

Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

3.1. Восстановление рынка акций после кризиса

3.1.1. Сравнение параметров двух российских кризисов

В 2014 г. Россия столкнулась с новой волной финансового кризиса, проявившейся в девальвации национальной валюты, бегстве капитала и падении фондового рынка. После 2008 г. траектория изменений фондового индекса РТС приобрела форму буквы «W», что обычно характерно для стран, где финансовые кризисы связаны с глубокими диспропорциями в экономике, например, в Южной Корее с 1989 г. или в США на рынке акций инновационных компаний с 1999 г. По состоянию на 31 января 2015 г. индекс РТС, составил 30,0% от предкризисного пика мая 2008 г., нащупывая новое дно. В январе 2009 г. он уже падал до 21,8% от пика 2008 г.

Длительность периода восстановления индекса РТС с самого нижнего уровня уже существенно превысила аналогичный показатель кризиса 1997–1998 гг. (табл. 1). После кризиса конца 1990-х гг. индекс РТС восстановился за 58 месяцев, с мая 2008 г. уже прошло 72 месяца, а данный индекс пока лишь ищет новое дно.

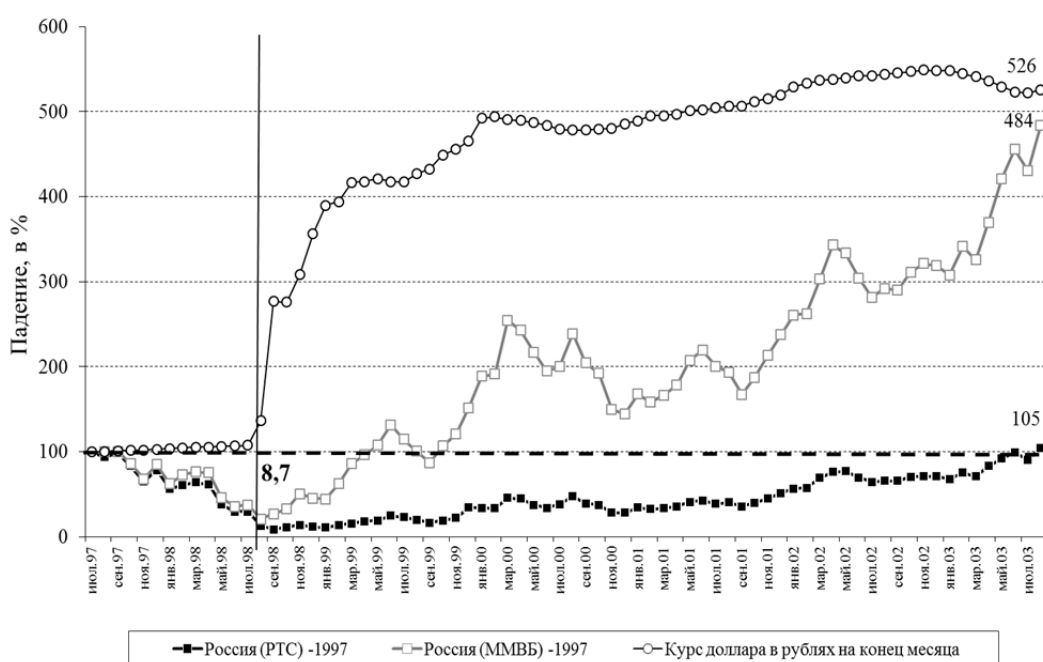
Таблица 1

Финансовые кризисы 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. в России и последующее восстановление рынка (по состоянию на 31 января 2015 г.)

	Кризис 1997–1998 гг.	Кризис 2008–2009 гг.
1. Падение от пика		
1.1. Глубина, %		
Индекс РТС	-91,3	-78,2
Индекс ММВБ	-73,0	-68,2
1.2. Продолжительность, месяцев		
Индекс РТС	14	8
Индекс ММВБ	13	6
2. Восстановление, месяцев		
Индекс РТС	58	72
Индекс ММВБ	8	74

Источник: по данным Московской биржи.

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

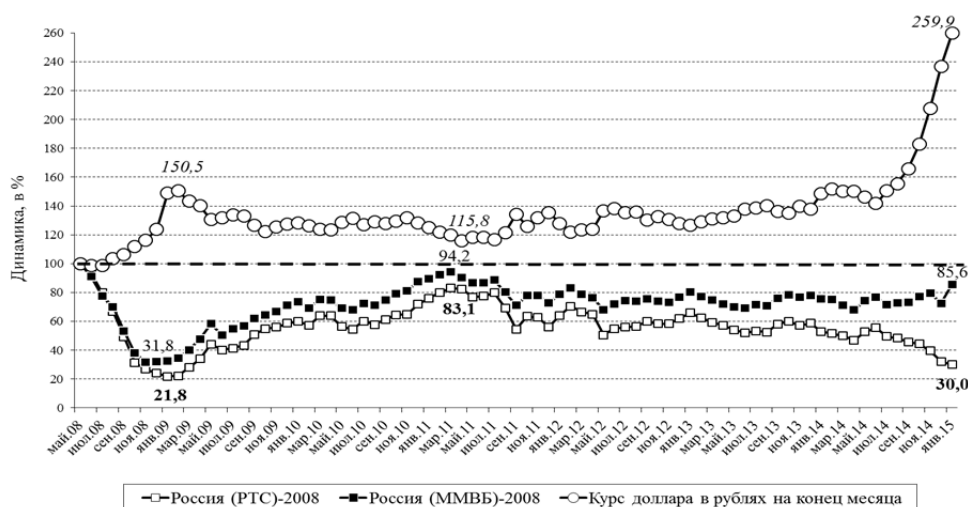


Источник: по данным Московской биржи и Банка России.

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

В 2008–2009 гг. уровень девальвации рубля составил 50% (рис. 2). Однако к апрелю 2011 г. курс рубля вновь укрепился, так что уровень его ослабления составил лишь 15,8% к предкризисной ситуации. С мая 2011 г. обесценение рубля возобновилось. В январе 2015 г. курс доллара достиг 61,70 руб., что было на 159,9% выше его майского курса 2008 г. Усилившаяся с августа 2014 г. девальвация рубля вновь предопределила разные темпы восстановления индексов ММВБ и РТС. По состоянию на январь 2015 г. значение индекса ММВБ достигло 85,6% пика 2008 г., а индекса РТС – лишь 30,0%.

¹ В течение 1998–2003 гг.

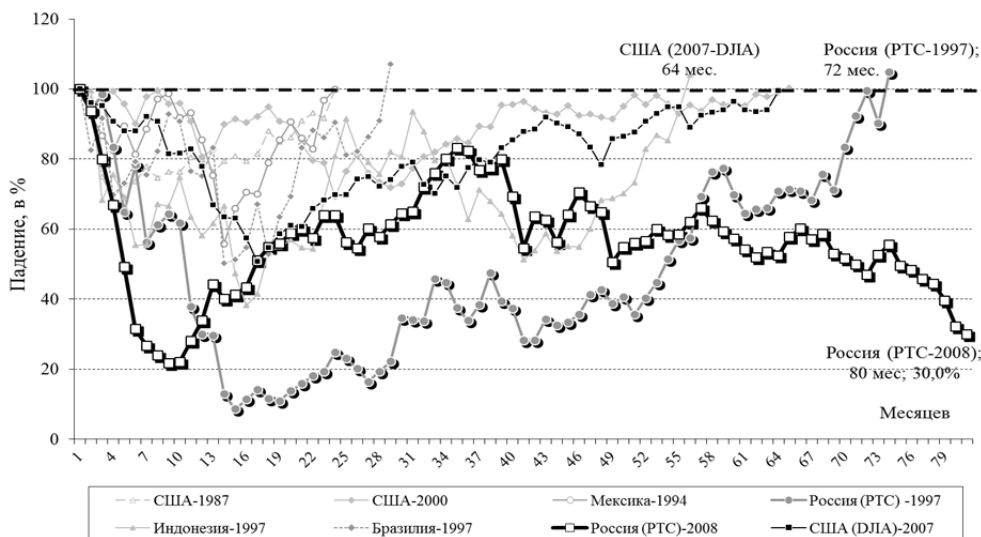


Источник: рассчитано по данным Банка России и Московской биржи.

Рис. 2. Изменения курса доллара, индексов РТС и ММВБ с мая 2008 г. по январь 2015 г. (май 2008 г. = 100%)

3.1.2. Долгосрочные и краткосрочные финансовые кризисы

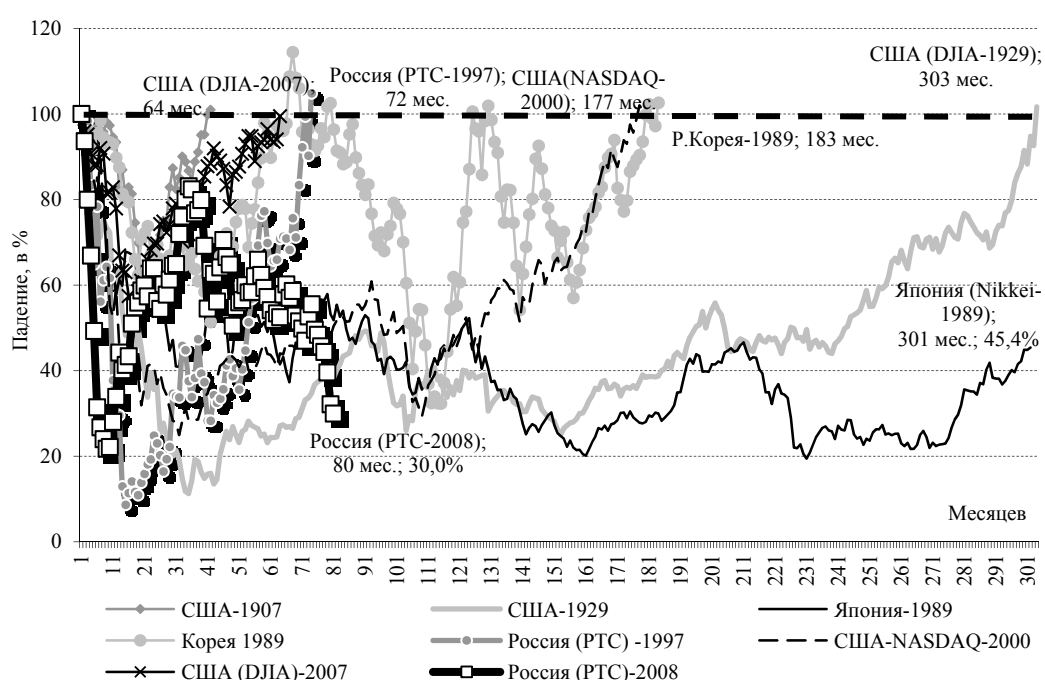
На фоне крупнейших краткосрочных финансовых кризисов в мире (США 1987, 2000 и 2007 гг., Мексика 1994 г., Индонезия и Бразилия 1997 г.) с восстановительным периодом 5–6 лет, затянувшийся спад индекса РТС уже стал рекордным, достигнув 6,7 года (рис. 3). Это позволяет классифицировать затянувшийся с 2008 г. процесс восстановления российского фондового рынка как спад с относительно длительным сроком восстановления.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи и www.finance.yahoo.com.

Рис. 3. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на 31 января 2015 г. (пик = 100%)

На фоне крупнейших долгосрочных финансовых кризисов продолжительность текущего российского кризиса пока незначительна (рис. 4). Два самых известных кризиса с W-образной траекторией – акций южно-корейских компаний и акций из индекса NASDAQ в США длились соответственно 183 и 177 месяцев. При этом индекс NASDAQ полностью восстановился только в 2014 г. Восстановление фондового индекса Доу Джонс Индастриал Эвередж (DJIA) после Великой депрессии 1929 г. продолжалось 303 месяца. С большой вероятностью данный рекорд в мае 2015 г. будет побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на январь 2015 г. не может достигнуть пика 1989 г. уже в течение 301 месяца. Необычно долгий период восстановления российского фондового рынка в значительной мере обусловлен характером текущего экономического кризиса в стране, который в большей мере носит структурный, чем циклический характер.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи и www.finance.yahoo.com.

