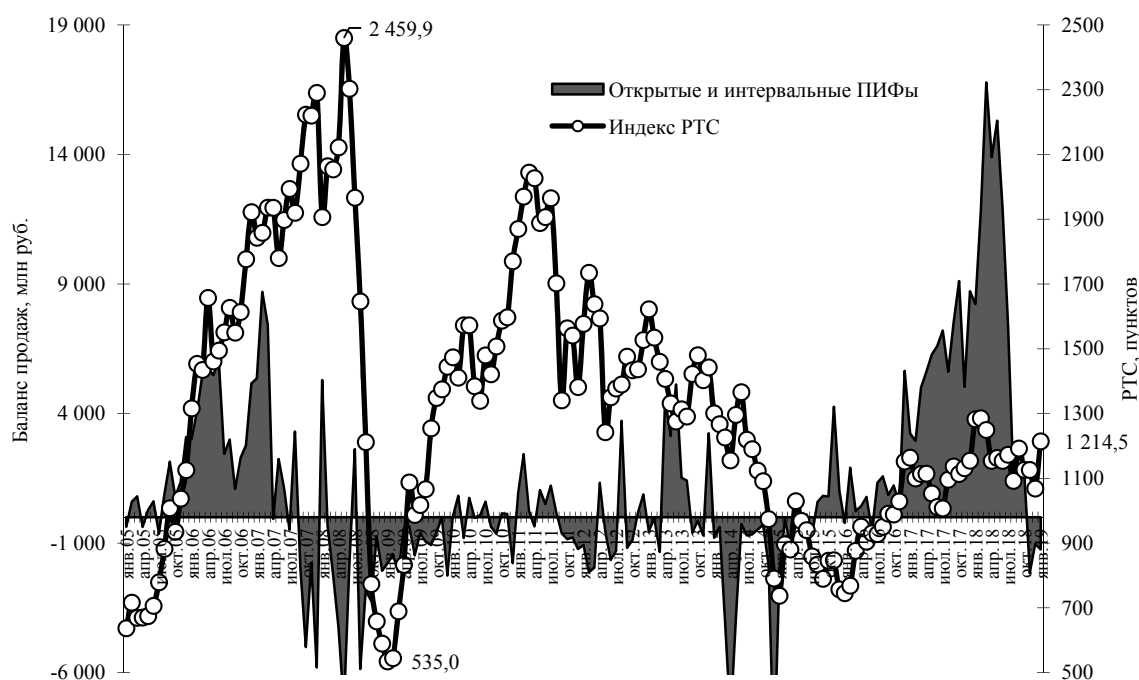


Рис. 55. Денежный поток средств частных инвесторов в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды (млн руб.) и индекс РТС за период с января 2005 г. по январь 2019 г.

На рис. 56 на примере размеров накопленных денежных потоков средств в иностранных фондах Russia-EMEA-Equity, а также в открытых и интервальных ПИФах акций с декабря 2004 г. по декабрь 2018 г. сопоставляется вклад коллективных иностранных и внутренних инвесторов в акции российских компаний. До конца 2007 г. размеры денежных потоков в иностранных и внутренних инвестиционных фондах акций были примерно одинаковыми, что позволяло обеспечивать сбалансированный рост данного сегмента фондового рынка в России. Однако после 2007 г. до середины 2011 г., даже несмотря на временные перепады, вызванные острой фазой кризиса 2008 г., новые средства в иностранные фонды быстро прибывали и достигли 14 млрд долл., в то время как с началом кризиса 2008 г. российские инвесторы ПИФов акций испытали глубокое разочарование во внутреннем рынке коллективных инвестиций и преимущественно выводили средства из ПИФов акций вплоть до мая 2017 г. С 2017 г. наблюдается иная картина – из иностранных фондов акций средства активно выводятся, а в открытые и интервальные ПИФы акций они, наоборот, начали поступать.

Таким образом, с учетом истории денежных потоков средств частных инвесторов в иностранные фонды Russia-EMEA-Equity и в российские ПИФы акций решение задачи замещения иностранных портфельных инвесторов внутренними

частными сбережениями и коллективными инвестициями выглядит вполне реалистичным при условии создания современного регулирования деятельности ПИФов и устранения административных и иных барьеров в их развитии.

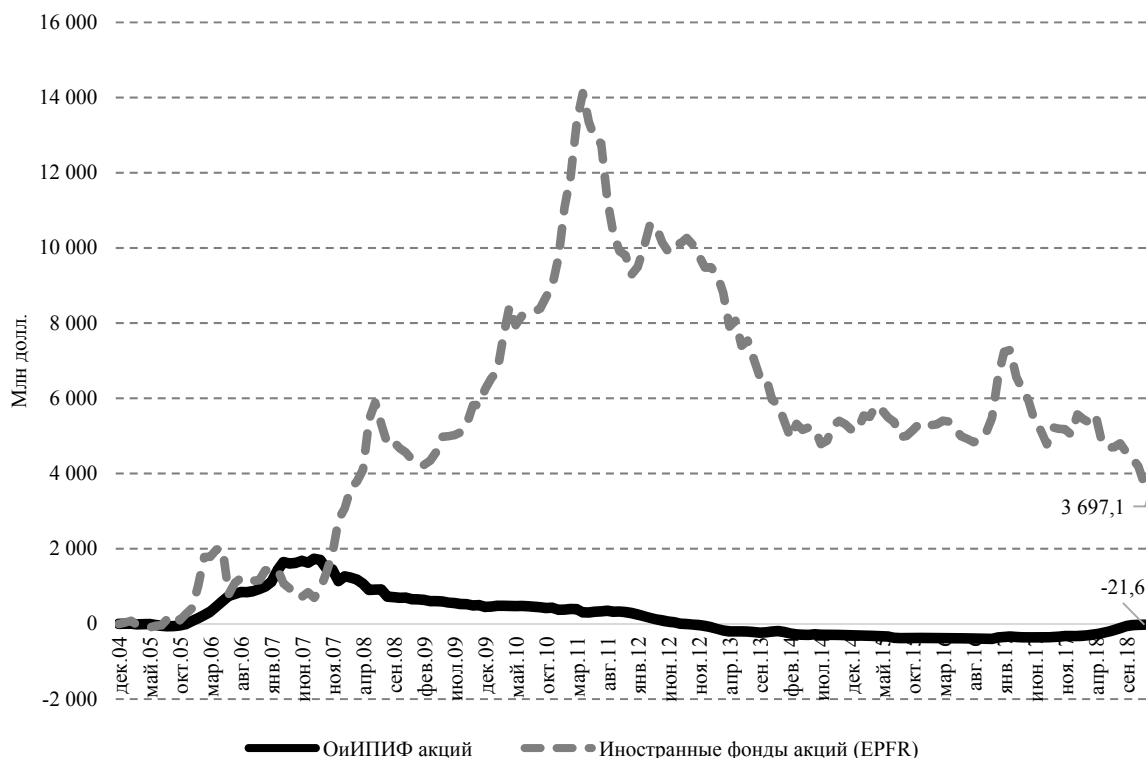


Рис. 56. Приток средств накопительным итогом в иностранные фонды Russia-EMEA-Equity и в открытые и интервальные ПИФы акций с декабря 2004 г. по декабрь 2018 г., млн долл. (декабрь 2004 г. = 0)

Источник: расчеты авторов по данным Investfunds.ru, НАУФОР и ресурса Emerging Portfolio Fund Research (EPFR Global).

3.6.3. Иностранные портфельные инвесторы

На многих развивающихся рынках иностранные портфельные инвесторы часто действуют по очень похожим сценариям. Их решения о притоках или оттоках средств в таких фондах принимаются исходя из общих циклических закономерностей и веса той или иной страны в глобальных фондовых индексах, а не индивидуальных особенностей экономик и эмитентов разных стран¹.

Как следует из показателей на рис. 57, согласно данным аналитического ресурса EPFR, российский рынок акций столкнулся с массовым выводом из него

¹ 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.

средств иностранных фондов с середины 2011 г. Сравнение с другими пятью крупнейшими развивающимися рынками акций – Бразилией, Индией, Китаем, Южной Кореей и Индонезией – показывает, что практически все они столкнулись примерно в тот же период с аналогичным явлением. Это значит, что уход средств иностранных фондов из России начиная с 2011 г. отчасти объяснялся общими для всех развивающихся рынков проблемами – началом валютного и долгового кризиса в Европе и появлением признаков восстановления американской экономики из рецессии, что стимулировало глобальных инвесторов к перераспределению портфелей от развивающихся рынков в пользу США и других развитых экономик. Однако в России данный фактор был усилен внутренними проблемами – переключением на дирижистскую модель экономического развития, поддерживаемую в то время централизованными источниками рефинансирования банков, совпавшую с замедлением экономического роста, и исчерпанием на фондовом рынке позитивного эффекта, связанного с временным восстановлением («отскоком») цен акций компаний после кризиса 2008 г.

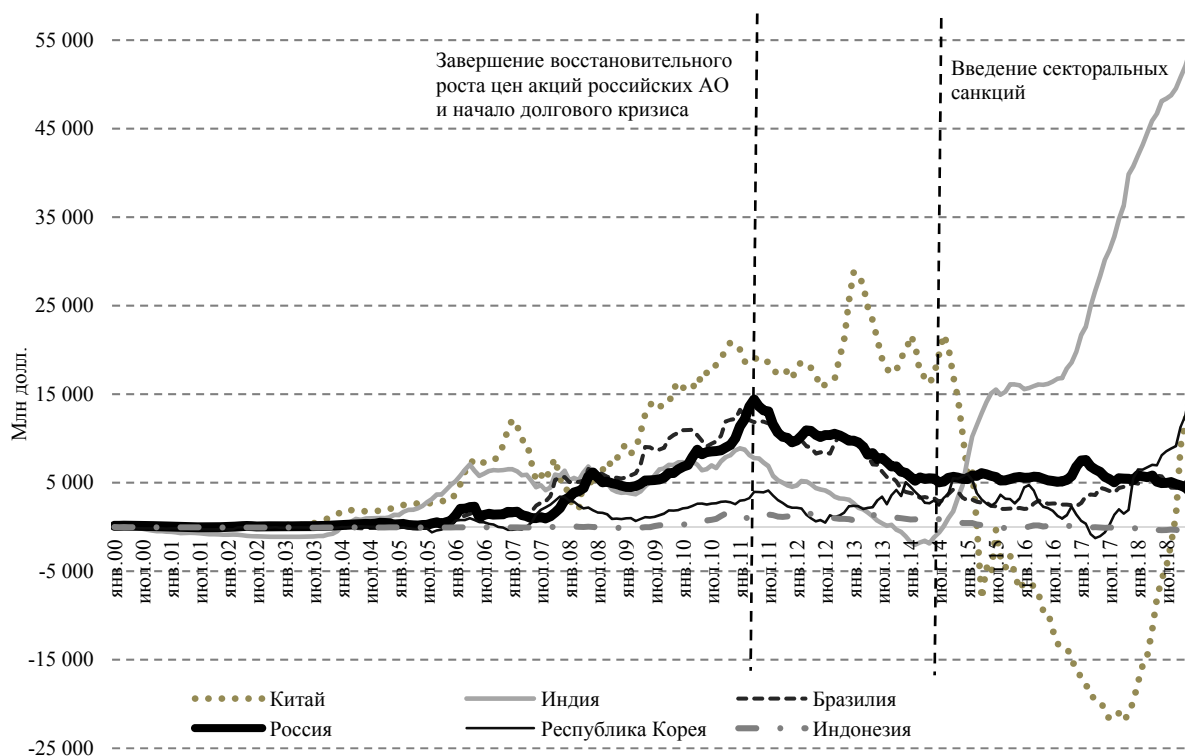


Рис. 57. Накопленные денежные потоки иностранных инвестиционных фондов, специализирующихся на инвестициях в акции той или иной страны с развивающимся рынком в 2000–2018 гг.