Рис. 4. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на 31 декабря 2014 г. (пик = 100%)

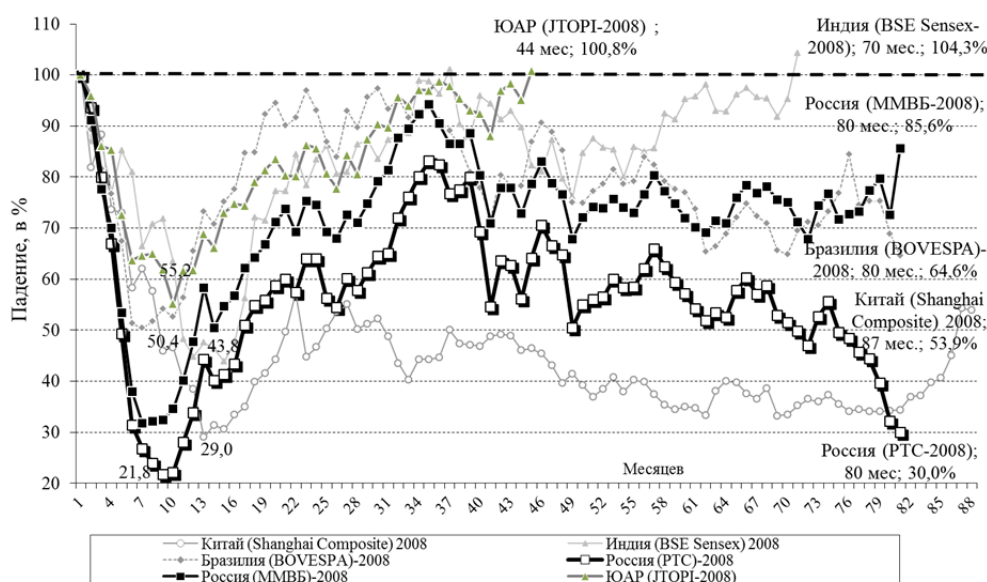
3.1.3. Особенности восстановления рынков стран БРИКС

Под влиянием кризиса 2008 г. в мире начали происходить глубокие перемены, приведшие к тому, что фактор глобального излишка сбережений (global saving glut)¹, который прежде вел к перераспределению иностранных инвестиций в пользу стран БРИКС, теперь породил обратную тенденцию. В ближайшие годы,

¹ The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri. April 14, 2005: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

например, ЮНКТАД ожидает разворота потоков инвестиций от развивающихся и переходных экономик к развитым странам¹.

Тем не менее даже на фоне стран БРИКС российские фондовые индексы по состоянию на январь 2015 г. продемонстрировали одни из самых слабых результатов (рис. 5). После кризиса 2008 г. индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (ЖТОPI) и индийского фондового рынка (BSE Sensex) сумели выйти на уровень предкризисных пиков соответственно за период 44 и 70 месяцев. За 80 месяцев бразильский Bovespa достиг 64,6% предкризисного максимума; индекс шанхайской фондовой биржи (Китай) за 87 месяцев – 53,9%. Российский валютный индекс РТС в течение 80 месяцев опустился до самых низких среди рынков БРИКС – 30,0% от предкризисного пика. Рублевый индекс ММВБ смог удержаться на уровне 85,6% благодаря обесценению рубля к доллару в 2014 г. на 71,9%.

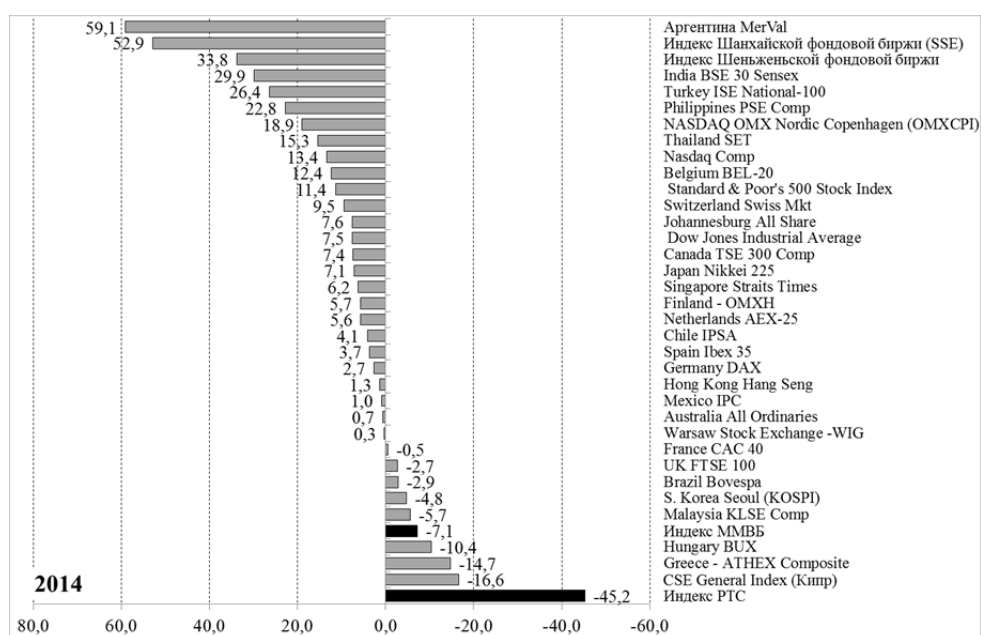


Источник: расчеты по данным The Wall Street Journal и Thomson Reuters Eikon.

Рис. 5. Глубина и продолжительность текущего финансового кризиса в странах БРИКС на 31 января 2015 г. (пик = 100%)

В 2014 г. российский рынок акций оказался абсолютным рекордсменом по глубине падения (рис. 6). Индекс РТС снизился на 45,2% по сравнению с 14,7% у индекса Афинской фондовой биржи и 16,6% у индекса Кипрской фондовой биржи. Индекс ММВБ за тот же период снизился на 7,1%.

¹ World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD), 2014.

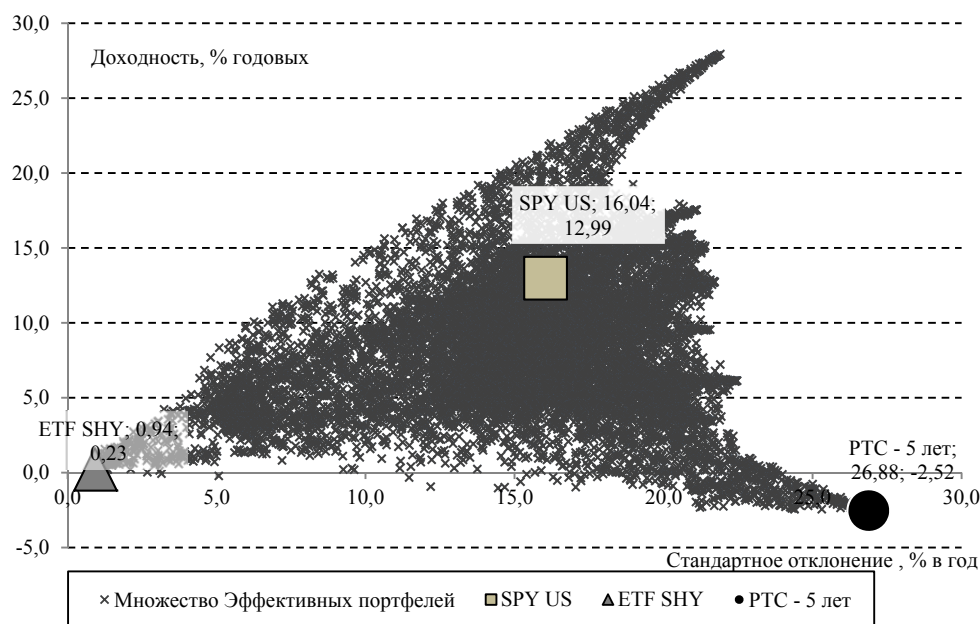


Источник: расчеты по данным The Wall Street Journal и Thomson Reuters Eikon.

Рис. 6. Доходность мировых фондовых индексов в 2014 г., % годовых

По критерию «доходность-риск» на протяжении последнего 5-летнего периода портфель индекса PTC показал самый слабый результат по сравнению с другими популярными в мире стратегиями инвестирования (рис. 7). Для этого использовались 19 различных инвестиционных стратегий за 5-летний период, заканчивающийся 20 октября 2014 г. В перечень инвестиционных стратегий были включены следующие инструменты: SPY US Equity (наименование фонда – SPDR S & P 500 ETF) – индекс S&P500; ILF US Equity (iShares Latin America 40 ETF) – акции компаний из Латинской Америки; SHY US Equity (iShares 1–3 Year Treasury Bond ETF) – государственные облигации США с дюрацией 1–3 года; VB US Equity (Vanguard Small-Cap ETF) – акции компаний малой капитализации; IGE US Equity (iShares North American Natural Resources ETF) – глобальные ресурсы; SLYV US Equity (SPDR S&P 600 Small Cap Value ETF) – акции компаний малой капитализации/стоимости; LQD US Equity (iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF) – корпоративные облигации американских эмитентов с высоким инвестиционным рейтингом; IEF US Equity (iShares 7–10 Year Treasury Bond ETF) – государственные облигации США с дюрацией 7–10 лет; IWN US Equity (iShares Russell 2000 Value ETF) – акции стоимости; IVW US Equity (iShares S&P 500 Growth ETF) – акции роста; EFA US Equity (iShares MSCI EAFE ETF) – акции компаний с развивающимися рынками; GLD US Equity (SPDR Gold Trust) – золото; IYT US Equity (iShares Transportation Average ETF) – акции транспортных компаний; IBB US Equity (iShares Nasdaq Biotechnology ETF) – акции биотехнологических компаний; CAC Index – индекс акций из Франции; Индекс FT-100 – индекс акций компаний из Великобритании; NKY Index – индекс Nikkei225 (Япония); DAX Index – ин-

декс акций компаний из Германии; RTSI Index – индекс РТС (Россия), валютный¹. Точка Индекса РТС, характеризующего доходности и риск акций крупнейших российских эмитентов в долларах США, на множестве 5-летних портфелей соответствует значениям минимальной доходности и максимального риска, то есть соответственно –2,5% годовых и 26,9%, из всех (!) возможных комбинаций 19 индексных фондов.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Bloomberg

Рис. 7. Доходности и риски множества портфелей, состоящих из 19 индексных фондов (ETFs), за период 5 лет по состоянию на 20 октября 2014 г.

3.2. Конкуренентоспособность российского фондового рынка

3.2.1. Ликвидность фондовых рынков

Одним из результатов кризиса 2008 г. стало перераспределение центров ликвидности фондового рынка. Восстановление до предкризисных фондовых индексов на крупнейших рынках в мире впервые за многие десятилетия не сопровождалось восстановлением объемов биржевых торгов акциями (табл. 2). В 2014 г. в США объемы торгов акциями на биржах составляли лишь 65,5% от уровня 2007 г., аналогичный показатель для Лондонской биржи, биржи Euronext (Европа) и Немецкой биржи был равен соответственно 66,4%, 43,1% и 43,7%.

Данная тенденция в мире является результатом глубинных изменений, произошедших в деятельности бирж в середине 2000-х годов, вызвавших неоднозначные последствия. Массовая коммерциализация бирж превратила их из орга-

¹ Для рынков акций Франции, Германии, Японии, Великобритании и России из-за ограниченности исторических данных соответствующих ETFs в расчетах использованы значения соответствующих индексов.

низаций, где сами участники рынка устанавливали для себя правила торговли и расчетов, в коммерческие организации, стремящиеся зарабатывать прибыль за счет внедрения тех или иных технологий и инноваций, в том числе высокочастотной торговли (ВЧТ). Это привело к росту числа бирж и фрагментации фондового рынка. В 2008 г. вместо двух традиционных бирж в США действовало уже 13 бирж и альтернативных торговых систем¹.