Источник: расчеты авторов по данным ресурса EPFR.

Привлекательность российского финансового рынка для иностранных инвесторов во многом зависит от состояния инвестиционного климата. России удалось добиться существенного прогресса в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (РГК ВЭФ). Ее место в рейтинге поднялось с 67-го в 2013 г. до 43-го в 2018 г. (рис. 58). Из стран – членов БРИКС Россия поднялась выше по рейтингу, чем Бразилия, ЮАР и Индия, уступая лишь Китаю.

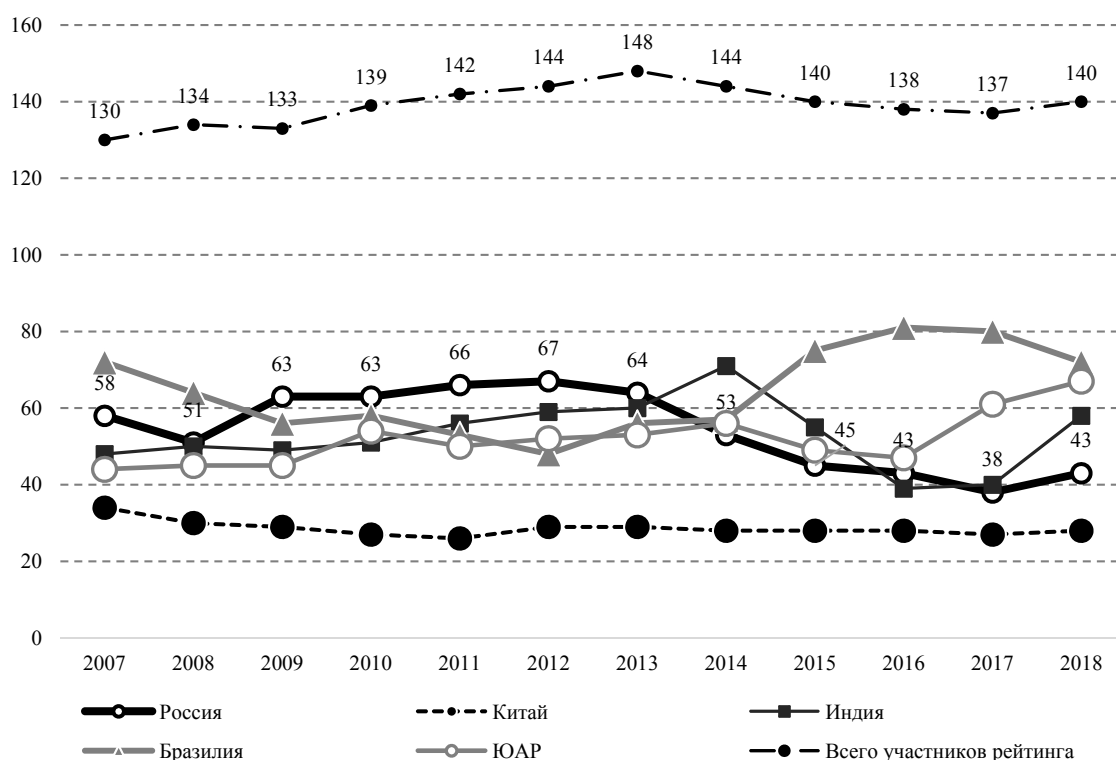


Рис. 58. Общий индекс конкурентоспособности стран БРИКС в соответствии с рейтингами глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума в 2007–2018 гг.

Источник: расчеты авторов 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 инвесторов¹. Это было сделано на примере одного из крупнейших американских пенсионных фондов Calpers, который до 2006 г. раскрывал публично перечень тех критериев и показателей, на основании которых он принимал решения об инвестировании активов

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

в тот или иной развивающийся рынок. Данный перечень включал: независимость правосудия, применение международных стандартов аудита и отчетности, уровень защиты прав миноритарных инвесторов, использование внутреннего фондового рынка для финансирования экономики, надежность банков и эффективность регулирования фондовых бирж. К сожалению, с 2018 г. Всемирный экономический форум существенно изменил методику своего рейтинга, что затрудняет сопоставление результатов текущего РГК ВЭФ с рейтингами прошлых лет. Из выделенных нами 6 показателей благоприятности инвестиционного климата были оставлены только три показателя: независимость правосудия, применение международных стандартов аудита и отчетности и надежность банков.

Если взять за основу оценки 2013 г., то можно констатировать, что по данным трем направлениям России удалось добиться улучшения оценок качества инвестиционного климата (табл. 18 и рис 59). Например, по критерию независимости правосудия Россия переместилась со 119-го места в 2013 г. на 92-е место в 2018 г. По оценкам соблюдения международных стандартов отчетности и аудита – со 107-го на 89-е и по надежности банковской системы – со 124-го на 114-е место. В целом на основе трех рассматриваемых индикаторов исходя из данных рис. 59 можно сделать вывод, что Россия стала ближе по оценкам инвестиционного климата к другим крупным развивающимся рынкам из БРИКС.

Таблица 18

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	2018
Независимость правосудия												
Россия	106	109	116	115	123	122	119	109	108	95	90	92
Китай	82	69	62	62	63	66	57	60	67	56	46	45
Индия	26	43	37	41	51	45	40	50	64	54	53	41
Бразилия	89	68	78	76	71	71	65	76	92	79	59	79
ЮАР	23	30	38	44	35	27	22	24	24	16	36	48
Правоприменение стандартов аудита и учета												
Россия	95	108	119	116	120	123	107	106	102	103	100	89
Китай	102	86	72	61	61	72	80	82	80	68	71	75
Индия	27	30	27	45	51	44	52	102	95	64	69	63
Бразилия	63	60	70	64	49	42	31	41	70	72	58	65
ЮАР	6	4	2	1	1	1	1	1	1	1	30	55
Надежность банков												
Россия	108	107	123	129	129	132	124	118	115	121	121	114
Китай	128	108	66	60	64	71	72	63	78	79	82	90
Индия	46	51	25	25	32	38	49	101	100	75	78	83
Бразилия	36	24	10	14	16	14	12	13	27	38	26	22
ЮАР	16	15	6	6	2	2	3	6	8	2	37	62

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

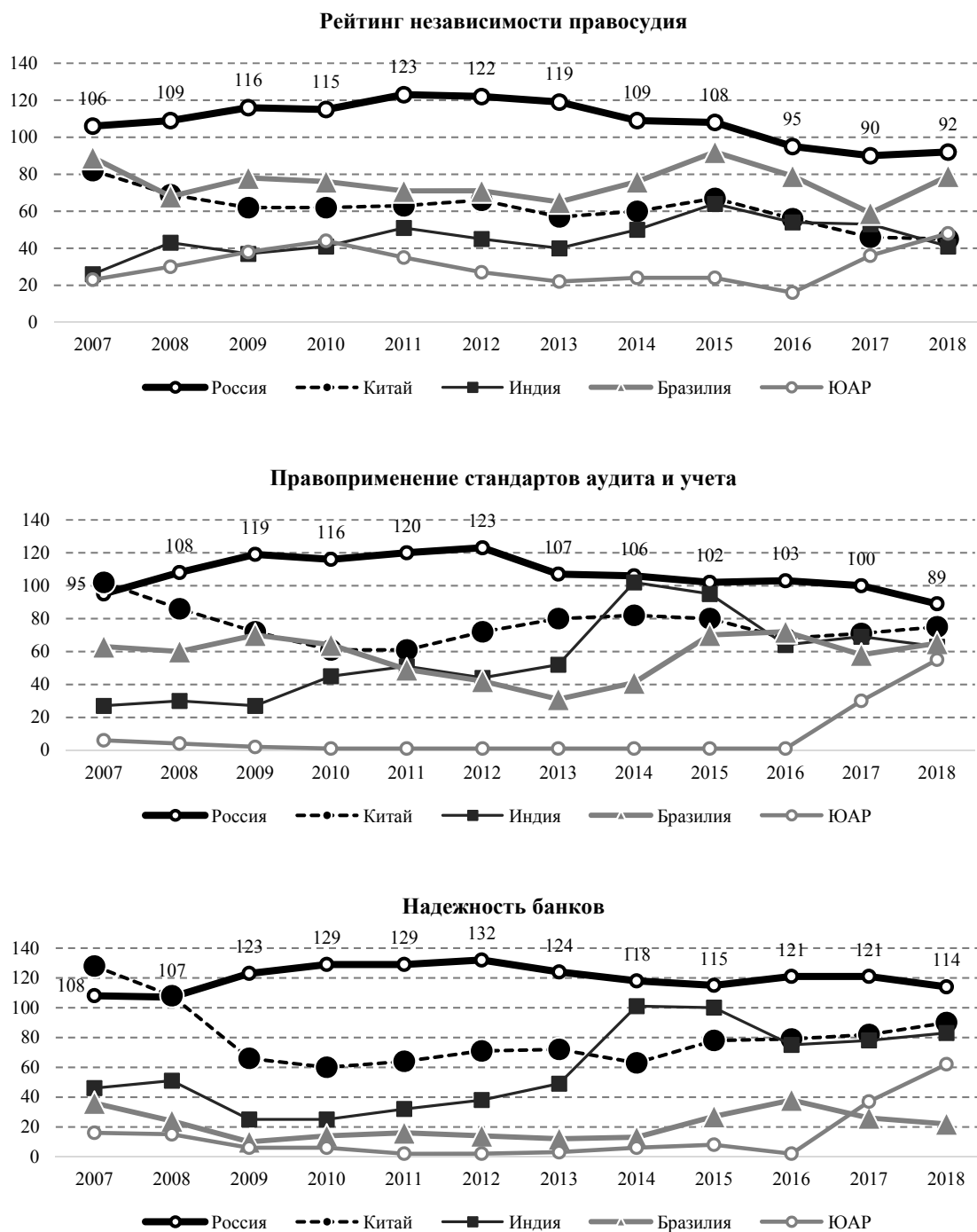


Рис. 59. Положение стран БРИКС в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума по ряду критериев, существенных для принятия решений консервативными портфельными инвесторами

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

3.7. 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. 60). Однако проблема заключается в том, что внезапные девальвации обесценивают стоимость рублевых сбережений, и к исходным значениям даже в период стабильности рубль не возвращается.

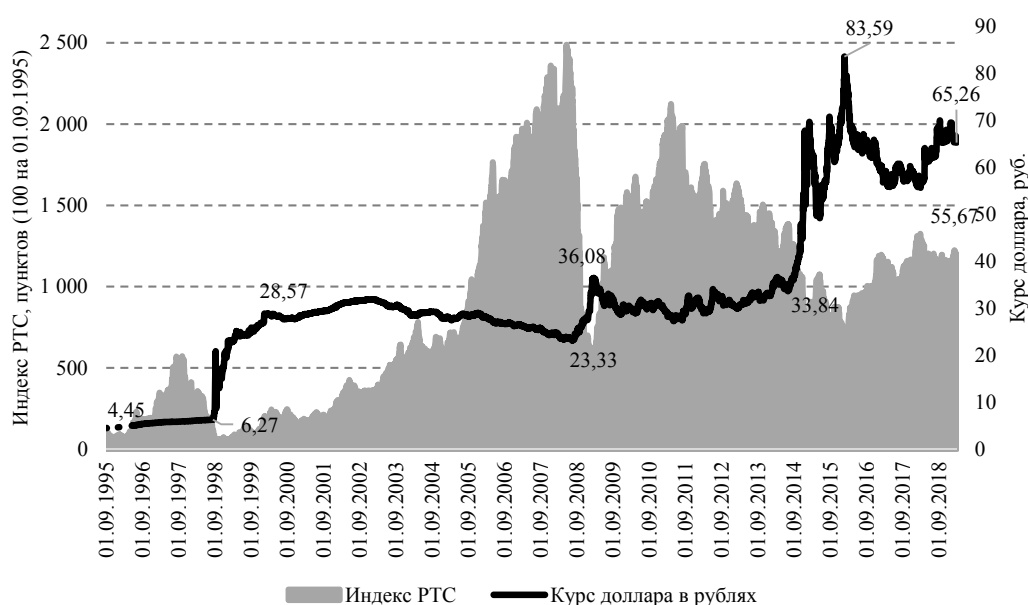


Рис. 60. Индекс РТС и валютный курс рубля за период с 1 сентября 1995 г. до 1 марта 2019 г.

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

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

В настоящее время финансовый рынок переживает процесс колебаний рубля в зависимости от нефтяных цен и объемов покупки валюты в резервные фонды Минфина. После пика ослабления рубля до 83,59 руб./долл. по состоянию на 22 января 2016 г. на 1 марта 2019 г. он достигал 65,26 руб./долл. Поскольку структурные изменения в экономике даже при условии благоприятного сценария ее развития будут занимать достаточно длительное время, в среднесрочной перспективе сохраняются риски неблагоприятных внешних условий для курса рубля.

В значительной мере цены акций российских компаний зависят от цен на нефть. Коэффициент детерминации (R^2) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами нефти сорта Brent с сентября 1995 г. по февраль 2019 г., изображенный на *рис. 61*, равен 0,8, что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями. В значительной мере цена на нефть влияет и на валютный курс.

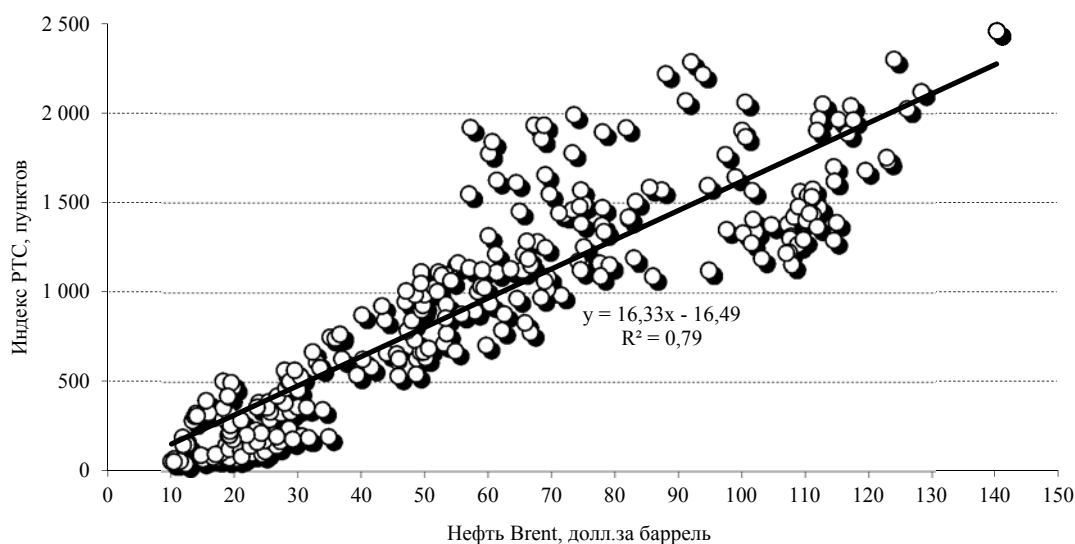


Рис. 61. Зависимость индекса РТС от цены нефти Brent с сентября 1995 г. по февраль 2019 г.

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

В течение ближайших лет нет оснований ожидать роста нефтяных цен, 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.

Существенные риски для финансового рынка сохраняют санкции, хотя их воздействие на поведение участников рынка пока носит ограниченный характер. Основными 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 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.¹. По мнению министра финансов А. Силуанова, высказанному в конце 2014 г., от санкций в год Россия теряет около 40 млрд долл.².

В этом смысле санкции и текущее ожидание их усиления сдерживают возможности крупных компаний и государства по заимствованию средств на глобальных рынках и соответственно инвестиционную активность бизнеса, что отрицательно влияет на экономический рост.

Одним из ключевых рисков внутреннего фондового рынка являются растущие риски приближения новой рецессии на глобальных финансовых рынках.

На *рис. 62, 63* рассматриваются два наиболее популярных опережающих индикатора наступления рецессии. Приближение к нулевому значению спреда доходности между 10- и 2-летними государственными облигациями развитых стран, как правило, сигнализирует о скорой рецессии. Это связано с тем, что в растущей экономике доходность более долгосрочных облигаций, как правило, выше, что отражает ожидания роста ставок в будущем (*рис. 62*). Если же доходность к погашению по 10-летним государственным облигациям начинает сближаться с доходностью 2-летних облигаций, то это, как правило, означает рост ожиданий инвесторов облигаций, что в будущем наступит рецессия, т.е. инфляция и ставки процента упадут. На графике *рис. 62* сегодня мы видим довольно смешанную ситуацию с указанными спредами. Если по США и Японии его значение действительно находится на историческом минимуме за 2008–2018 гг., то по облигациям Германии и Великобритании спреды далеки от минимальных значений. Это позволяет предполагать, что в ближайшие месяцы глобальная рецессия вряд ли начнется.

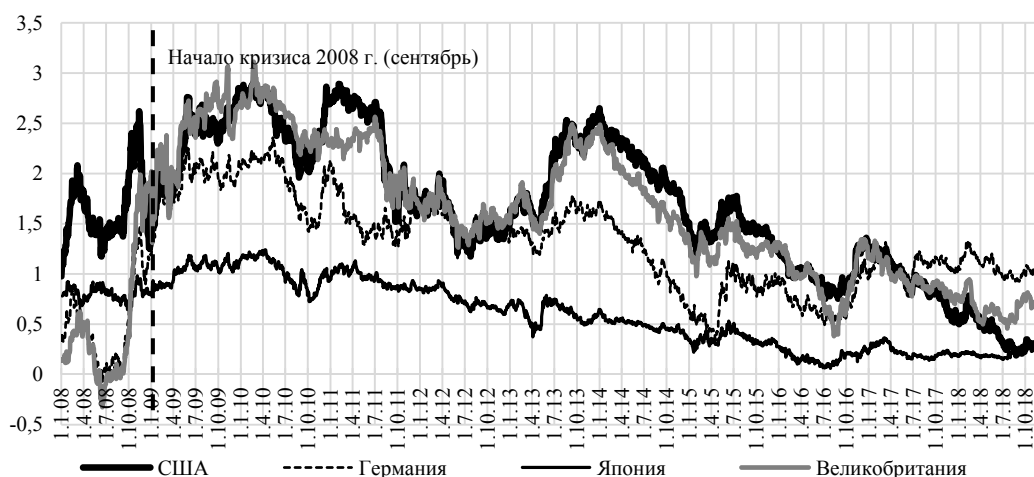


Рис. 62. Спреды доходностей 10-летних и 2-летних государственных облигаций в США, Германии, Великобритании и Японии в 2008–2018 гг., п.п.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

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

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

Индексы роста цен на жилую недвижимость соответственно в 10 и 2 крупнейших городах США проявили себя как один из важных индикаторов, предсказавших наступление Великой рецессии 2008 г. После падения данных индикаторов в июне 2006 г. начались проблемы на рынке необеспеченных ипотечных ценных бумаг в США, вызвавшие банкротство крупнейших финансовых структур (рис. 63). Как показано на графике, по состоянию на декабрь 2018 г. пока не происходит явного падения данных индексов. В октябре отчетного года индекс S&P CoreLogic Case-Shiller 10-City Composite Home Price NSA Index находился на уровне значения 227,49, а S&P CoreLogic Case-Shiller 20-City Composite Home Price NSA Index – значения 213,77. Три месяца спустя оба индекса начали немного снижаться, и по состоянию на декабрь 2018 г. они достигли соответственно 226,6 и 213 пунктов. То есть движение индексов вниз началось, но пока еще не ясно, насколько оно будет устойчивым и быстрым.

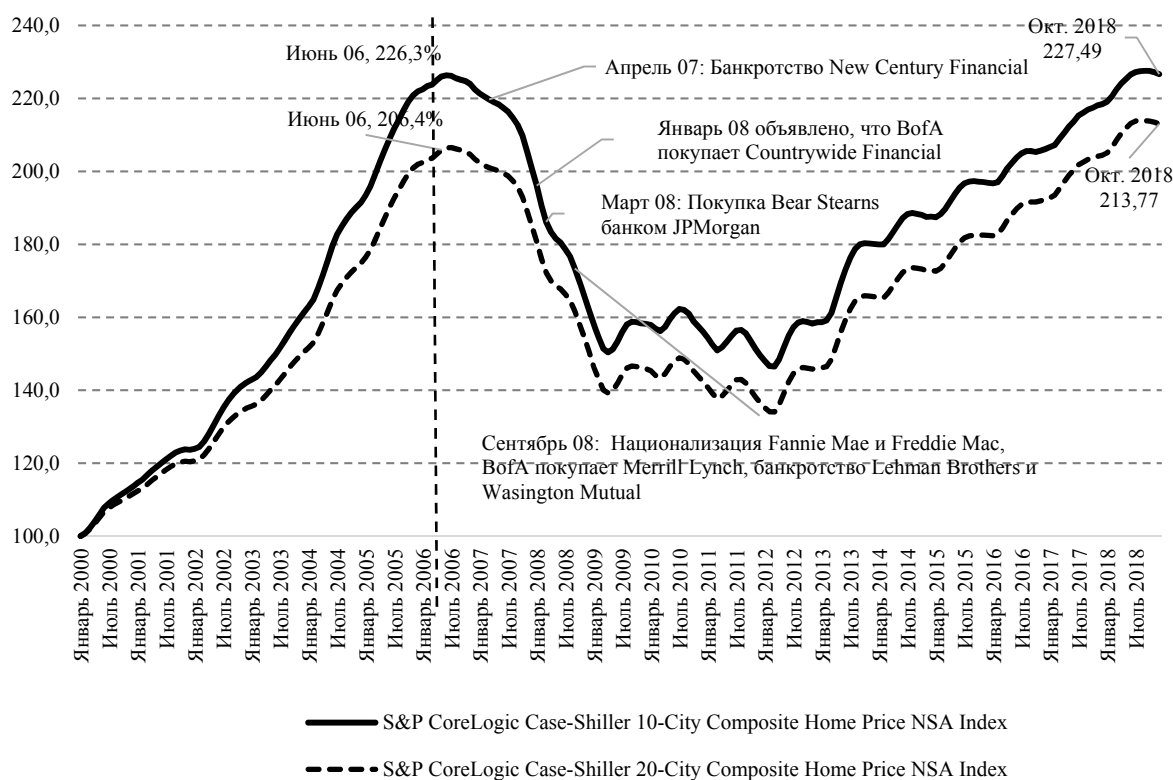


Рис. 63. Индексы цен на жилую недвижимость S&P CoreLogic Case-Shiller 10-City Composite Home Price NSA Index и S&P CoreLogic Case-Shiller 20-City Composite Home Price NSA Index в США с января 2000 г. по декабрь 2018 г., п.п.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и S&P.