В 2005 г. Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) на основании раздела 11А Закона о биржах и биржевой торговле 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) были приняты так называемые Правила регулирования системы национального рынка (Regulation National Market System, или Reg NMS). Согласно данному документу, вступившему в силу в 2007 г., было введено требование об обеспечении для заявок инвесторов «наилучшей цены» в рамках национальной системы обеспечения лучших котировок на покупку и продажу ценных бумаг (NBBO). По мнению ряда экспертов, данное правило позволило высокочастотным брокерам оперативно получать инсайдерскую информацию о заявках обычных участников рынка в целях выставления опережающих заявок, позволяющих извлекать дополнительную прибыль на основе знания информации о заявках обычных клиентов². В этих условиях крупным участникам рынка стало выгодно создавать так называемые «темные пулы» («dark pools»), то есть альтернативные торговые системы для аккумуляции заявок на покупку и продажу ценных бумаг, прежде всего, от обычных инвесторов.

По данным Всемирной федерации бирж, в США в 2014 г. доля сделок с акциями, совершаемыми в альтернативной торговой системе BATS Global Markets, достигла 46,8% объемов торгов на фондовых биржах NYSE и NASDAQ. В Европе объем торгов в альтернативной торговой системе BATS Chi-x Europe в том же году составил 90,8% оборотов Лондонской фондовой биржи. Одновременно с этим наблюдался быстрый рост доли ВЧТ в совокупном объеме сделок с ценными бумагами. Например, в США доля ВЧТ в объемах сделок с акциями выросла с 35% в 2007 г.³ до 55% в 2012 г.⁴ По оценкам ESMA в европейских торговых системах по 100 выпускам акций компаний 9 стран – членов ЕС в мае 2013 г. средняя доля сделок, квалифицируемых как ВЧТ, составляла 43%⁵.

По мнению института инвестиционных компаний США, ВЧТ несет значительные риски для индустрии взаимных фондов⁶, обусловленные использованием

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

² См. там же, с.127–133.

³ Strasburg J., Patterson S. High-Speed Traders Race to Fend off Regulators. WSJ, December 27, 2012.

⁴ Gerig Austin. High-Frequency Trading Synchronizes Prices in Financial Markets. SEC. DERA Working Paper Series. Jan. 21, 2015; опубликовано на <http://www.sec.gov/dera/staff-papers/working-papers/dera-wp-hft-synchronizes.pdf>

⁵ ESMA Economic Report. High-frequency trading activity in EU equity markets. Number 1, 2014, p.4. Опубликовано на http://www.esma.europa.eu/system/files/esma20141_-_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf

⁶ Письмо Investment Company Institute (ICI) в адрес SEC от 10 апреля 2010 г. о предложениях по структуре рынка ценных бумаг. Опубликовано на официальном сайте ICI в сети Интернет по адресу: <http://www.ici.org/pdf/24266.pdf>

конфиденциальной информации о крупных торговых заявках и применением практики манипулирования в виде фронт-раннинга (front running).

Начиная с 2013 г. ВЧТ стала объектом пристального внимания со стороны регуляторов во многих странах. Как заявила на слушаниях в Сенате новый руководитель Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC, США) Мэри Уайт (Mary White) высокочастотная торговля и сложные торговые алгоритмы вызывают много вопросов и опасений¹.

Таблица 2

**Динамика стоимости рыночных сделок с акциями
на крупнейших фондовых биржах в 2007–2014 гг.
(2007 г. = 100%)²**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
США (NYSE и NASDAQ)	100	120,1	72,6	71,0	71,7	54,2	54,3	65,5
Китай (две биржи)	100	63,0	128,9	132,8	106,9	81,8	124,9	198,0
Япония (Токийская и Осака-ская биржи)	100	87,3	61,2	63,2	66,3	57,5	103,9	86,8
Великобритания	100	89,0	62,9	63,5	65,7	50,8	51,7	66,4
Euronext	100	84,7	42,7	44,5	47,1	34,8	36,7	43,1
Германия	100	95,5	45,1	48,4	52,3	37,9	39,7	43,7
Гонконг	100	77,3	70,1	74,1	71,5	54,7	65,5	75,3
Канада	100	105,3	75,5	83,0	93,5	82,3	83,2	85,4
Австралия	100	77,5	57,9	77,1	86,8	67,9	63,9	58,6
Россия (ММВБ – рыночные сделки)	100	89,0	77,3	75,5	95,2	55,8	44,0	46,0
Россия (ММВБ – все режимы торгов)*	100	116,5	74,7	92,4	142,5	127,5	123,6	119,2
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	84,5	48,8	52,6	58,0	41,1	43,8	50,6
Всего по членам Всемирной федерации бирж (WFE)	100	100,8	69,5	70,7	70,7	54,8	61,3	87,4

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

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Всемирной федерации бирж, Лондонской фондовой биржи и Московской биржи.

Несмотря на проведенную в 2011 г. консолидацию российских бирж, объем рыночных сделок с акциями на Московской бирже не достиг предкризисных уровней. В 2014 г. он составил лишь 46,0% от уровня 2007 г. Если принимать в расчет все режимы торговли, то объем сделок с акциями в 2014 г. достиг 119,2% от показателей предкризисного года. При этом общий объем сделок не отражает реальных потоков капитала, а лишь свидетельствует об опережающем росте привлечения заемных средств в целях совершения сделок с акциями на бирже. Однако причины медленного роста объемов рыночных сделок на Московской бирже иные, чем у ее зарубежных аналогов. Они связаны с продолжающейся после 2008 г. стагнацией цен акций российских эмитентов, низкой торговой активностью внутренних инвесторов и нерезидентов.

Объем сделок ВЧТ на Московской бирже примерно соответствовал показателям крупнейших европейских бирж. Согласно обзору финансового рынка Банка России в 2011 г. около половины оборота торгов на срочном рынке Forts приходилось на сделки ВЧТ. По данным журнала «Эксперт» в 2012 г. торговые роботы

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

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

совершали около 40% объема сделок на фондовом рынке, при этом из общего числа заявок на роботы приходилось 97%¹. Проблемы негативного влияния на биржевую торговлю ВЧТ в России пока проявляются незначительно. Это связано не только со слабым уровнем развития внутренних консервативных инвесторов, но и низкой ликвидностью самого рынка. Сказывается также ряд ограничений для участников ВЧТ, введенных биржей, таких как установление предельного количества сделок трейдеров на срочном рынке и повышенные тарифы для слишком активных участников. Показательно, что второй год подряд в регулярном конкурсе Московской биржи «Лучший частный инвестор» (ЛЧИ) в номинации фондовый рынок побеждают трейдеры, не применявшие торговых роботов².

Однако по мере возможного роста доли внутренних долгосрочных инвесторов в объемах биржевой торговли, с учетом негативного опыта глобальных фондовых бирж необходимо более внимательно относиться к тому, как стратегии ВЧТ влияют на издержки инвестирования данной категории инвесторов. Как было показано нами в обзоре финансового рынка 2013 г. на основании итогов конкурса ЛЧИ 2011 г.³, высокочастотные трейдеры, совершавшие более 3 тысяч сделок в день, обладали явным преимуществом по доходности по сравнению с остальными участниками. Распределение доходностей высокочастотных трейдеров было существенно смещено вправо, то есть в область результатов выше среднего уровня, скоп составлял 3,6. Природа подобных преимуществ не должна игнорироваться надзорными органами и саморегулируемыми организациями, поскольку как показывают исследования аналогичного феномена на зарубежных рынках, он может возникать в результате практики, квалифицируемой как инсайдерская торговля и «забегания вперед» (front running)⁴.

3.2.2. Капитализация рынка акций

В отличие от большинства глобальных финансовых центров, где в 2012–2014 гг. отмечался рост капитализации (табл. 3), стоимость российских компаний в 2014 г. уменьшалась по сравнению с 2007 г. до 34,4%. Больше капитализация падала только в 2008 г., когда она составила всего 26,4% от уровня 2007 г.

Причиной столь внушительного падения капитализации российских компаний в 2014 г. стали девальвация рубля, отток иностранного капитала из-за девальвации и санкций, дефицит внутренних инвестиционных ресурсов, в том числе за-за «замораживания» пенсионных накоплений в 2013–2014 гг.

¹ Обухова Е. Биржа победила роботов. Эксперт, №37, 17–23 сентября 2012 г.

² <http://investor.moex.com/ru/winners.aspx>

³ Российская экономика в 2013 году. Тенденции и перспективы. (Выпуск 35) – М.: Институт Гайдара, 2014, с.106–109.

⁴ Подробно о механизмах негативного влияния ВЧТ на инвесторов см. в следующих исследованиях: Arnuk Sal, Saluzzi Joseph. Broken Markets: How High Frequency Trading and Predatory Practices on Wall Street Are Destroying Investor Confidence and Your Portfolio. New Jersey, FT Press, 2012; Patterson Scott. Dark Pools: The Rise of the Machine Traders and the Rigging of the U.S. Stock Market. New York, Crown Publication Group, 2012; Льюис М. Flash Boys: Высокочастотная революция на Уолл-стрит / Майкл Льюис; Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2015.

**Динамика капитализации внутреннего рынка
в 2007–2014 гг. (2007 г. = 100%)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
США (NYSE и NASDAQ)	100	58,3	76,7	87,9	79,5	94,9	122,2	133,9
Китай (Shanghai SE)	100	38,6	73,2	73,5	63,8	68,9	67,6	106,4
Япония (Токийская биржа)	100	71,9	76,3	88,4	76,8	80,3	104,9	101,1
Великобритания	100	48,0	72,5	80,5	75,2	78,3	86,3	91,7
Euronext	100	49,8	68,0	69,4	57,9	67,1	84,9	78,6
Германия	100	52,8	61,4	67,9	56,3	70,6	92,0	82,6
Гонконг	100	50,1	86,8	102,1	85,1	106,7	116,8	121,8
Канада (TMX Group)	100	47,3	76,7	99,3	87,4	94,2	96,7	95,8
Австралия (Australian SE)	100	52,7	97,2	112,0	92,3	106,8	105,2	99,3
Россия*	100	26,4	57,3	91,7	72,9	71,8	69,3	34,4
NASDAQ OMX Nordic Exchange	100	45,3	65,8	83,9	67,8	80,1	102,1	96,3

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

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

Уровень капитализации российских АО в 2014 г. составил 517 млрд долл. по сравнению с 1041 млрд долл. в 2013 г. (рис. 8). Доля капитализации акций в ВВП в 2014 г. составила 27,7% по сравнению с 49,7% годом ранее. Это в 2,8 раза ниже прогноза Минфина России на 2014 г. 76% в Государственной программе «Нормативное правовое регулирование в сфере финансовых рынков, страховой и банковской деятельности» (Государственная программа), составленной в конце 2012 г. Суммарная капитализация российских эмитентов оказалась меньше капитализации одной единственной, хотя и крупнейшей в мире компании Apple Inc., которая на конец 2014 г. равнялась 647,4 млрд долл.

При этом в отличие от тенденции 2011–2012 гг. в 2013–2014 гг. не наблюдалось случаев ухода крупных российских эмитентов в зарубежную юрисдикцию. Наоборот, на фоне усилившейся в 2013 г. борьбы исполнительной власти с офшорными схемами налогообложения ряд российских компаний, зарегистрированных за рубежом (напр., RUSAL), заявили о возможном возвращении в российскую юрисдикцию¹. Возможно, в ближайшие годы будет наблюдаться обратная тенденция возвращения работающих в России компаний в национальную юрисдикцию в связи с принятием в 2014 г. поправок в Налоговый кодекс РФ, касающихся налогообложения контролируемых иностранных компаний (КИК) и доходов иностранных организаций.