Таким образом, оба рассмотренных индикатора показывают, что, несмотря на риски приближения рецессии, ее наступление в первой половине 2019 г. вряд ли

вероятно. По заявлению министра финансов США от 29 января 2019 г., данное ведомство также не видит признаков наступления рецессии в ближайшее время¹. Факторами, поддерживающими мировые рынки, остаются позитивные ожидания инвесторов о завершении торговых переговоров между США и Китаем в марте 2019 г., а также поддержание благоприятных результатов финансовой отчетности крупнейших американских компаний в I квартале 2019 г.

3.8. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований²

3.8.1. Динамика развития рынка

По итогам 2018 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с профицитом в размере 512,9 млрд руб., или 0,49% ВВП (*табл. 19*).

Для сравнения: в 2017 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с дефицитом в 61,5 млрд руб., или 0,07% ВВП.

В 2018 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с профицитом в 491,5 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 0,8 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения – с дефицитом в 0,4 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с профицитом в 16,0 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом в 3,5 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом в 2,7 млрд руб.

Для сравнения: 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 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. 20*).

Таблица 19

Отношение профицита (дефицита) консолидированного регионального и региональных бюджетов к бюджетным расходам в 2007–2018 гг., %

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
1	2	3
2018	3,7	4,7
2017	-0,5	-0,2
2016	...	0,003

¹ Davidson K. There Are No Indications of Recession on Horizon, Says Treasury Secretary Steven Mnuchin // The Wall Street Journal – online. 29 January 2019.

² Автор раздела: А. Шадрин, Минэкономразвития России, Институт Гайдара.

Окончание таблицы 19

1	2	3
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.

Таблица 20

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов
к бюджетным расходам в 2007–2018 гг., %**

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
2018	-1,2	0,04	1,0	1,0
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 2019 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 16 субъектах РФ и г. Байконуре (в 2017 г. – в 59 регионах и г. Байконуре). Суммарный объем дефицита составил 64,0 млрд руб., или 2,8% от доходной части их бюджетов (в 2017 г. – 194,8 млрд руб., или 2,4% от доходной части бюджетов регионов, имеющих дефицит).

Медианный уровень бюджетного дефицита составил 0,8% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Республике Мордовия – 14,2%, в Хабаровском крае – 7,0%, в Сахалинской области – 5,0%.

Почти половина – 48,6% – суммарного дефицита консолидированных бюджетов регионов, имеющих дефицит, или 31,1 млрд руб., пришлось на Московскую область, 16,0%, или 10,3 млрд руб., – на Хабаровский край, 13,3%, или 8,5 млрд руб., – на Сахалинскую область, 11,0%, или 7,0 млрд руб., – на Республику Мордовия (*табл. 21*).

Таблица 21

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов
Российской Федерации в 2018 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
Центральный федеральный округ							
Белгородская область	130,6	-7,7	-5,9	5,7	-2,3	8,0	38,7
Брянская область	79,7	-2,2	-2,8	6,5	-1,9	8,4	67,3
Владимирская область	87,4	-1,0	-1,1	2,9	-0,7	3,6	60,8
Воронежская область	161,4	-12,1	-7,5	31,7	-1,8	33,4	23,6
Ивановская область	57,6	-2,6	-4,6	31,3	-1,2	32,5	25,9
Тверская область	87,5	-6,0	-6,8	24,1	-0,9	24,9	12,8
Калужская область	97,6	-11,6	-11,9	2,0	-1,2	3,3	10,4
Костромская область	43,3	-1,2	-2,8	48,8	-1,8	50,5	62,5
Курская область	78,5	-1,3	-1,6	27,2	0,4	26,7	-24,8
Липецкая область	88,4	-5,9	-6,7	5,2	-1,1	6,3	16,4
Московская область	773,5	31,1	4,0	6,5	4,2	2,3	105,0
Орловская область	48,0	-0,2	-0,4	50,4	-0,2	50,6	42,8
Рязанская область	76,5	-1,9	-2,5	10,1	-1,5	11,7	61,5
Смоленская область	60,2	-2,5	-4,2	47,8	0,1	47,7	-1,6
Тамбовская область	64,2	0,6	1,0	20,2	1,7	18,5	171,0
Тульская область	108,8	-3,1	-2,9	7,9	0,3	7,6	-11,8
Ярославская область	93,4	2,1	2,2	57,9	1,7	56,2	75,2
г. Москва	2 614,6	-58,4	-2,2	0,0	-0,2	0,2	7,5
г. Байконур	4,1	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Итого	4 755,3	-84,0	-1,8	7,2	0,4	6,8	-21,5
Северо-Западный федеральный округ							
Республика Карелия	66,0	-4,2	-6,3	25,9	-5,9	31,9	94,2
Республика Коми	113,6	-11,1	-9,8	19,1	-8,3	27,4	85,3
Архангельская область	114,9	-3,2	-2,8	67,1	-4,5	71,6	160,9
Вологодская область	104,3	-15,0	-14,4	13,8	-2,8	16,6	19,5
Калининградская область	137,0	-2,4	-1,7	19,2	0,1	19,1	-4,2
Ленинградская область	188,6	-14,7	-7,8	0,1	-0,1	0,1	0,7
Мурманская область	98,3	0,3	0,3	47,7	-0,1	47,8	-30,4
Новгородская область	44,6	-0,6	-1,4	22,3	0,4	21,9	-26,5
Псковская область	43,4	-0,4	-0,8	42,6	0,2	42,4	-29,3
г. Санкт-Петербург	669,8	-10,1	-1,5	0,0	-0,7	0,7	47,0
Ненецкий автономный округ	24,6	-1,8	-7,4	17,5	-5,4	22,9	72,4
Итого	1 605,0	-63,1	-3,9	14,7	-1,7	16,4	43,4

Продолжение таблицы 21

1	2	3	4	5	6	7	8
Южный федеральный округ							
Республика Калмыкия	18,4	0,1	0,5	48,4	0,6	47,8	117,2
Краснодарский край	377,8	-16,4	-4,3	19,7	-0,8	20,5	18,8
Астраханская область	67,3	-7,2	-10,7	14,7	-8,3	23,0	77,3
Волгоградская область	149,0	-2,0	-1,3	15,4	-0,9	16,3	69,1
Ростовская область	263,2	-8,0	-3,0	2,3	-3,4	5,8	112,7
г. Севастополь	44,1	-3,8	-8,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Республика Крым	196,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-3 187,2
Республика Адыгея (Адыгея)	28,4	-0,3	-1,0	5,5	0,1	5,4	-8,3
Итого	1 144,3	-37,6	-3,3	10,8	-1,7	12,5	51,4
Северо-Кавказский федеральный округ							
Республика Дагестан	148,6	-12,3	-8,2	6,6	-0,5	7,1	6,3
Кабардино-Балкарская Республика	44,4	-2,0	-4,5	92,3	-4,2	96,5	93,3
Республика Северная Осетия –Алания	40,9	-0,5	-1,3	13,3	-0,5	13,8	37,1
Республика Ингушетия	29,7	-0,4	-1,3	6,7	-0,4	7,1	29,9
Ставропольский край	157,7	-6,9	-4,4	27,2	-2,0	29,2	45,9
Карачаево-Черкесская Республика	31,1	-0,1	-0,3	23,8	-0,4	24,2	125,4
Чеченская Республика	96,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,2	0,2	53,7
Итого	548,7	-22,5	-4,1	19,8	-1,2	21,0	28,5
Приволжский федеральный округ							
Республика Башкортостан	289,0	-24,6	-8,5	0,5	-1,0	1,5	12,0
Республика Марий Эл	38,4	-0,4	-1,2	13,9	-0,4	14,4	37,2
Республика Мордовия	49,7	7,0	14,2	52,4	13,7	38,7	96,7
Республика Татарстан (Татарстан)	366,6	-5,6	-1,5	1,3	-0,1	1,4	5,4
Удмуртская Республика	104,1	-1,8	-1,7	57,3	-1,9	59,3	111,2
Чувашская Республика – Чувашия	72,2	-2,0	-2,7	11,5	-1,6	13,1	58,4
Нижегородская область	232,1	-9,3	-4,0	35,2	-0,1	35,2	1,4
Кировская область	80,7	-1,6	-2,0	40,5	-1,1	41,6	55,7
Самарская область	234,5	-16,5	-7,1	15,1	-3,9	19,0	55,1
Оренбургская область	134,0	-12,4	-9,2	11,3	-2,0	13,3	22,0
Пензенская область	79,6	-0,2	-0,2	19,9	0,6	19,4	-239,5
Пермский край	189,2	-3,8	-2,0	13,3	0,1	13,2	-6,8
Саратовская область	138,0	-5,4	-3,9	17,7	-1,3	19,1	34,3
Ульяновская область	79,5	-0,7	-0,8	26,9	0,2	26,7	-24,3
Итого	2 087,7	-77,3	-3,7	17,1	-0,6	17,8	17,6
Уральский федеральный округ							
Курганская область	56,7	0,3	0,5	11,9	0,8	11,0	153,6
Свердловская область	355,7	-10,0	-2,8	21,4	-0,8	22,3	28,7
Тюменская область	246,7	-36,9	-15,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Окончание таблицы 21

1	2	3	4	5	6	7	8
Челябинская область	249,1	-13,0	-5,2	3,9	-0,2	4,1	4,3
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	358,9	-41,1	-11,4	0,9	-1,0	1,9	8,9
Ямало-Ненецкий автономный округ	250,3	-46,0	-18,4	0,0	-3,2	3,2	17,6
Итого	1 517,4	-146,7	-9,7	6,3	-1,0	7,3	10,0
Сибирский федеральный округ							
Республика Тыва	36,4	-0,8	-2,3	10,8	-0,8	11,6	34,7
Алтайский край	149,6	-8,8	-5,9	0,0	-0,1	0,1	0,9
Красноярский край	326,1	1,1	0,4	17,3	1,3	16,0	358,7
Иркутская область	233,1	-13,8	-5,9	4,4	-2,5	6,9	42,9
Кемеровская область	238,2	-36,0	-15,1	2,8	-9,3	12,1	61,2
Новосибирская область	215,9	-7,0	-3,2	41,3	-0,7	42,0	20,7
Омская область	126,4	-2,6	-2,1	88,8	-2,1	90,8	100,4
Томская область	90,5	0,4	0,4	44,5	0,6	44,0	130,6
Республика Алтай	25,0	0,2	0,8	3,6	-0,3	3,9	-31,8
Республика Хакасия	49,4	-2,5	-5,1	10,0	-5,4	15,4	106,0
Итого	1 490,7	-69,8	-4,7	21,8	-2,0	23,8	43,6
Дальневосточный федеральный округ							
Республика Бурятия	80,4	0,3	0,3	45,3	0,9	44,4	264,0
Республика Саха (Якутия)	275,7	-12,5	-4,5	10,8	0,0	10,9	0,8
Приморский край	171,2	-17,0	-9,9	3,7	-0,5	4,2	5,2
Хабаровский край	146,6	10,3	7,0	33,9	6,1	27,8	86,5
Амурская область	78,8	-0,6	-0,7	10,0	-0,3	10,3	45,1
Камчатский край	96,9	-1,6	-1,7	3,1	-0,9	4,0	54,2
Магаданская область	42,3	1,1	2,7	59,5	2,6	56,9	97,2
Сахалинская область	168,5	8,5	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Еврейская автономная область	14,5	0,5	3,4	23,0	0,8	22,2	23,7
Чукотский автономный округ	37,9	-0,4	-1,1	0,0	-1,2	1,2	108,1
Забайкальский край	87,4	-0,4	-0,5	23,3	-0,6	23,8	114,7
Итого	1 200,2	-11,9	-1,0	15,2	0,6	14,5	-65,4
Итого Российская Федерация	14 349,4	-512,9	-3,6	12,3	-0,6	12,9	16,8

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

С профицитом в 2018 г. был сведен консолидированный бюджет в 69 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 36 регионами в 2017 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 576,9 млрд руб., или 1,9% от величины доходной части их бюджетов (в 2017 г. – 133,3 млрд руб., или 4,8% доходной части бюджетов). Медианное значение бюджетного профицита составило 3,1% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Ямало-Ненецком АО – 18,4%, в Кемеровской области – 15,1, в Тюменской области – 15,0, в Вологодской области – 14,4%.

На г. Москву в 2018 г. пришлось 10,1% суммарного профицита бюджетов регионов, сведенных с профицитом, или 58,4 млрд руб., на Ямало-Ненецкий АО – 8,0%, или 46,0 млрд руб., на Ханты-Мансийский АО – 7,1%, или 41,1 млрд руб., на Тюменскую область – 6,4%, или 36,9 млрд руб., на Кемеровскую область – 6,3%, или 36,0 млрд руб.

3.8.2. Структура заимствований

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов Российской Федерации в 2018 г. сократился на 109,1 млрд руб., составив 2 206,3 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований увеличился на 3,9 млрд руб., составив 371,9 млрд руб. (табл. 22)

Таблица 22

Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований на 1 января 2018 и 2019 гг.

Виды долговых обязательств	Объем государственного долга субъекта Российской Федерации, млн руб.			Объем долга муниципальных образований, млн руб.		
	2018 г.	2019 г.	при- рост/сниже- ние 2019 г. к 2018 г., %	2018 г.	2019 г.	при- рост/сниже- ние 2019 г. к 2018 г., %
Государственные ценные бумаги	548 519,6	551 363,6	0,5	21 068,9	18 123,9	-14,0
Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций	666 961,2	636 015,2	-4,6	241 222,1	256 539,0	6,3
Бюджетные кредиты от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	1 010 337,7	939 977,0	-7,0	90 429,9	86 464,1	-4,4
Государственные гарантии	81 535,6	71 504,9	-12,3	15 253,2	10 730,9	-29,6
Иные долговые обязательства	8 050,3	7 452,7	-7,4	6,1	5,5	-9,8
Всего	2 315 404,5	2 206 313,3	-4,7	367 980,1	371 863,4	1,1

Источник: расчеты автора на основе данных Минфина России.

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов в 2018 г. составил 1 769,8 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали: Омская область – 112,2 млрд руб., Новосибирская область – 89,2 млрд, Нижегородская область – 81,6 млрд, Архангельская область – 77,1 млрд, Свердловская область – 76,3 млрд, Краснодарский край – 74,5 млрд руб.

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 4,9%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 31,6%, на заимствования в коммерческих банках – 63,5%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета был отрицательным и составил -86,0 млрд руб. (-10,4 млрд руб. в 2017 г.).

Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали Республика Мордовия (13,7%) и Московская область (4,2%).

Крупнейшими чистыми заемщиками стали Московская область (32,6 млрд руб.), Хабаровский край (8,9 млрд руб.), Республика Мордовия (6,8 млрд руб.).

Таблица 23

Чистые заимствования региональных и местных бюджетов, % ВВП

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Чистые заимствования субфедеральных и местных органов власти в том числе:	0,17	0,29	0,74	0,51	0,21	0,33	0,61	0,53	0,33	0,10	-0,01	-0,08
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	-0,07
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	-0,01

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 Кемеровская (на 22,1 млрд руб.), Самарская (на 9,1 млрд руб.), Ростовская (на 9,0 млрд руб.) области.

3.8.3. Внутренние облигационные займы

В 2018 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 21 субъекта Федерации и 2 муниципальных образований (по сравнению с 34 регионами и 3 муниципалитетами, выпустившими облигации в 2017 г.). Проспекты эмиссии в Минфине России в 2018 г. зарегистрировали: Санкт-Петербург, Красноярский, Краснодарский, Камчатский и Хабаровский края, Удмуртская Республика, Республики Саха (Якутия) и Карелия, Свердловская, Магаданская, Самарская, Оренбургская, Томская, Новосибирская, Липецкая, Ярославская, Нижегородская, Иркутская, Московская и Кировская области, г. Новосибирск и Томск.

В 2018 г. объем размещаемых облигаций составил 86,9 млрд руб., сократившись по сравнению с уровнем 2017 г. (215,3 млрд руб.) в 2,5 раза в номинальном выражении. Таким образом, за год объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций сократился с 0,23 до 0,08% ВВП (табл. 24).

Таблица 24

Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, % к ВВП

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Выпуск	0,26	0,43	0,41	0,25	0,10	0,19	0,23	0,16	0,12	0,19	0,23	0,08
Погашение	0,18	0,26	0,16	0,18	0,21	0,13	0,12	0,17	0,13	0,15	0,13	0,08
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 России.

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили Красноярский край (24,0 млрд руб., или 27,6% общего объема эмиссии), Республика Саха (Якутия)

(11,5 млрд руб., или 13,2%), Краснодарский край и Нижегородская область (по 10,0 млрд руб., или по 11,5%).

Таким образом, на четырех крупнейших эмитентов пришлось 63,8% от общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций (табл. 25).

Таблица 25

Размещение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2018 г.

Субъект Федерации	Объем эмиссии, млн руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
Центральный федеральный округ			
Липецкая область	3 000,0	3,5	65,4
Ярославская область	3 000,0	3,5	5,6
Северо-Западный федеральный округ			
Ненецкий автономный округ	1 374,1	1,6	31,9
Южный федеральный округ			
Краснодарский край	10 000,0	11,5	13,4
Приволжский федеральный округ			
Нижегородская область	10 000,0	11,5	12,3
Самарская область	8 000,0	9,2	22,6
Уральский федеральный округ			
Свердловская область	5 000,0	5,8	6,6
Сибирский федеральный округ			
Красноярский край	24 000,0	27,6	42,6
Новосибирская область	5 000,0	5,8	5,6
Томская область	998,3	1,1	2,5
Дальневосточный федеральный округ			
Республика Саха (Якутия)	11 500,0	13,2	38,5
Хабаровский край	4 073,9	4,7	8,2
Камчатский край	1 000	1,2	33,8
Российская Федерация – итого	86 946,4	100,0	4,9

Источник: расчеты автора по данным Федерального казначейства.

Наиболее высокий уровень секьюритизации наблюдался у Липецкой области (65,4%) и у Красноярского края (42,6%).

В 2018 г. объем размещаемых ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных образований превысил объем погашаемых ценных бумаг лишь на 23,5 млн руб., тогда как в 2017 г. – на 97,0 млрд руб. (табл. 26)

Таблица 26

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

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
1	2	3	4
2018 г.			
Чистые заимствования	0,02	2,96	-2,94
Привлечение средств	86,95	86,84	0,11
Погашение основной суммы задолженности	86,92	83,88	3,04
2017 г.			
Чистые заимствования	97,03	91,43	5,60
Привлечение средств	215,33	205,21	10,12
Погашение основной суммы задолженности	118,30	113,77	4,53

Окончание таблицы 26

1	2	3	4
2016 г.			
Чистые заимствования	31,98	26,70	5,29
Привлечение средств	160,51	153,66	6,85
Погашение основной суммы задолженности	128,52	126,96	1,56
2015 г.			
Чистые заимствования	-5,81	-7,11	1,29
Привлечение средств	98,45	94,25	4,21
Погашение основной суммы задолженности	104,27	101,36	2,92
2014 г.			
Чистые заимствования	-9,24	-7,41	-1,83
Привлечение средств	111,49	110,09	1,40
Погашение основной суммы задолженности	120,73	117,50	3,23
2013 г.			
Чистые заимствования	77,61	75,45	2,16
Привлечение средств	154,64	149,64	5,00
Погашение основной суммы задолженности	77,03	74,19	2,84
2012 г.			
Чистые заимствования	38,17	36,80	1,38
Привлечение средств	119,85	115,95	3,90
Погашение основной суммы задолженности	81,68	79,16	2,52
2011 г.			
Чистые заимствования	-58,20	-57,11	-1,09
Привлечение средств	55,05	53,37	1,69
Погашение основной суммы задолженности	113,25	110,48	2,77
2010 г.			
Чистые заимствования	29,77	28,61	1,16
Привлечение средств	111,11	105,85	5,25
Погашение основной суммы задолженности	81,33	77,24	-4,09

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2018 г. (табл. 27).

Таблица 27

Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2007–2018 гг.

Эмитент	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Субъекты Федерации												
Красноярский край	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*
Томская область	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*
Ярославская область	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*
Самарская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Белгородская область		*				*	*	*	*	*	*	*
Оренбургская область						*	*	*	*	*	*	*
Республика Карелия	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Новосибирская область	*						*	*		*	*	*

Продолжение таблицы 27

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Свердловская область				*	*	*		*		*	*	*
Иркутская область	*	*	*			*			*	*	*	*
Московская область	*	*								*	*	*
Краснодарский край	*			*		*			*		*	*
Магаданская область							*	*			*	*
Липецкая область	*	*				*	*	*			*	*
Удмуртская Республика	*	*		*	*	*	*	*	*	*		*
Хабаровский край												*
Кировская область												*
Камчатский край												*
Республика Коми		*		*	*		*	*	*	*	*	
Ханты-Мансийский АО			*				*	*		*	*	
Омская область							*	*		*	*	
Ямало-Ненецкий АО										*	*	
Тамбовская область										*	*	
Волгоградская область	*	*	*	*	*	*	*	*	*			*
Республика Чувашия	*	*	*		*	*	*	*			*	
Республика Марий Эл						*	*	*			*	
Кемеровская область							*				*	
Ивановская область	*				*						*	
Ульяновская область	*	*									*	
Ненецкий АО											*	
Курская область											*	
Калининградская область											*	
Саратовская область											*	
Орловская область											*	
Карачаево-Черкесская Республика											*	
Республика Мордовия							*	*	*	*		
Республика Хакасия				*		*	*	*	*	*		
Ставропольский край		*			*	*	*	*		*		
Тюменская область										*		
Тверская область	*	*	*	*	*	*	*	*				
Воронежская область	*					*	*	*				
Смоленская область							*	*				
Ленинградская область							*	*				
Республика Башкортостан	*				*	*	*	*	*			
Тульская область						*	*	*	*			
Костромская область	*				*		*					
Москва		*	*	*			*					
Калужская область	*	*			*	*						
Вологодская область					*	*						
Рязанская область				*		*						
Республика Бурятия					*							
Мурманская область				*								
Пензенская область	*	*										
Курганская область		*										
Республика Калмыкия	*											
Кабардино-Балкарская Республика												
Брянская область												
Сахалинская область												
Приморский край												
Муниципалитеты												
Новосибирск				*	*	*	*	*	*	*	*	*

Продолжение таблицы 27

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Томск	*	*		*		*		*	*	*	*	*
Нижний Новгород											*	
Омск								*		*		
г. Волжский Волгоградской области								*				
Красноярск	*	*	*	*	*	*						
Казань	*		*	*	*							
Краснодар				*	*							
Уфа				*								
г. Электросталь Московской области	*		*									
Смоленск			*									
Липецк	*	*										
Магадан	*	*										
Братск		*										
Новороссийск		*										
Екатеринбург	*											
Клинский район Московской области	*	*										
Ногинский район Московской области	*	*										
Благовещенск	*	*										
Чебоксары		*										
г. Балашиха Московской области		*										
Одинцовский район Московской области	*											
Астрахань	*											
Брянск	*											
Воронеж	*											
г. Орехово-Зуево Московской области	*											
Ярославль	*											
Воронеж	*											
Южно-Сахалинск												
Новочебоксарск												
Ангарск												
Вурнарский район Чувашской Республики												
г. Шумерля Чувашской Республики												
Барнаул												
Пермь												
Кострома												
Архангельск												
Дзержинский												

Источник: Минфин России.