Сложное финансовое положение российских эмитентов в 2014 г. стимулировало их уход из листинга на иностранных биржах. В 2014 г. на Лондонской фондовой бирже провели делистинг российские девелоперские компании – Галс девелопмент и Rose Group². О возможности ухода с ЛФБ расписок TCS Group Holding заявили представители российского ТКС банка³. В связи с введением санкций, предусматривающих ограничения дополнительной эмиссии депозитар-

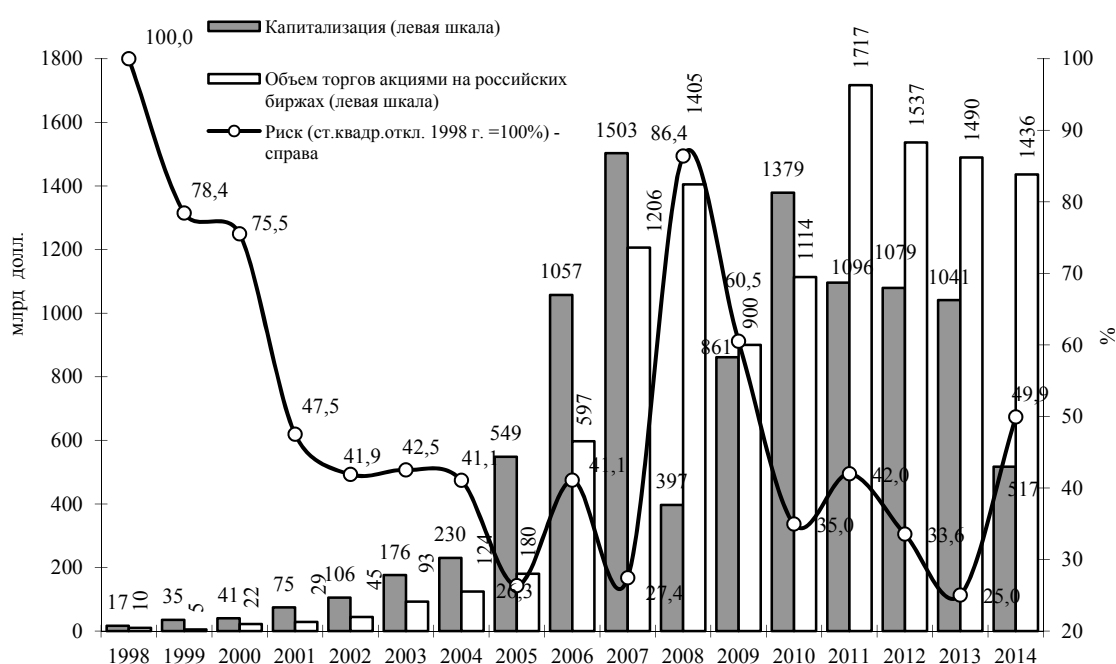
¹ Елькова О., Ермаков А., Логинов В. Бизнес взял курс на деофшоризацию. Известия, 19 декабря 2013 г.

² Геращенко Е. Госдевелоперы разлюбили Лондон. Коммерсант, 21 ноября 2014 г.

³ Желобанов Д., Петрова О. Тиньков уйдет недооцененным. Ведомости, 1 декабря 2014 г.

ных расписок путем конвертации в них акций, с трудностями на ЛФБ столкнулись такие крупные эмитенты как ВТБ и Роснефть¹.

Суммарные объемы биржевых торгов по всем режимам на Московской бирже уменьшились с 1490 млрд долл. в 2013 г. до 1436 млрд долл. в 2014 г., или на 3,62%. Сокращение оборотов на биржевом рынке акций продолжилось уже третий год подряд. Волатильность цен акций, измеряемая стандартным отклонением дневных изменений индекса РТС, в 2014 г. заметно выросла по сравнению с предшествующим годом, составив 49,9% к уровню 1998 г. Это означает, что в 2014 г. волатильность цен акций российских компаний была даже несколько выше, чем в 2001 г., когда рейтинги всех российских эмитентов, включая суверенный, были существенно ниже инвестиционного уровня.



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

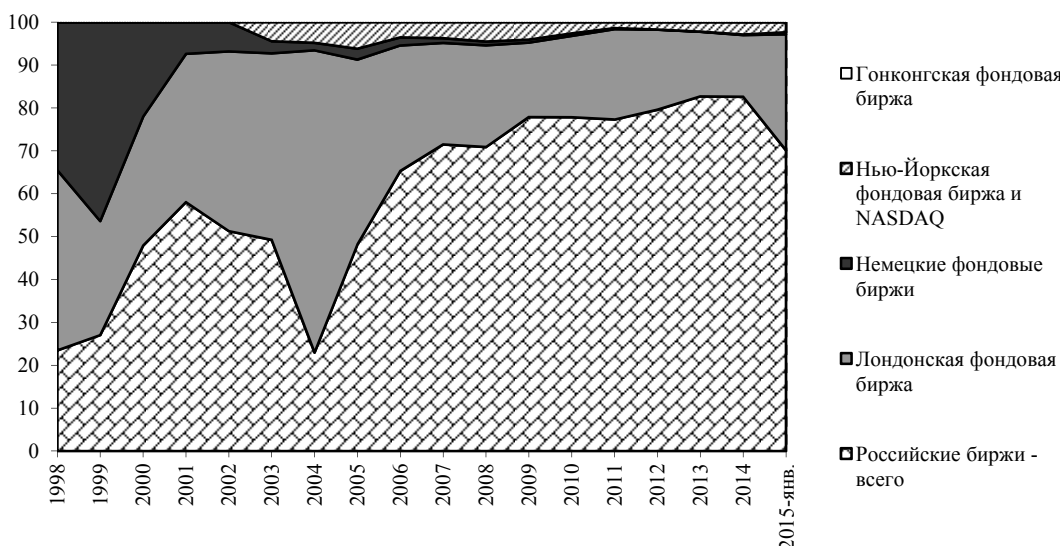
Рис. 8. Капитализация, ликвидность и волатильность российского рынка акций в 1998–2014 гг.

3.2.3. Конкуренция с зарубежными фондовыми биржами

По общему объему биржевых торгов акциями, включая все режимы, в 2014 г. Московской бирже удалось сохранить позиции основного организатора торгов долевыми инструментами (акциями и депозитарными расписками) российских эмитентов (рис. 9 и табл. 4). Доля Московской биржи в объемах торгов указанными акциями и расписками выросла с 71,1% в 2013 г. до 82,6% в 2014 г. Доли Лондонской, Немецкой и двух крупнейших американских бирж незначительно увеличились. Однако данные относительно благополучные цифры по Московской бирже обусловлены включением в расчет сделок РЕПО с акциями, которые фор-

¹ Еремина А., Папченкова М., Серов М., Старинская Г. Трудности перевода. Ведомости, 11 ноября 2014 г.

мально относятся к категории денежного рынка. Без учета сделок РЕПО доля Московской биржи в общем объеме торговли долевыми инструментами российских эмитентов несколько увеличилась с 43,6% в 2013 г. до 45,4% в 2014 г. То есть по рыночным сделкам вывод иной – доля российской биржи не является преобладающей.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным российских и зарубежных бирж.

Рис. 9. Удельный вес бирж в объемах торгов акциями российских АО

Таблица 4

Удельный вес бирж в объемах торгов акциями российских АО, %

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015 январь
Основной рынок Московской биржи	36,0	38,1	69,9	72,1	70,3	70,5	82,6	70,1
Классический и стандартный рынки Московской биржи (ранее РТС)	11,9	2,0	7,9	5,2	1,9	0,6	0,0	0,0
Иное	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Российские биржи – всего	47,9	48,2	77,8	77,3	72,2	71,1	82,6	70,1
Лондонская фондовая биржа	30,1	43,1	19,0	21,1	26,2	27,0	14,3	27,0
Немецкие фондовые биржи	22,0	2,6	0,6	0,3	0,0	0,0	0,2	0,5
Нью-Йоркская фондовая биржа и NASDAQ (США)		6,2	2,6	1,4	1,5	1,9	2,8	2,3
Гонконгская фондовая биржа			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Акции и депозитарные расписки – всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным российских и зарубежных бирж.

Девальвация национальной валюты, введение против России санкций на европейском и американском финансовом рынках, снижение суверенного и корпоративных рейтингов международных агентств, дефицит внутренних инвестиционных ресурсов привели к тому, что на фоне роста активности сделок IPO-SPO акций на глобальных рынках аналогичные сделки с участием российских компаний в 2014 г. были практически заморожены. За отчетный год прошли всего три заметных IPO-SPO сделок с участием компаний, работающих в России: IPO Торгового холдинга компании «Лента», зарегистрированного на Виргинских островах

на сумму 952,4 млн долл. на Лондонской фондовой бирже, SPO кипрской компании Qiwi Plc на фондовой бирже NASDAQ в сумме 319,0 млн долл. и SPO ОАО «Московская биржа», в ходе которого был продан пакет акций, принадлежащий Банку России в размере 11,7% уставного капитала за 469 млн долл. Таким образом, общий объем IPO-SPO российских компаний в 2014 г. составил 1,7 млрд долл., из которых лишь 0,5 млрд долл., или 29,4% приходится на сделки, совершенные на Московской бирже.

В 2013 г. компании, работающие в России, провели IPO-SPO акций на сумму 9,0 млрд долл. При этом основная часть публичных размещений акций национальных эмитентов прошла на Московской бирже. В Государственной программе прогнозировалось, что в 2014 г. объем сделок по публичному размещению акций составит 1,2 трлн руб., что по среднему курсу доллара за данный год эквивалентно 30 млрд долл.

В 2014 г. Московской бирже не удалось преодолеть тенденцию сокращения числа национальных эмитентов акций, прошедших листинг, а также количества выпусков акций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг. Согласно отчетности ЗАО «ФБ ММВБ»¹, по акциям число эмитентов на бирже сократилось с 272 в 2013 г. до 255 в 2014 г., или на 6,3%; количество выпусков – соответственно с 336 до 315, или на 6,3%. По корпоративным облигациям число эмитентов сократилось с 269 в 2013 г. до 260 в 2014 г., или на 3,3%; количество выпусков выросло – соответственно с 555 до 581, или на 4,7%; по биржевым облигациям число эмитентов увеличилось с 135 в 2013 г. до 139 в 2014 г., или на 3,0%; количество выпусков – соответственно с 356 до 395, или на 11,0%. По региональным облигациям число эмитентов выросло с 46 в 2013 г. до 47 в 2014 г., или на 2,2%; количество выпусков – соответственно с 105 до 112, или на 6,7%. За рассматриваемый период времени количество выпусков облигаций и еврооблигаций от имени Российской Федерации сократилось с 52 до 45, или на 13,5%. По данным Всемирной федерации бирж (ВФБ), количество компаний в листинге на Московской бирже в 2014 г. составило 254 по сравнению с 262 компаниями в 2013 г., то есть на 3,1% меньше.

С 1 сентября 2014 г. вступили в силу поправки в Гражданский кодекс РФ, предусматривающие существенные изменения правового статуса акционерных обществ. Теперь вместо их деления на открытые и закрытые, действуют требования в отношении публичных и непубличных акционерных обществ. Данные поправки предусматривают, что правом привлечения капитала на биржевом рынке будут обладать только те корпорации, которые примут статус публичных. Данная норма может стимулировать те акционерные общества, которые пока не приняли решения выходить на биржу, изменить свое мнение с перспективой на привлечение капитала в будущем.

На фоне сокращения числа эмитентов и выпусков акций российских компаний, на Московской бирже более успешно развивался процесс допуска к обращению ценных бумаг иностранных эмитентов. Количество выпусков ценных бумаг иностранных эмитентов на бирже выросло с 28 в 2013 г. до 65 в 2014 г., а самих эмитентов – соответственно с 9 до 36.

¹ <http://moex.com/a137>

Таким образом, Московская биржа пока не в полной мере реализует свой потенциал по вовлечению на публичный рынок капитала все большего числа российских компаний. Конечно, этого трудно достигнуть в условиях падающего рынка и международных санкций, однако неблагоприятные внешние факторы, действие которых может продолжиться на несколько лет, требуют концентрации большего внимания на внутренние инвестиционные ресурсы и формирования за счет них более результативного механизма вовлечения на внутренний рынок капитала, прежде всего, компаний из сегмента среднего бизнеса, инновационных фирм и организаций, сфере импортозамещения.

3.2.4. Результаты деятельности Московской биржи

В 2011 г. была совершена сделка по консолидации бирж ММВБ и РТС. В июне 2012 г. общее собрание акционеров биржи утвердило ее новое название ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС», или ОАО Московская Биржа. Объединение российских бирж имело важное позитивное значение для развития российского фондового рынка. Оно существенно упростило совершение сделок на фондовом и срочном рынке. Это позволило сконцентрировать всю ликвидность на счетах участников торгов, предназначенную для совершения сделок на рынках государственных и корпоративных ценных бумаг, а также срочном и валютном рынках в единой расчетной и торговой системах. Диверсификация объединенной биржи на обслуживании сделок с разными денежными и инвестиционными активами улучшила ее финансовую устойчивость в условиях общего падения объемов биржевых торгов в мире и бегства инвесторов от вложений в рискованные активы.

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). С 1 января 2013 г. в полном объеме вступил в силу Федеральный закон от 07 декабря 2011 г. № 414-ФЗ "О центральном депозитарии", предполагающий открытие счетов центрального депозитария с особым статусом у реестродержателей акционерных обществ. Возложение на НРД функции центрального депозитария предполагает решение ответственной задачи – открытие им счетов номинального держателя практически во всех открытых акционерных обществах в России. К сожалению, НРД не публикует регулярной статистики о том, как он справляется с выполнением указанных обязанностей. Из отчетности депозитария за 2013 г. известно лишь, что по состоянию на 31.12.2013 г. счета номинального держателя были открыты им в реестрах более 1200 эмитентов. Всего же, в 2013 г. по данным НАУФОР в России насчитывалось 31,4 тысячи компаний, созданных в форме ОАО. Это свидетельствует о том, что работа по включению в орбиту деятельности центрального депозитария акций российских эмитентов еще далека от завершения. Кроме того, по нашему мнению, указанная сторона деятельности ЦД должна быть более прозрачной для общественности.

Появление центрального депозитария позволило качественно повысить уровень доверия глобальных инвесторов и международных расчетных систем к надежности хранения активов, инвестируемых в ценные бумаги российских эми-

тентов и расчетам по сделкам с ними. НРД получил официальный статус «приемлемого депозитария» согласно правилу Комиссии по ценным бумагам и биржам США № 17f7 Закона об инвестиционных компаниях 1940 г., что позволяет использовать его для хранения активов крупнейших американских институциональных инвесторов. В центральном депозитарии были открыты междепозитарные счета номинального держателя крупнейших глобальных расчетных систем Euroclear Bank S.A./N.V. (Евроклир) и Clearstream Banking S.A. (Клирстрим), а также центральных депозитариев Армении, Белоруссии, Казахстана и Украины. Открытие в феврале 2013 г. счетов Евроклир и Клирстрим в центральном депозитарии и начало операций по ним с государственными ценными бумагами позволило привлечь значительные средства нерезидентов на рынок ОФЗ (подробнее в разделе 3.4.1). С февраля 2014 г. счета Евроклир и Клирстрим стали открыты для операций нерезидентов с корпоративными и региональными облигациями, хранящимися в НРД. С 7 июля 2014 г. доступ к средствам нерезидентов через Клирстрим указанные счета получили акции российских АО¹. Таким образом, стратегический альянс с Евроклир и Клирстрим позволил существенно упростить технологический доступ иностранных инвесторов к ценным бумагам российских эмитентов, обращающихся на Московской бирже, что в то же время повысило риски зависимости внутреннего финансового рынка от поведения данной группы инвесторов.

В 2014 г. благодаря поправкам в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», внесенных Федеральным законом от 21.07.2014 г. № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», разработанных при активном участии НРД, на российском фондовом рынке началась реформа системы корпоративной информации. Она предполагает обеспечение возможности участия общем собрании акционеров путем направления электронного документа в центральный депозитарий без оформления акционерами доверенности на депозитарий в виде бумажного документа. Внедрение современных стандартов электронного документооборота и вовлечение учетных институтов в совершение корпоративных действий позволит повысить защищенность прав всех категорий акционеров со стороны эмитентов. По мнению председателя правления НРД Э.Астанина, данная мера обеспечит инвесторов равными правами независимо от места их нахождения, что должно создать новый стимул для притока иностранных инвесторов на российский рынок акций².

В соответствии с новой редакцией ст.42 Федерального закона от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» с 1 января 2014 г. вступили в силу изменения, связанные с процедурой объявления и выплаты дивидендов. Они предусматривают, что закрытие реестра компаний, акции которых торгуются на бирже, производится не ранее чем через 10 и не позднее чем через 20 дней после общего собрания акционеров, принимающего конечное решение о выплате дивидендов. Данное решение привело практику регулирования дивидендных выплат в соот-

¹ Евроклир перенес дату введения услуги по предоставлению прямого доступа иностранным клиентам к внутреннему рынку акций на неопределенное время (Царева Л. Рынок прямых спекуляций. 8 июля 2014 г.).

² Царева Л. Голосование по номиналу. Коммерсантъ, 16 июня 2014 г.

ветствии с принятыми на международном рынке стандартам, предполагающими наличие прозрачных условий влияния на цену акций решений о начислении дивидендов и изменения цены акций в экс-дивидендную дату.

В 2014 г. НРД предложил своим клиентам возможность совершения сделок РЕПО с Банком России под обеспечение в виде корзины ценных бумаг. Интересно, что заключение данных сделок осуществляется не через биржу, а иностранную внебиржевую систему Bloomberg¹. В денной схеме НРД выполняет функции клиринга и управления обеспечением. То есть впервые участники рынка получили возможность через биржевую инфраструктуру доступа к альтернативной внебиржевой системе. Такой шаг представляется важным с точки зрения целесообразности создания конкурентной среды в сфере организации торговли на финансовых рынках при одновременной централизации расчетно-клиринговой инфраструктуры.

С 6 февраля 2013 г. НРД стал выполнять функции репозитария, регистрирующего внебиржевые сделки с различными внебиржевыми финансовыми инструментами. В настоящее время это преимущественно сделки «своп» и РЕПО. Создание данных структур было предусмотрено решениями G-20 в Питсбурге в 2009 г. как одна из мер по борьбе с системными рисками. В сентябре 2014 г. НРД был признан Банком России системно значимым репозитарием. Это означает, что в нем хранится свыше половины рыночных данных о сделках, подлежащих регистрации в репозитории².

В 2014 г. собственный капитал НРД достиг 9,5 млрд руб. по сравнению с 7,3 млрд руб. в 2013 г., то есть увеличился на 30,1%. Стоимость ценных бумаг, находящихся на хранении в НРД, увеличилась с 21,8 трлн руб. в 2013 г. до 28,0 трлн руб. в 2014 г., то есть на 14,7%.

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 рынках. 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. На протяжении последних лет группа Московской биржи уделяла серьезное внимание капитализации НКЦ. За два года собственный капитал клирингового центра вырос втрое с 13,2 млрд руб. в 2012 г. до 39,6 млрд руб. в 2014 г.

Главной задачей НКЦ в 2013–2014 гг. было обеспечение гарантий расчетов участников торгов на всех сегментах финансового рынка Московской биржи в условиях перехода к новому режиму расчетов по биржевым сделкам без предварительного депонирования, то есть на T+2. По данным Московской биржи, на сделки с акциями и паями паевых инвестиционных фондов, совершаемые в режи-

¹ Царева Л. ЦБ систематизировал торги. Коммерсантъ, 25 июня 2014 г.

² Моисеев С. Преобразование репозитария. Депозитариум, № 5 (135) 2014, с.12.

ме T+2 выросли с 3,3 трлн руб., или 38,0% от общего объема биржевых сделок с акциями в 2013 г. до 10,0 трлн руб., или 97,2% в 2014 г. С февраля 2013 г. на бирже появилась возможность заключать сделки РЕПО с участием центрального контрагента (ЦКА). По данным Московской биржи, на рынке облигаций объемы операций РЕПО с ЦКА выросли с 3,8 трлн руб., или 1,8% от общего объема операций РЕПО с облигациями в 2013 г. до 25,0 трлн руб., или 13,7% в 2014 г. Таким образом, в 2014 г. благодаря конструктивному взаимодействию всех инфраструктурных организаций группы Московская биржа произошел окончательный переход на современную форму расчетов на рынке акций с гарантированным исполнением сделок НКЦ, а также заметно выросла сделок с гарантией их исполнения со стороны НКЦ на денежном рынке в сегменте РЕПО по облигациям. Вместе с тем, создание системы гарантированных расчетов на таком рискованном сегменте рынка как РЕПО с облигациями пока еще далеко от завершения.

В 2014 г. в группе Московской биржи были реализованы следующие основные мероприятия:

- вступила в силу новая редакция Правил проведения торгов по ценным бумагам на фондовом рынке Московской биржи в январе;
- начались торги ETF-фондом на индекс акций китайских компаний MSCI China и публикации индикативных ставок по сделкам своп в феврале;
- подписан меморандум о сотрудничестве с Корейской биржей в области финансовых рынков в марте;
- расширен инструментарий междилерского РЕПО за счет депозитарных расписок и акций иностранных компаний; начат расчет публикации нового индикатора волатильности российского рынка Индекса RVI в апреле.
- была расширена продуктовая линейка рынка стандартизированных производных финансовых инструментов (ПФИ) за счет введения новых базовых активов в виде евро и юаня в мае;
- расширен инструментарий РЕПО с Центральным контрагентом; вступили в силу новые правила листинга биржи, в которых количество котировальных списков сократилось с шести до трех, в результате которых существенно расширился перечень акций, включенных в высший котировальный список, то есть доступных для инвестиций НПФ и маржинальной торговли¹; предоставлена возможность участникам торгов по заключению сделок междилерского РЕПО с 97 выпусками еврооблигаций российских эмитентов; обновлена торгово-клиринговая платформа, в результате чего участники рынка получили возможность поддерживать единую торговую позицию по сделкам на срочном и валютных рынках и до завершения дневных расчетов выводить средства из биржи в процессе промежуточного клиринга² в июне и июле;
- вновь расширена линейка инструментов рынка ПФИ – начались торги расчетным фьючерсами на курс доллар США/российский рубль в августе;
- на срочном рынке начались торги фьючерсами на акции ОАО «Магнит» и ОАО Московская биржа, фьючерсом на волатильность RVI, а также фьючерсами на еврооблигации РФ; вступила в силу новая редакция правил ли-

¹ Орлова Ю. Московская биржа перетасовала акции. Ведомости, 3 июня 2014 г.

² Царева Л. Биржа обновляет платформу. Коммерсантъ, 27 мая 2014 г.

- стинга, предусматривающая включение по инициативе биржи иностранных ценных бумаг в процессе их обращения в третий уровень листинга в сентябре;
- на фондовом рынке начались торги корпоративными еврооблигациями, число выпусков которых достигло 25; биржа подписала соглашение о сотрудничестве с Банком Китая, которое будет способствовать расширению взаиморасчетов в национальных валютах двух стран в октябре;
 - на валютном рынке начались торги фунтом стерлингов и гонконгским долларом; биржа выбрала DataSpace в качестве основного поставщика услуг центра обработки данных (ЦОД) в ноябре;
 - запущена система индикативных котировок - MOEX Board; участникам валютного рынка предоставлена возможность получить новый статус — «общий участник клиринга», разделив статусы участников торгов и участников клиринга в декабре.

По мнению заместителя председателя правления Московской биржи А. Шеметова¹, планы биржи на 2014 г. были не такими масштабными, как в 2013 г., когда были совершены такие прорывы в инфраструктуре как переход на режим расчетов T+2, создание центрального депозитария, начало перехода на расчеты с централизованным клирингом в сегменте РЕПО, запуск торгов физическим золотом и ПФИ. Однако это вполне логично с точки зрения необходимости обеспечения условий для надежного функционирования новых технологий и продуктов. В текущем году на бирже заметно выросло количество технических сбоев с 3 в 2013 г. до 7 в 2015 г. Особенно серьезный сбой случился 30 июля 2014 г., когда торговля акциями на бирже была остановлена на два часа². По мнению первого заместителя председателя Банка России С.А. Швецова, для предотвращения подобных проблем необходимо «найти оптимальное соотношение скорости инноваций на бирже и стоимости, которую мы платим за непрерывность ее работы»³.

В 2014 г. продолжились серьезные изменения в структуре собственности Московской биржи (табл. 5). До июля 2014 г. организации, контролируемые Российской Федерацией, в совокупности удерживали более 50% голосующих акций Московской биржи. То есть биржа являлась контролируемой государством компанией⁴. Однако согласно части 14 ст.49 Федерального закона от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» Банку России было предписано выйти из акционеров Московской биржи и Санкт-Петербургской валютной биржи до 1 января 2016 г.