3.9. Российский банковский сектор¹

3.9.1. Динамика численности кредитных организаций

На 1 января 2019 г. в российской банковской системе действовали 484 кредитные организации. Годом ранее их число составляло 542. За год количество действующих кредитных организаций сократилось на 58 ед. Шесть лет назад, в начале 2013 г., число действующих кредитных организаций превышало тысячу (1094).

Наиболее значимым фактором сокращения числа действующих банков стала политика Центрального банка РФ последних пяти лет по активной расчистке банковского сектора. За это время Банком России было отозвано более 400 лицензий на осуществление банковских операций. С конца 2014 г. эта политика по выводу с рынка кредитных организаций, не удовлетворяющих требованиям регулятора, совпала с ухудшением ситуации в российской экономике и введением международных санкций против крупнейших российских банков. Соответственно, уже с 2014 г. увеличилась интенсивность отзывов лицензий у кредитных организаций. Если в 2013 г. в среднем за месяц банковских лицензий лишались 4–5 банков, то в 2014 г. интенсивность отзыва лицензий выросла до 7 кредитных организаций в месяц, а в период пика кризисных явлений в российской экономике и финансовой системе в 2015–2016 гг. в среднем за месяц 8 кредитных организаций лишались права продолжать банковскую деятельность. В 2016 г. был поставлен рекорд по количеству отзывов банковских лицензий: количество отозванных за год лицензий достигло 97. Кроме того, в 2016 г. был достигнут максимум по суммарному размеру активов тех банков, у которых была отозвана лицензия: 1,7 трлн руб., или 2% общего объема активов банковского сектора.

При этом в основном регулятор выводил с рынка мелкие банки. Так, даже в пиковые по количеству отзывов лицензий годы (2015–2016 гг.) средний размер активов банка в момент отзыва лицензии не превышал 19 млрд руб.

В 2017 г., если ориентироваться на динамику отзывов банковских лицензий, можно предположить, что ситуация в банковском секторе стала улучшаться. Регулятор за год прекратил деятельность всего лишь 51 кредитной организации – почти в 2 раза меньше, чем в предшествующем году (табл. 28). Средние активы банка с отозванной лицензией в 2017 г. заметно выросли (19,1 млрд против 11,9 млрд руб. годом ранее). Однако общий объем активов банков, лишившихся в 2017 г. права продолжать свою деятельность, сократился до 974 млрд руб., или 1,2% общего объема активов банковского сектора.

¹ Автор раздела: М. Хромов, Институт Гайдара, РАНХиГС.

Отзывы банковских лицензий в 2013–2018 гг.

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Количество банков с отзывными лицензиями	29	86	93	97	51	60
Средний размер активов банка с отзывной лицензией, млрд руб.	10,5	5,1	11,9	11,9	19,1	7,4
Совокупный размер активов банков с отзывными лицензиями, млрд руб.	304,8	441,2	1108,4	1159,1	974,0	445,3

Снижение числа отзывов лицензий в 2017 г., вероятно, было связано и с другими обстоятельствами, главным образом с нагрузкой на систему страхования вкладов. Уже с середины 2015 г. выплаты вкладчикам банков, лишившихся лицензий, финансировались преимущественно за счет кредитной линии Банка России, предоставленной Агентству по страхованию вкладов.

В 2018 г. Банк России немного увеличил интенсивность отзыва банковских лицензий. В течение года было отозвано уже 60 банковских лицензий. При этом средний размер банка, лишённого в 2018 г. права осуществлять банковскую деятельность, снизился до 7,4 млрд руб. А общий объем активов таких банков составил 445 млрд руб., или 0,52% общего объема активов банковского сектора (рис. 64).

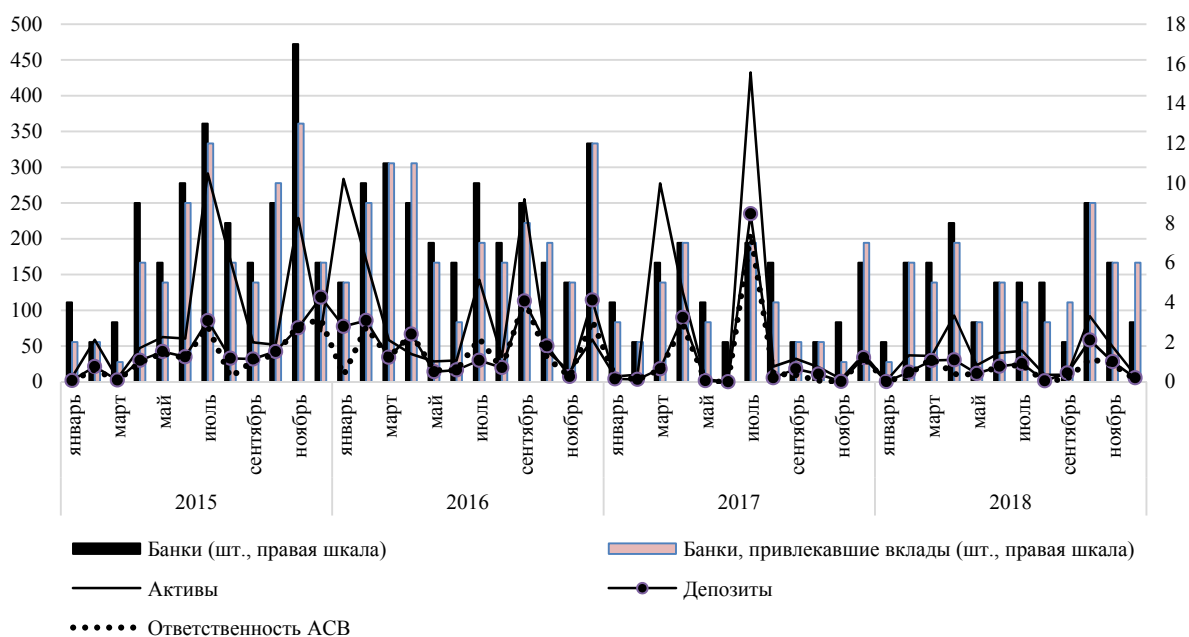


Рис. 64. Основные параметры отзывов лицензий у кредитных организаций

Источник: Банк России.

Другое направление регулирования – процедуры финансового оздоровления – в 2018 г. практически не осуществлялось. После начала процедур санации в отношении ряда крупных частных банков в 2017 г. (ФК «Открытие», Бинбанк, Промсвязьбанк) регулятор взял паузу, и в 2018 г. этот механизм регулирования был применен лишь однажды к Азиатско-Тихоокеанскому банку.

Таким образом, в 2018 г. внимание регулятора очевидно сместилось в сегмент более мелких банков. Об этом свидетельствует снижение средней величины активов кредитных организаций, у которых в прошедшем году была отозвана лицензия. Практически полное отсутствие новых случаев начала процедур финансового оздоровления говорит о достаточно удовлетворительном финансовом состоянии в сегменте крупных банков.

3.9.2. Финансовый результат банковского сектора

Банковская прибыль в 2018 г. заметно увеличилась по сравнению с 2017 г. Позитивным фактором стал рост чистых процентных доходов и прибыли от регулярных банковских операций. В целом за 2018 г. балансовая прибыль российского банковского сектора составила 1345 млрд руб., рентабельность активов (ROA) – 1,5%, рентабельность капитала (ROE) – 15,8%.

По сравнению с 2017 г. полученный банками финансовый результат увеличился на 600 млрд руб. Рентабельность банковского сектора также заметно выросла. Годом ранее ROA банковского сектора составлял 1,0%, а ROE – 9,4%.

Формирование структуры основных компонентов финансового результата банковского сектора в 2018 г. представлено в *табл. 29*.

Таблица 29

Основные компоненты прибыли банков, млрд руб.

	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Прибыль, всего	929	785	1345
Чистый процентный доход	1624	1669	2113
Чистый комиссионный доход	853	886	1078
Операции с резервами на возможные потери	-665	-1433	-1200
Организационные расходы	-1456	-1447	-1686
Чистые прочие доходы	573	1110	1040

Источник: Банк России.

Структура финансового результата банковского сектора по сравнению с аналогичным периодом предшествующего года претерпела следующие изменения.

Основная положительная тенденция – это рост доходов по основным банковским операциям. Чистые процентные доходы банков выросли в 2018 г. на 444 млрд руб. по сравнению с 2017 г., или на 27%, а чистые комиссионные доходы – на 192 млрд руб. (на 22%).

Среди компонент чистого процентного дохода отдельно стоит отметить достаточно динамичный рост (450 млрд руб., почти на 30%) доходов по кредитам физическим лицам, что стало вполне естественным следствием восстановления роста розничного кредитного портфеля (см. ниже раздел 3.9.4).

Также заметно вырос объем полученных банками комиссионных доходов: на 314 млрд руб., или на 27%.

Снижение отчислений в резервы на возможные потери, увеличившее в 2018 г. банковскую прибыль на 233 млрд руб., можно считать разовым фактором. Значительный объем резервов, сформированный в 2017 г., был связан с началом процедур санации в отношении трех крупных частных банков. Это свидетельствовало о том, что в 2017 г. выявленные проблемы с качеством банковских активов имели достаточно локализованный характер. В 2018 г. рост резервов на возможные потери замедлился, и по итогам года отношение резервов к совокупным банковским активам даже чуть сократилось – с 8,1 до 8,0% (рис. 65).