Во исполнение указанного требования по инициативе Банка России решением общего собрания Московской биржи 26 июня 2014 г. председателем наблюдательного совета (совета директоров) биржи был избран бывший министр финан-

¹ Шеметов А., заместитель председателя правления ОАО «Московская Биржа»: «Мы не любим полный штиль». *Sbonds Review*, апрель 2014.

² Орлова Ю. Биржа устроила брокерам сиесту. *Ведомости*, 31 июля 2014 г.

³ Царева Л. Срочный рынок накрыло ядерным срывом. *Коммерсантъ*, 15 октября 2014 г.

⁴ Это также констатировалось в Консолидированной промежуточной сокращенной финансовой отчетности НКО ЗАО НРД по состоянию на 30 июня 2014 года и за 6 месяцев 2014 года, с.20. https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/disclosure/hyear/NSD_IFRS_cons_1HY_2014.pdf

сов А.Л. Кудрин, сменивший на данном посту первого заместителя руководителя Банка России С.А. Швецова¹.

2 июля 2014 года было проведено SPO акций Московской биржи, в результате которого Банк России реализовал 11,7% акций Московской Биржи путем международного рыночного размещения. Было продано более 267 млн обыкновенных акций бирже по цене 60 руб. за штуку с общим объемом размещения на сумму 16,04 млрд руб.² В результате сделки доля акций Московской Биржи в свободном обращении превысила 50%, что является одним из лучших показателей на российском фондовом рынке³.

Основными покупателями акций биржи в процессе SPO по данным СМИ выступили РФПИ и крупные иностранные инвестиционные фонды⁴. В результате к концу 2014 г. на Московской бирже сложилась новая структура собственности. Как видно из *табл. 5* на государственные структуры (включая дочернюю компанию самой биржи) приходилось около 41,8% голосующих акций (39,6% + 2,2%). По данным ресурса Factiva на 31.12.2014 г. нам удалось рассчитать, что на иностранных институциональных инвесторов, включая Китайскую инвестиционную компанию, ЕБРР и американские взаимные фонды приходилось не менее 29,5% голосующих акций биржи. По значимости это вторая, хотя и не консолидированная, группа акционеров. Таким образом, оставшиеся 28,7% приходилось на частные российские банки и инвестиционные компании.

Таблица 5

Структура акционеров российских бирж до и после объединения

	До реорганизации бирж		После объединения: ОАО «ММВБ-РТС» на 01.02.2012 г. ⁵	После IPO: Московская биржа на 15.02.2013 г. – оценка ⁶	На 12.05. 2014 г. ⁷	Оценка по состоянию на 31.12.2014 г.
	ОАО «РТС»	ЗАО «ММВБ»				
1	2	3	4	5	6	7
Банк России		28,6	24,3	22,5	23,7	12,1
Сбербанк России		7,5	10,4	9,6	10,0	10,0
ВТБ		7,1	6,1	5,6	3,8	3,8
ВЭБ		10,5	8,7	8,0	8,4	8,4
Газпромбанк		6,2	5,4			
РФПИ		1,3	1,3	4,6	4,4 ⁸	5,3
Доля госструктур	0	61,1	56,1	50,3	50,3	39,6
ММВБ-Финанс		2,8	2,8	5,5	2,3	2,2

¹ РБК, 26.06.2014 г. Кудрин избран председателем набсовета Московской биржи.

² В связи с нормами ст.2 федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», предусматривающей, что имущество Банка России является федеральной собственностью, встает вопрос о том, можно ли считать данную сделку приватизационной.

³ Официальное сообщение Московской биржи от 2.07.2014 г. Доля акций Московской Биржи в свободном обращении превысила 50%.

⁴ РБК. 1 июля 2014 г. РФПИ может купить половину доли ЦБ в Московской бирже: <http://top.rbc.ru/economics/01/07/2014/933930.shtml>

⁵ Мазунин А., Руденко П., Хвостик Е. Биржевой капитал утек на Запад. Коммерсантъ, 13 марта 2012 г.

⁶ По данным Московской биржи на 16.01.2013 г., а также информации о крупнейших акционерах Московской биржи, опубликованной в разделе статистики Коммерсанта 18 февраля 2013 г.

⁷ Квартальный отчет ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» за 4 квартал 2014 г.

⁸ РФПИ почти удвоил долю в бирже. Ведомости, 9 июля 2014 г.

Окончание таблицы 5

1	2	3	4	5	6	7
Китайская инвестиционная корпорация (Chengdong Investment Corporation)				5,4	5,6	5,6
ЕБРР				5,8	6,1	6,1
Иные акционеры	89,0	27,9	32,9	33,0	35,7	46,5
Итого	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

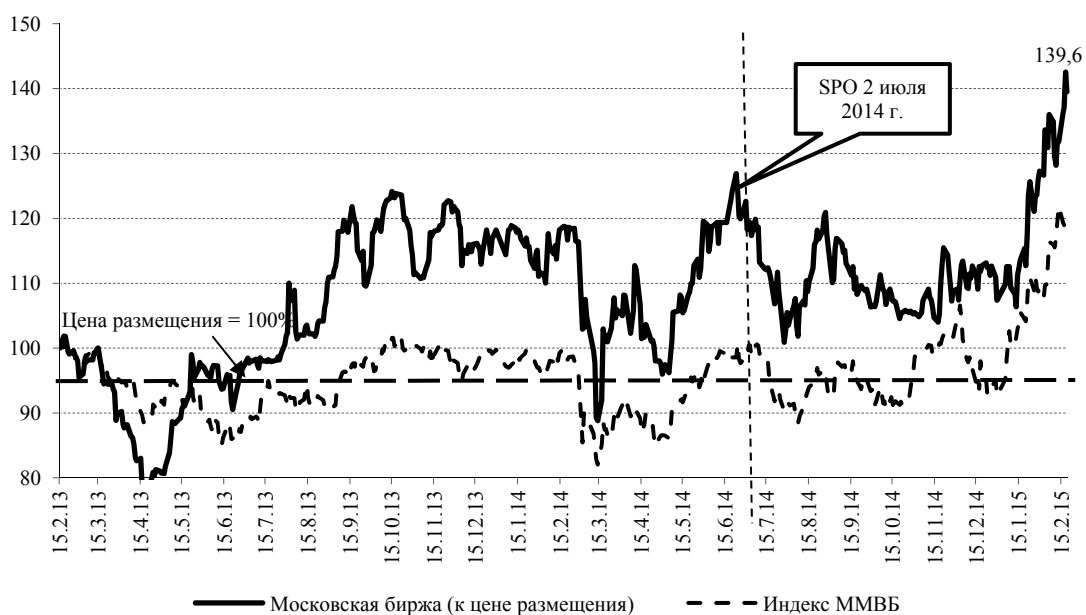
Источник: по данным Банка России, публикаций в Ведомостях и Коммерсанте.

Представляется, что подобные изменения структуры акционеров биржи несут определенные риски для устойчивости и конкурентоспособности российского фондового рынка, особенно в условиях возможно долгосрочного характера действия западных санкций. Дело даже не в утере контрольного пакета акций государством. Оно продолжает оставаться самым крупным собственником в условиях распыленности структуры капитала биржи. Более того, с высокой вероятностью в 2015 г. будут приняты поправки в законодательство о ценных бумагах, предусматривающие ограничение пакета акций биржи, которым могут владеть частные структуры, до 5%. Основной риск касается снижения роли внутренних частных финансовых организаций в качестве акционеров биржи. Чрезмерный перекося в сторону биржевых проектов, ориентированных, прежде всего на нерезидентов, может негативно отразиться на развитии внутренних финансовых организаций и институциональных инвесторов. В настоящее время, несмотря на то что частные российские финансовые организации контролируют лишь около 28,7% акций биржи, на их долю в январе 2015 г., по нашим расчетам, приходилось около 61,5% объемов биржевых торгов на рынке акций и 44,3% на рынке корпоративных облигаций.

В качестве примера можно привести сегмент биржевых паевых инвестиционных фондов (ETFs), который для многих бирж мира является одним из приоритетных проектов развития. В Российской Федерации создание таких фондов стало возможным в связи с принятием Федерального закона от 28.07.2012 № 145-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Однако до сих пор такие паевые фонды, создаваемые в рамках российской юрисдикции, так и не появились на Московской бирже. Вместо этого, биржа допустила к обращению и проводит активный публичный маркетинг ETFs, созданных иностранной компанией и в иностранной юрисдикции.

Одним из критериев успешности развития любой публичной компании является изменение ее капитализации. Общая капитализация Московской биржи на момент совершения сделки SPO 2 июля 2014 г. составила 4,0 млрд долл. по сравнению с 4,2 млрд долл. при проведении IPO ее акций с 4 по 15 февраля 2013 г. и 4,6 млрд долл. суммарной капитализацией фондовых бирж ОАО «РТС» и ЗАО «ММВБ» в начале 2011 г. до их объединения. В начале 2012 г. по оценкам Банка России и совета директоров биржи к концу года предполагалось достичь капитализации Московской биржи в сумме 6 млрд долл.¹

¹ Интерфакс-АФИ. Фондовая биржа оценила себя к IPO. Коммерсантъ, 26 марта 2012 г.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи и инвестиционной компании «Финам».

Рис. 10. Динамика цены акций Московской биржи и индекса ММВБ с 15 февраля 2013 г. по 19 февраля 2015 г. (15.02.2013 г.=100%)

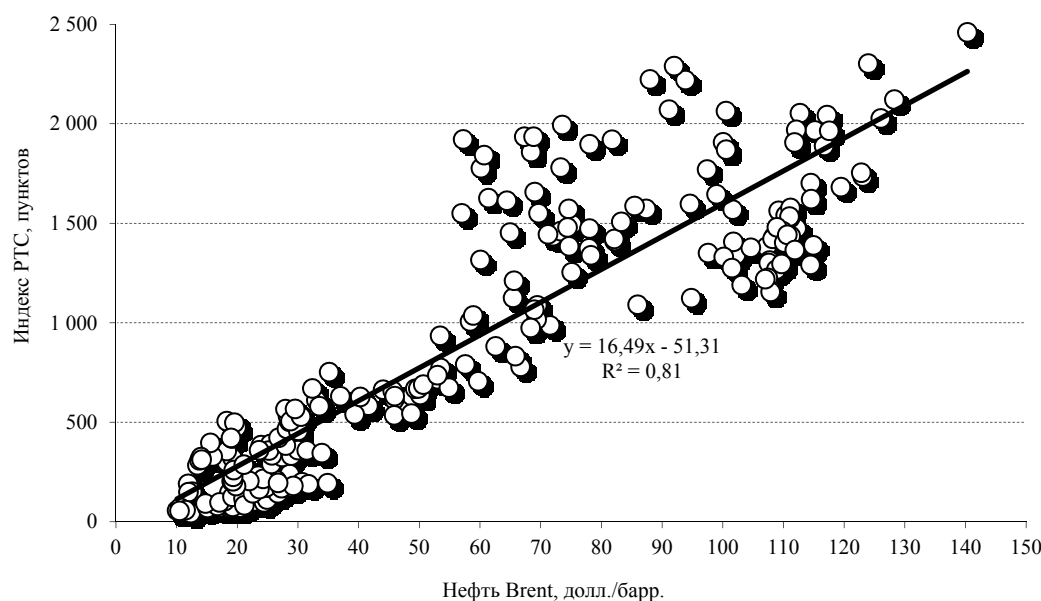
С 4 по 15 февраля 2013 г. Московская биржа провела IPO, в ходе которого было размещено ее акций на 15 млрд руб., или 500 млн долл. При объявленном диапазоне цен в размере 55–63 руб. за акцию, фактическая цена размещения была установлена по нижней границе ценового диапазона, то есть 55 руб. (рис. 10). В первый торговый день 15 февраля 2013 г. недооценка акций биржи по сравнению с ценой размещения составила 0%. Обычно низкий размер недооценки первого торгового дня при проведении IPO российских АО свидетельствует о переоцененности данных акций на момент проведения IPO. В дальнейшем это часто приводит к отрицательной избыточной доходности данных акций по сравнению с базисным индексом в течение многих лет¹. Однако два года спустя после проведения IPO долгосрочная доходность акций биржи стабильно превышала доходность индекса ММВБ.

3.3. Рынок акций российских компаний

3.3.1. Зависимость рынка акций от глобальной конъюнктуры цен

Зависимость рынка акций российских эмитентов от цен на нефть широко известный факт. Коэффициент детерминации (R^2) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами на нефть сорта Brent с сентября 1995 г. по январь 2015 г., изображенный на рис. 11, равен 0,81, что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями.

¹ Абрамов А.Е. Проблемы IPO-SPO российских компаний. Экономико-политическая ситуация в России. Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара, № 10, 2012 г. сс. 48–54.



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

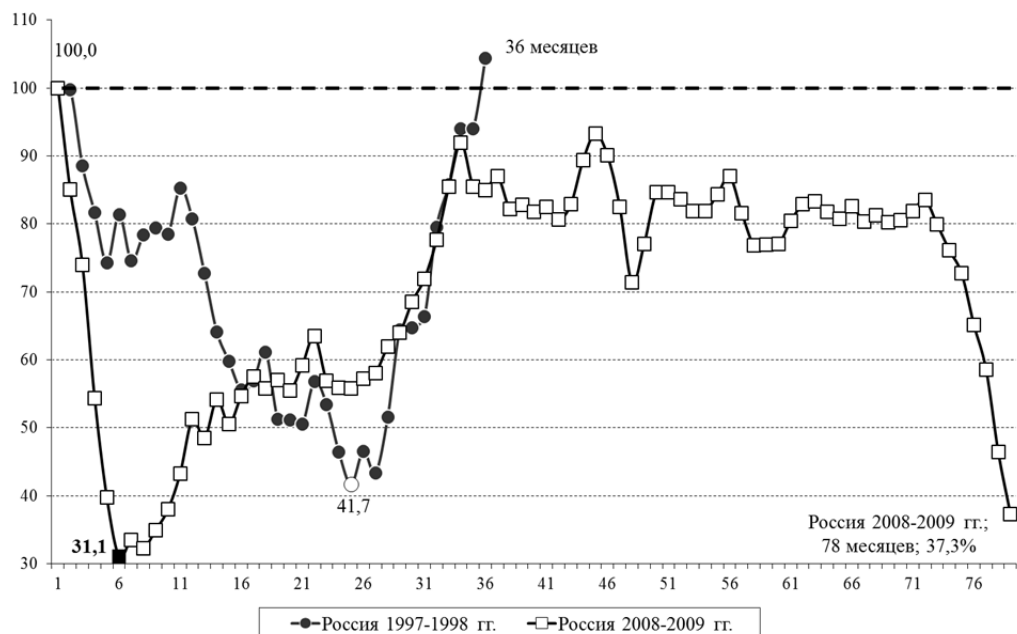
Рис. 11. Зависимость индекса РТС от цены на нефть марки Brent с сентября 1995 г. по январь 2015 г.

По прогнозам международных финансовых организаций и Минэкономразвития России в ближайшие годы мир вступит в период относительно низких цен на нефть. Это обусловлено более низкими темпами роста мировой экономики по сравнению с началом 2000-х гг., а также внедрением новых технологий в сфере энергосбережения и добычи сланцевых нефти и газа. Последнее способствовало восстановлению рыночных принципов инвестирования в нефте-газодобычу, которые были во многом подорваны в процессе опережающего распространения государственного капитализма в странах – экспортерах энергоносителей.

Достигнув пика среднемесячного значения в 133,90 долл. за баррель в июле 2008 г., до настоящего времени цена на нефть изменяется по W-образной траектории. За 5 месяцев с июля 2008 г. она достигла дна в размере 31,1% от уровня предкризисного пика (рис. 12). Затем за 28 месяцев цена восстановилась до 92,0% от пика; следующие 38 месяцев она медленно снижалась до 83,5% от пика; с июля 2014 г. по январь 2015 г. всего за 7 месяцев вновь произошел обвал нефтяных цен до 37,3% от пика июля 2008 г.

В итоге по сравнению с кризисом 1997–1998 гг., когда кризис в России был вызван не столько низкими ценами на нефть, сколько несбалансированной бюджетно-денежной политикой, с июля 2008 г. по январь 2015 г. наблюдалось более длительное и более глубокое падение нефтяных цен по сравнению с предкризисным уровнем. В 1997–1998 гг. цены на нефть упали до 41,7% от предкризисного пика и восстановились за 36 месяцев. С июля 2008 г. по январь 2015 г. нефтяные цены дважды опускались до 31,1% и 37,3%, данные цены не могут восстановиться уже в течение 78 месяцев, и вполне вероятно, что данный период затянется еще на несколько лет. Это свидетельствует о том, что нынешний кризис в России является

структурным, а не циклическим, что для финансового рынка означает восстановление его устойчивого роста лишь при условии проведения глубоких структурных преобразований в российской экономике.



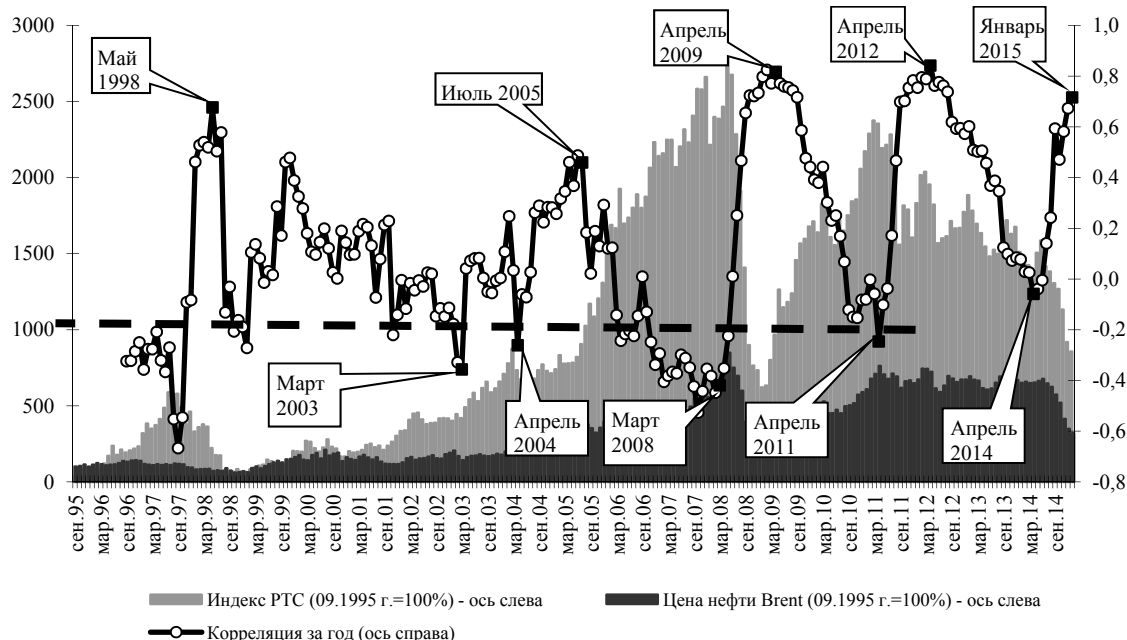
Источник: по данным IFS МВФ.

Рис. 12. Падение и восстановление цены на нефть марки Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены =100%) на январь 2015 г.

Более точное представление о зависимости фондовых индексов и нефтяных цен дает анализ относительных изменений данных показателей. На рис. 13 приводятся результаты изменений коэффициента корреляции между месячными относительными изменениями индекса РТС и нефтяных цен марки Brent в течение 12-месячного периода. Особенностью скользящей корреляционной кривой является то, что она отражает усиление или ослабление связи между двумя показателями с запаздыванием на год. Кривая корреляции изменений индекса РТС и цен нефти имеет циклический характер. По мере движения индекса к предкризисному пику коэффициент корреляции снижается и становится отрицательным. Это означает, что цена на нефть и значение индекса неожиданно начинают меняться разнонаправленно. Во время обвала рынка акций позитивная корреляция между изменениями индекса и нефтяными ценами восстанавливается. По завершении острой фазы кризиса корреляция опять устремляется к «минус» единице.

Интересно, что наиболее часто точки разворота тенденции, когда движения нефтяных цен и движение иностранных портфельных инвестиций начинается в противоположном направлении, приходится на апрель и март разных лет. У нас нет однозначного объяснения данному парадоксу. Одно из возможных предположений – именно в эти месяцы выходят Обзоры глобальной экономики МВФ, являющиеся наиболее авторитетными источниками в части прогнозов роста ВВП разных стран на 2-летний период. Именно в эти месяцы формируется мнение профессионального сообщества по поводу изменений прогнозов роста экономики

и спроса на нефть, что в итоге трансформируется в виде годовых стратегий портфельных инвесторов, ориентированных на инвестиции в развивающиеся рынки, включая Россию.



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

Рис. 13. Корреляция между изменениями индекса РТС и цены на нефть марки Brent с сентября 1995 г. по январь 2015 г.

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

- с начала 2000-х гг. по июль 2005 г. – рост коэффициента корреляции с уровня $-0,2$ до $0,5$, нефтяные цены и индекс РТС росли однонаправленно;
- июль 2005 г. – апрель 2008 г. – снижение коэффициента корреляции с $0,5$ до $-0,5$, цена нефти и индекс РТС в целом за период выросли, однако во второй половине 2006 г. и первой половине 2007 г. наблюдалось снижение нефтяных котировок;
- апрель 2008 г. – апрель 2009 г. – коэффициент корреляции с уровня $-0,5$ вырос до $0,8$, это был период обвального падения нефтяных цен и цен акций АО;
- апрель 2009 г. – апрель 2011 г. – коэффициент корреляции снизился с уровня $0,8$ до $-0,2$, цена на нефть умеренно повысилась, а индекс РТС испытал бурный восстановительный рост;
- май 2011 г. по апрель 2012 г., рост коэффициента корреляции до $0,8$ в это время цены на нефть и акции российских АО в целом снижались;
- май 2012 г. по апрель 2014 г. – вновь снижение корреляции до $-0,1$: индекс РТС преимущественно снижался, а цена нефти оставалась относительно стабильной;
- май 2014 по январь 2015 – рост корреляции до $0,7$; синхронное снижение индекса РТС и нефтяных цен.

3.3.2. Зависимость рынка акций от иностранных портфельных инвесторов

Цикличность корреляции изменений цен на нефть и акций российских компаний, объясняется существенным воздействием на динамику цен акций оттоков и притоков средств иностранных портфельных инвесторов, фиксируемый Emerging Portfolio Fund Research (EPFR). По силе влияния на цены акций российских эмитентов данный фактор не уступает динамике нефтяных цен, о чем свидетельствуют данные *рис. 14*.

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

Рост коэффициента корреляции индекса и цен нефти с начала 2000-х гг. по июль 2005 г. был связан с тем, что в течение этого периода оба фактора, воздействующих на динамику рынка акций – нефтяные цены и приток средств в иностранные фонды, инвестирующие в Россию – действовали в одном и том же направлении. Цены на нефть повышались, портфельные инвестиции приходили, индекс РТС стабильно рос. Как показано в *табл. 6*, с ноября 2000 г. по июнь 2005 г. в специализированные фонды поступило 1,5 млрд долл. средств инвесторов.