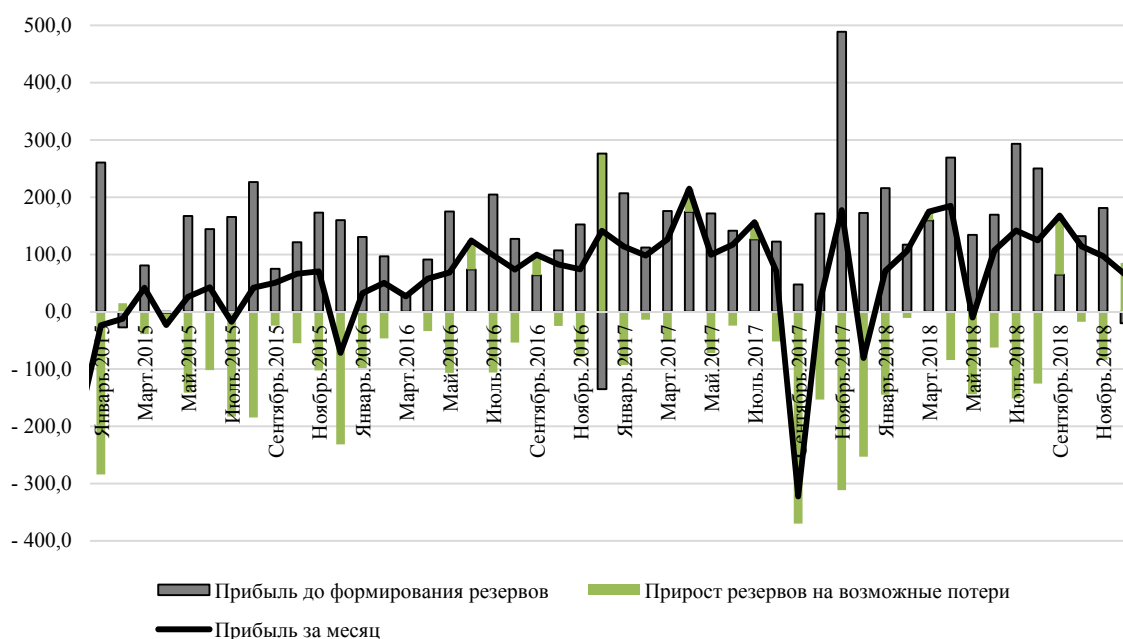


Рис. 65. Основные компоненты ежемесячной прибыли банков, млрд руб.

Источник: Банк России.

3.9.3. Кредитование корпоративных заемщиков

В 2018 г. российские банки выдали новых кредитов корпоративным заемщикам на общую сумму в 45,0 трлн руб. Это на 17% больше, чем годом ранее (рис. 66). Более динамично рос сегмент кредитования крупного бизнеса. Этой категории заемщиков в 2018 г. было выдано 38,2 трлн руб. новых кредитов, что на 18% больше показателя предшествующего года. Представители среднего и малого бизнеса получили в 2018 г. 6,8 трлн руб. новых банковских кредитов, что лишь на 11% превышает уровень 2017 г. При этом объемы кредитования крупного бизнеса уже заметно превосходили докризисный максимум 2014 г., когда крупный бизнес получил банковских кредитов на 30,9 трлн руб. В то же время максимальный объем рынка

кредитования среднего и малого бизнеса 2013 г., – 8,1 трлн руб. – еще не достигнут. Доля заемщиков из среднего и малого бизнеса на рынке банковского кредитования снизилась с 22% в 2013 г. до 15% по итогам 2018 г.

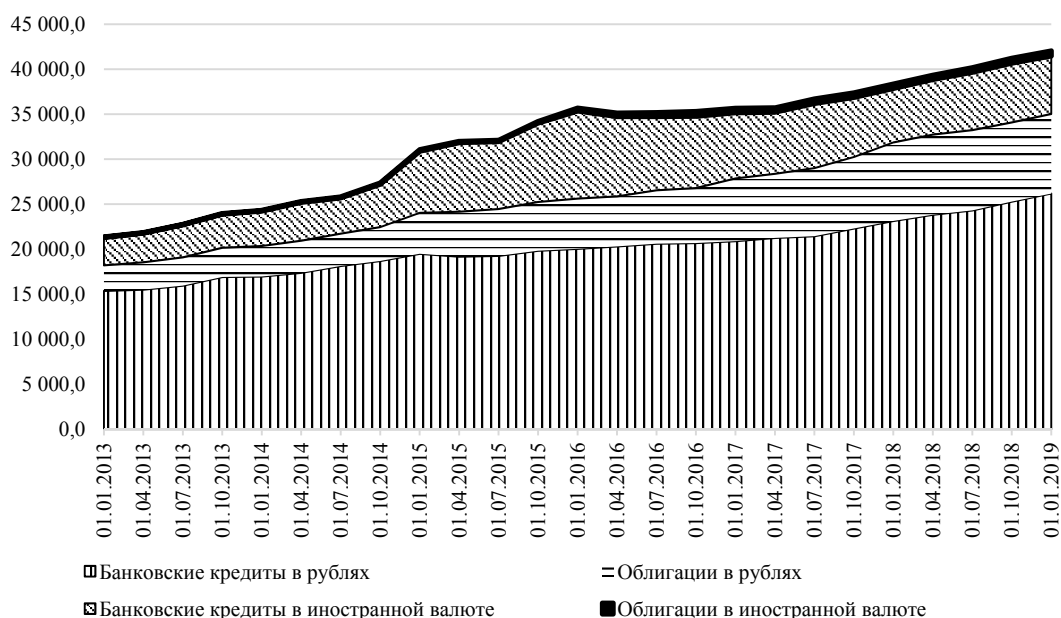


Рис. 66. Основные элементы корпоративного долга на внутреннем рынке, млрд руб.

Источник: Банк России.

Увеличение объемов выдачи новых кредитов привело к ускорению роста общего объема долга корпоративных заемщиков перед банками. В 2018 г. объем долга вырос на 2,3 трлн руб., или на 7,8%. По номинальному объему это сопоставимо с приростом банковского долга за три предшествующих года (2,6 трлн руб.).

При этом весь прирост кредитной задолженности концентрируется в сегменте крупного бизнеса. Долг же предприятий среднего и малого бизнеса перед банками снижался четыре года подряд начиная с 2014 г. В 2018 г. впервые с 2013 г. объем задолженности клиентов среднего и малого бизнеса не снизился, а вырос на 1%.

Таким образом, на рынке банковского кредитования в последние годы прослеживается явная тенденция преобладания заемщиков из крупного бизнеса. Во многом это объясняется качеством кредитного портфеля на соответствующих сегментах рынка. Кредитование среднего и малого бизнеса остается намного более рискованным, чем кредитование крупного бизнеса. Так, доля просроченной задолженности у крупных заемщиков по итогам 2018 г. составила 5,6% в общем объеме банковских кредитов крупному бизнесу. А в сегменте кредитования среднего и малого бизнеса доля просроченной задолженности оставалась на уровне 12,4% также по итогам 2018 г.

3.9.4. Розничное кредитование

Банковский кредит населению снова становится стимулирующим инструментом экономического роста. Динамичное развитие банковского кредитования населения в 2018 г. носит фронтальный характер. Ускорение коснулось всех основных сегментов кредитного рынка. Номинальные показатели задолженности и выдачи кредитов достигли новых максимумов. Снижение процентных ставок и активизация выдачи новых кредитов обусловили положительный чистый вклад банковского кредита в располагаемые ресурсы домашних хозяйств.

За год задолженность физических лиц по банковским кредитам выросла на 2,74 трлн руб., что составляет 21,7% объема задолженности на начало 2018 г. Это в 2 раза превосходит номинальный показатель предшествующего года. Тогда прирост кредитной задолженности населения перед банками составил лишь 1,39 трлн руб., или 12,3% от ее величины по состоянию на начало 2017 г. В результате совокупный объем долга населения перед банками достиг очередного рекорда и составил на 1 января 2019 г. 15,4 трлн руб.

По выдаче новых кредитов рынок банковского кредитования физических лиц в 2018 г. также заметно увеличился по сравнению с прошлым годом. За год банки выдали населению новых кредитов общим объемом 12,4 трлн руб., что превосходит на 35% показатель 2017 г. (9,1 трлн руб.). Соответственно, по объему выдачи новых кредитов итоги 2018 г. стали новым максимумом за все время существования российского банковского рынка. Предыдущий максимум был достигнут как раз в 2017 г.

Структура выданных физическим лицам кредитов продолжает смещаться в пользу жилищных кредитов. Так, в 2018 г. банки предоставили физическим лицам 3,0 трлн руб. кредитов на покупку жилья, что на 49% больше, чем в 2017 г. В 2018 г. доля вновь выданных кредитов на покупку жилья достигла 24% в общем объеме банковских кредитов, предоставленных населению, тогда как в 2017 г. она не превышала 22%.

Из-за более длинных сроков погашения жилищных кредитов – по сравнению с прочими кредитами физическим лицам – доля кредитов на покупку жилья в общем объеме задолженности гораздо выше, чем во вновь выданных кредитах. По итогам 2018 г. из общего объема задолженности в 14,8 трлн руб. на жилищные кредиты приходилось 6,4 трлн руб., или 43%.

Годовые темпы роста кредитной задолженности (к соответствующей дате предшествующего года) достигли по итогам 2018 г. 22,3% для совокупного объема кредитов и 23,1% для кредитов на покупку жилья. Задолженность по прочим, потребительским кредитам выросла за прошедший год на 21,6%. Ускорение темпов роста кредитной задолженности затронуло все сегменты кредитного рынка. Так, за 2017 г. темпы роста кредитов населению были заметно скромнее: тогда объем задолженности по жилищным кредитам увеличился на 15,1%, по потребительским – на 11,0% (рис. 67).

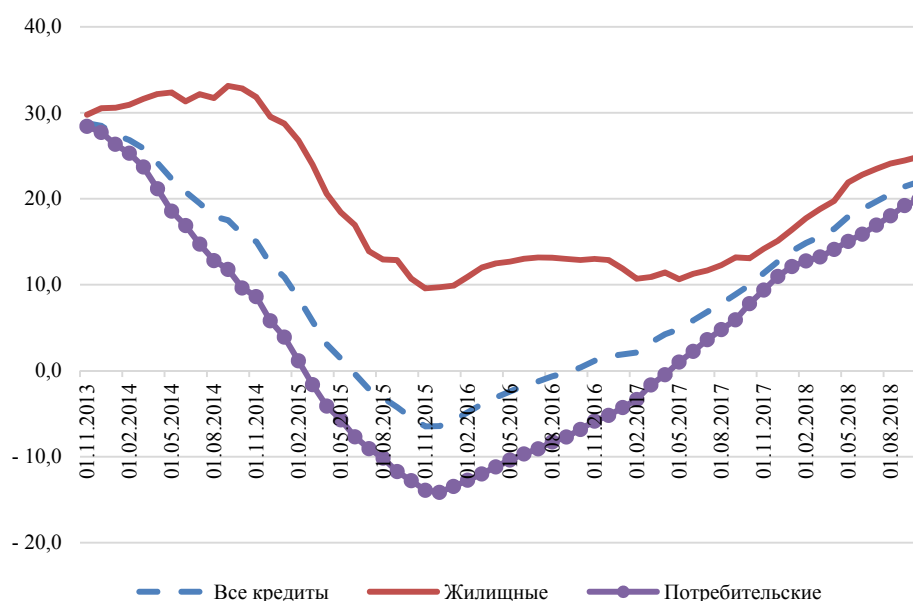


Рис. 67. Темпы роста банковских кредитов населению, % к соответствующей дате предшествующего года

Источник: Банк России; расчеты автора.

Восстановление рынка розничного кредитования наблюдается не только в номинальном выражении, но и относительно величины денежных доходов населения.

Так, по итогам 2018 г. общий объем кредитной задолженности достиг 26,7% годового объема денежных доходов населения. Значение этого показателя также является историческим максимумом. До 2018 г. соотношение кредитной задолженности и годового объема денежных доходов населения превышало уровень в 25% лишь несколько месяцев в конце 2014 г.

Выдача новых кредитов по отношению к годовому объему денежных доходов также превысила прежние максимумы. Ранее – лишь в 2013 г. – объем вновь выданных кредитов достигал 20% величины денежных доходов. А по итогам 2018 г. этот показатель оказался чуть выше 21%.

Прирост задолженности в 2018 г. еще немного отстает от уровней 2012–2013 г. Тогда соотношение прироста кредитной задолженности и денежных доходов находилось на уровне 5,0–5,5%, в 2018 г. прирост кредитной задолженности населения составил 4,7% годового объема денежных доходов домашних хозяйств. Это связано с тем обстоятельством, что значительное снижение процентных ставок по кредитам физическим лицам стимулирует процесс рефинансирования старых кредитов. Вследствие этого рост кредитной задолженности отстает от роста выдачи новых кредитов.

Ключевым результатом развития кредитного рынка в 2018 г. стал возврат к положительному чистому вкладу банковского кредита в располагаемые финансовые ресурсы домашних хозяйств. Этот показатель мы определяем как разницу между

приростом кредитной задолженности населения перед банками и объемом процентных платежей по кредитам. В ситуации, когда прирост кредитной задолженности превышает величину процентных платежей, сектор домашних хозяйств в целом получает дополнительные средства от банковского сектора, увеличивающие его располагаемые финансовые ресурсы (рис. 68).

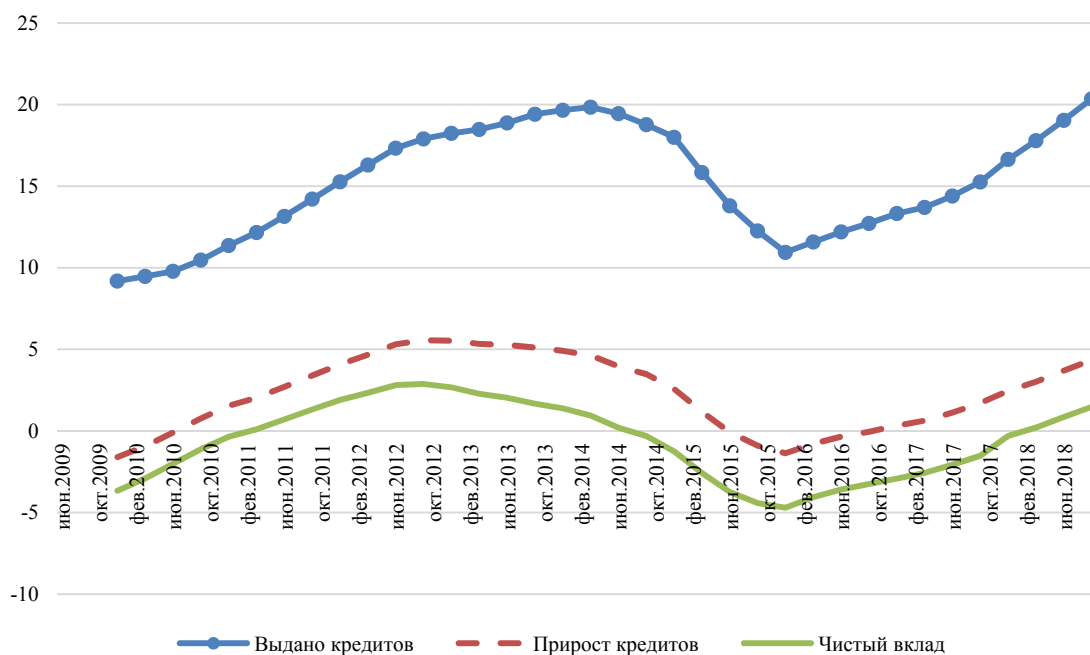


Рис. 68. Кредитование домашних хозяйств, % к денежным доходам за 4 квартала

Источник: Банк России; ФСГС; расчеты автора.

В течение трех лет – с 2015 по 2017 г. – население выплачивало банкам больше процентных платежей, чем получало от банков новых кредитов за вычетом погашений. Такая ситуация сокращала доступные населению финансовые ресурсы, снижая возможный уровень потребительских расходов.

В 2018 г. банковский кредит вернул себе стимулирующую роль для роста расходов населения. По итогам года чистый вклад банковского кредитования в располагаемые финансовые ресурсы домашних хозяйств можно оценить в 1,2% их денежных доходов. Эти дополнительные ресурсы население направило как на поддержание конечного потребления, так и на инвестиции в жилье с учетом возросшей значимости жилищных кредитов в общем объеме кредитного рынка. И в том и в другом случае можно констатировать стимулирующую роль банковского кредита для экономического роста.

3.9.5. Банковские пассивы

В 2018 г. увеличение объема средств населения, размещенных на банковских счетах и депозитах, составило 1782 млрд руб., или 6,8%. Объем средств физических лиц, размещенных на рублевых счетах и депозитах в российских банках, вырос за год более чем на 2 трлн руб. Одновременно с этим долларовый эквивалент вкладов в иностранной валюте уменьшился за тот же период на 4,8 млрд долл.

Темп роста вкладов населения в 2018 г. не отличается высоким уровнем: показатели 2018 г. – наименьшие с момента оттока вкладов, случившегося в 2014 г. (рис. 69).

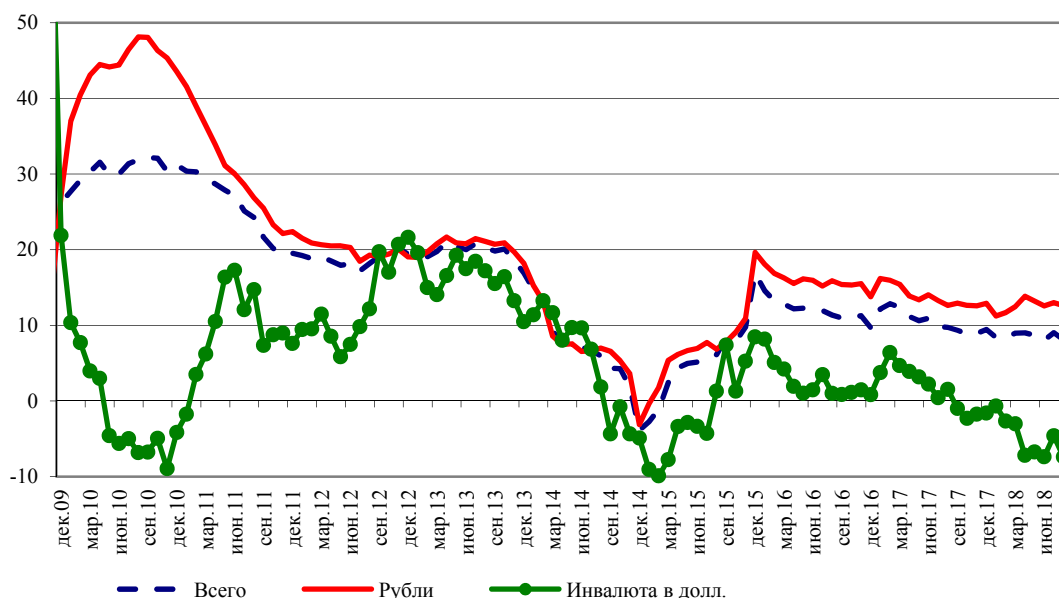


Рис. 69. Темп роста депозитов населения за 12 месяцев, %

Источник: Банк России; оценки автора.

Таким образом, один из основных источников банковских пассивов – средства населения в 2018 г. – демонстрирует очень вялую динамику. Российские домохозяйства снижают темпы своих сбережений параллельно с активизацией роста кредитной задолженности перед банками для поддержания приемлемых темпов роста потребления в условиях стагнации своих реальных доходов.

Другой важнейший компонент ресурсной базы российских банков – средства корпоративных клиентов за 2018 г. – увеличился на 2,0 трлн руб., или на 9,4%. Это несколько больше, чем годом ранее (1,7 трлн руб., или 8,3%) (рис. 70).

Расширение притока средств корпоративных клиентов в банковский сектор в 2018 г. было связано с ростом срочных депозитов, а не текущих счетов.

Так, остатки на текущих и расчетных счетах корпоративных клиентов в банках в 2018 г. выросли на 216 млрд руб., или на 2,7%, – практически точно так же, как и годом ранее (204 млрд руб., или 2,5%).

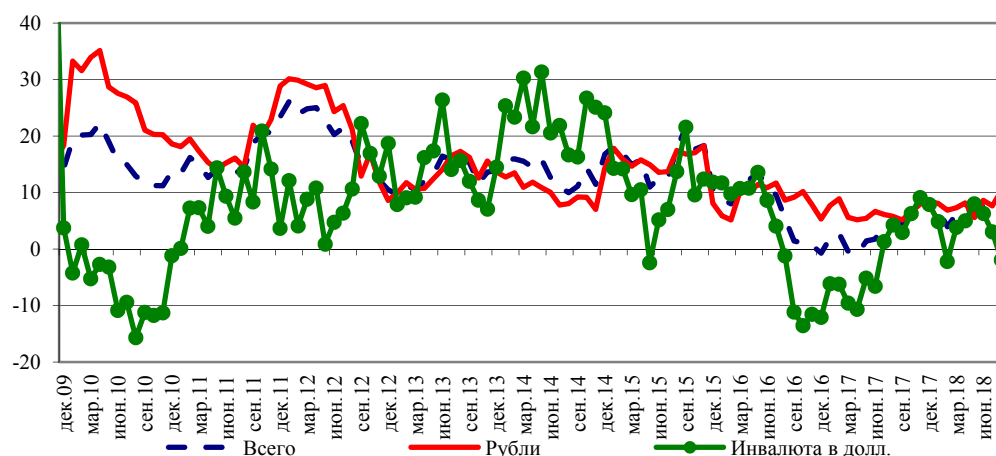


Рис. 70. Темп роста средств небанковских организаций за 12 месяцев, %

Источник: Банк России; оценки автора.

Объем средств на срочных депозитах корпоративных клиентов увеличился гораздо активнее – на 1788 млрд руб., или на 13,5%. Тогда как в 2017 г. прирост этого компонента средств корпоративных клиентов вырос на 1406 млрд руб., или на 11,6%.

Такое сочетание в динамике отдельных элементов средств корпоративных клиентов представляется негативным. Возобновление с 2017 г. роста срочных депозитов российских корпораций в банковском секторе свидетельствует об отсутствии достаточного количества привлекательных инвестиционных проектов, куда эти средства могли бы быть инвестированы. А стагнация текущих счетов отражает неустойчивую динамику экономики в целом, являясь одним из индикаторов деловой активности.

Дополнительным негативным фактором для динамики ресурсной базы российских банков является продолжающееся сокращение обязательств перед нерезидентами. За 2018 г. иностранные пассивы российского банковского сектора снизились на 733 млрд руб., или на 13 млрд долл. Однако в целом для баланса российских банков снижение иностранных пассивов было компенсировано возвратом средств банков с их иностранных активов. За 2018 г. сокращение иностранных активов банковского сектора составило 14 млрд долл.

Таким образом, в 2018 г. прирост ресурсов банковского сектора опирался на два основных внутренних источника – средства физических и юридических лиц приблизительно в равных пропорциях. По сравнению с 2017 г. произошел небольшой сдвиг в пользу средств корпоративных клиентов.

Рост задолженности перед Банком России (на 591 млрд руб. в 2018 г.) в условиях структурного профицита ликвидности, очевидно, является следствием продолжающихся действий регулятора по финансовому оздоровлению ряда крупных банков и вряд ли может стать устойчивой основой для кредитования клиентов банков.