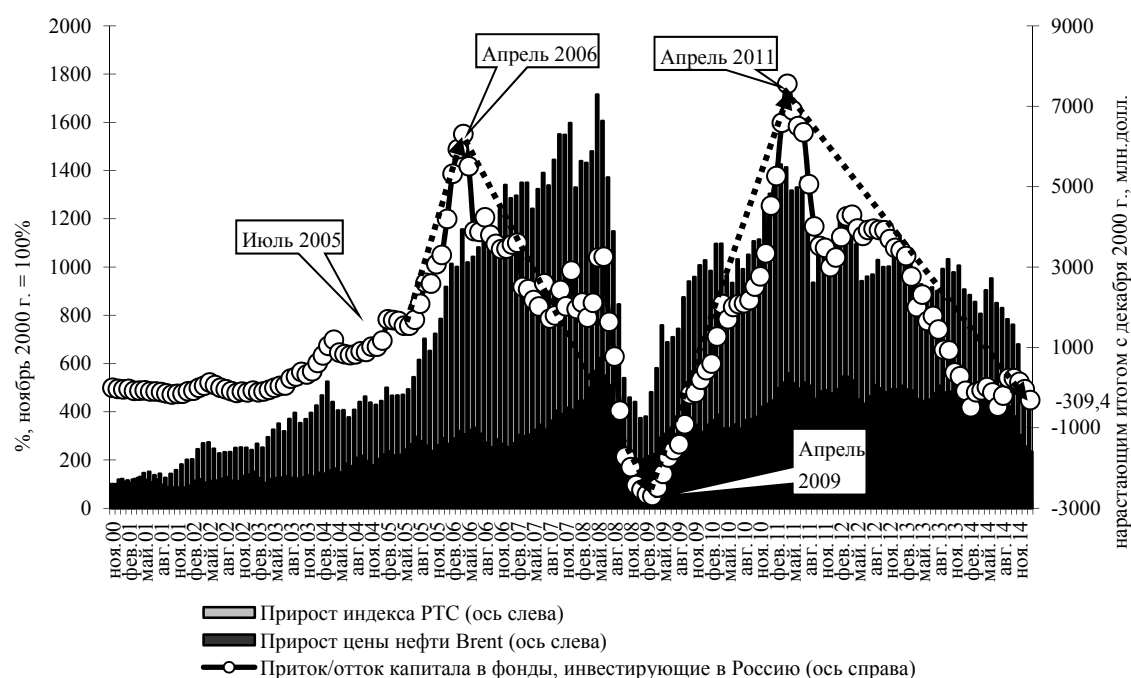
Снижение коэффициента корреляции в июле 2005 г. – апреле 2008 г. до $-0,5$ обусловлено разнонаправленной динамикой нефтяных цен и средств иностранных портфельных инвесторов. С июля 2005 г. по апрель 2006 г. несмотря на рост волатильности нефтяных цен, в фонды, инвестирующие в Россию, поступило 4,8 млрд долл. новых средств (*табл. 6* и *рис. 14*). Всплеск притока инвестиций объясняется присвоением России международными агентствами инвестиционных рейтингов – FITCH 17 ноября 2004 г., S&P 31 января 2005 г. Однако с апреля 2006 г. до апреля 2008 г. произошли изменения предпочтений инвесторов иностранных фондов. За данный период, несмотря на стабильный рост нефтяных цен, из фондов, инвестирующих в Россию, средства стали активно выводиться. В результате оттока портфельных инвестиций рост индекса РТС существенно замедлился, а цены на нефть продолжали расти.

Таблица 6

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

	Приток(+)/ Отток(-) средств из фондов, млн долл.
Ноябрь 00 – июнь 05	1538
Июль 05 – апрель 06	4769
Май 06 – март 09	-9005
Апрель 09 – апрель 11	10255
Май 11 – январь 15	-7871

Источник: рассчитано по данным ресурса EPFR.



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

Рис. 14. Прирост индекса РТС и цены на нефть марки Brent, приток (отток) средств в фонды, инвестирующие в Россию, рассчитанный нарастающим итогом с ноября 2000 г. по январь 2015 г.

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

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

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

С апреля 2014 г. по январь 2015 г. корреляция нефтяных цен и индекса снова стала расти. В это время цена на нефть снижалась, при этом с июля обвальным образом, что сопровождалось преимущественно оттоком портфельных инвестиций. Лишь с сентября по ноябрь фиксировался приток средств в фонды, инвести-

рующие в Россию, который в декабре 2014 г. и январе 2015 г. вновь сменился на отток.

График изменения накопленных денежных потоков зарубежных фондов, специализирующихся на вложениях в Россию, отраженный на *рис. 14*, показывает, что ключевые изменения в поведении иностранных инвесторов происходили в мае 2006 г. и в мае 2011 г. Согласно данным *табл. 6* с мая 2006 г. по март 2009 г. из специализированных иностранных фондов было выведено 9,0 млрд долл., а с мая 2011 г. по январь 2015 г. – 7,9 млрд долл. Даже если удвоить данные оценки с учетом возможного аналогичного поведения управляющих региональных и глобальных фондов, сокращавших вложения в Россию, получается, что шоковые изменения цен акций на российском рынке способны вызвать постепенный вывод сумм, равных всего 1–2-дневному объему торгов акциями на Московской бирже.

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

- официальные прогнозы темпов роста реального ВВП² (со знаком «+»);
- волатильность прогнозов темпов роста ВВП (со знаком «-»);
- волатильность обменных курсов валют (со знаком «-»);
- показатель волатильности рынка акций – индекс VIX (со знаком «-»).

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

Данные факторы можно рассматривать как опережающие индикаторы финансовых кризисов, которые применяются управляющими портфелями инвестиционных фондов, специализирующихся на тех или иных рынках. Согласно рассматриваемому исследованию МВФ, самый сильный шок в виде максимального объема средств, выведенных из фондов инвестирующих в страны Европы, Ближнего Востока и Африки, в размере 4,4 млрд долл. пришелся как раз на июнь 2006 г. Именно в этом месяце, как показано на *рис. 14*, случился разворот в поведении инвесторов фондов, инвестировавших в акции российских АО. В этих условиях зафиксированный МВФ в апрельском 2006 г. Обзоре глобальной экономики тренд на снижение прогноза темпов роста ВВП во второй половине года в наиболее значимых развитых и развивающихся экономиках³, а также начавшиеся со второго квартала 2005 г. возмущения индекса VIX⁴ могли послужить сигналами к оттоку

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

² Прогнозы роста ВВП и их волатильности рассчитывались по данным базы Consensus Economics.

³ World Economic Outlook (WEO), April 2006, рис. 1.8. Опубликован на сайте www.imf.org.

⁴ В книге Р.Раджана «Линии излома» (М., Изд-во Дело, 2011 г., с. 272) отмечено, что со второго квартала 2005 г. до второго квартала 2007 г. двухгодичная прогнозируемая волатильность цен на опционы компаний, входящих в индекс S&P 500 (two-year implied volatility of S&P500 option price) – рыночные ожидания волатильности цен на акции на два года вперед – была на 30–40% выше, чем краткосрочная одномесячная волатильность (short-term one-month volatility).

средств портфельных инвесторов. Всплески волатильности прогнозов роста ВВП и цен акций отражали озабоченность экспертов и рынка диспропорциями в торговых балансах стран, нарастанием кризиса на рынке ипотечных ценных бумаг США и иными факторами, которые в итоге и привели к рецессии 2008 г.

Данные исследования позволяют понять относительно простую модель поведения инвесторов иностранных фондов, ориентированных на российский фондовый рынок. При инвестициях в Россию их цель – войти в рынок при низкой стоимости акций местных эмитентов и успеть покинуть данный рынок при первых признаках снижения цен на нефть и девальвации рубля. Сигналы к действиям они получают, например, из информационной системы Consensus Economics, в которой на основании прогнозов аналитиков крупнейших инвестиционных банков составляется консенсус-прогнозы нескольких ключевых макроэкономических и финансовых показателей разных стран глубиной 24 месяца (два года). Наиболее влиятельным является показатель прогнозов роста ВВП. Момент существенного изменения прогноза на текущей или следующий за ним год является сигналом смены инвестиционного поведения. Например, если прогнозы существенно снижаются, инвесторы начинают вывод средств из фондов инвестирующих в Россию. И это поведение инвесторов изменится лишь при появлении противоположного сигнала о перспективном ускорении экономического роста России и крупнейших развитых стран. Этим и задается цикличность в поведении пайщиков иностранных фондов, инвестирующих в России, которая отчетливо видна на *рис. 14*.

3.3.3. Сегменты финансового рынка на Московской бирже

Низкая доходность российских акций после 2008 г. в сочетании с ростом волатильности валютного курса и поддержки Банком России национальной банковской системы через механизм сделок РЕПО и валютных «свопов» существенным образом отразились на изменениях структуры рынка Московской биржи. В течение последних четырех лет доля фондового рынка в общем объеме биржевых сделок уменьшилась с 13,2% до 4,1%, в том числе доля сделок с акциями, депозитарными расписками и паями – с 8,0% до 2,0%. (*табл. 7*). Также уменьшилась доля срочного рынка с 14,8% до 11,9%. Напротив, доля валютно-денежного рынка выросла с 72,0% в 2010 г. до 84,0% в 2014 г., в том числе операций РЕПО с 31,5% до 35,6% и валютных свопов с 20,1% до 29,3%. Данные изменения отражают тенденцию снижения роли рынка капитала по сравнению с денежно-кредитным рынком и переориентации внутренней финансовой системы на более краткосрочные источники финансирования банков и реального сектора экономики.

Таблица 7

Структура рынка Московской биржи, %

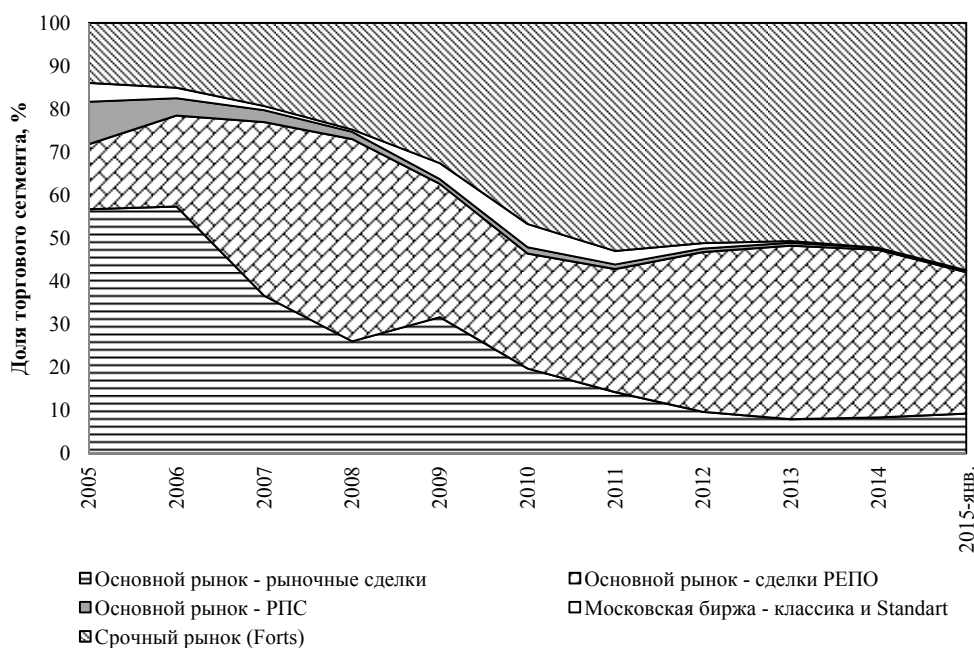
	2010	2011	2012	2013	2014
1	2	3	4	5	6
Фондовый рынок	13,2	10,3	6,5	5,3	4,1
в том числе:					
Акции, депозитарные расписки и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	2,0
Облигации	5,2	3,7	3,4	3,4	2,1
Вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,8	1,7
Рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,4

Окончание таблицы 7

1	2	3	4	5	6
Валютно-денежный рынок	72,0	70,6	80,0	83,8	84,0
в том числе:					
Денежный рынок	33,9	41,3	48,3	49,1	39,7
Операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	46,2	35,6
Кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,9	4,1
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	34,7	44,4
Сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,8	15,1
Сделки своп	20,1	13,4	15,0	22,0	29,3
Срочный рынок	14,8	19,1	13,5	10,8	11,9
Товарный рынок	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ВСЕГО	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: квартальный отчет Московской биржи за IV квартал 2014 г.

На рис. 15 и в табл. 8 показаны изменения в структуре разных режимов торгов на российской бирже, включая сделки на срочном рынке Forts. В 2014 г. доля таких рыночных сегментов биржевых торгов, как основной рынок акций и срочный рынок несколько выросла соответственно с 8,0% и 50,7% в 2013 г. до 8,4% и 52,2% в 2014 г. Наиболее заметный рост срочного рынка был отмечен в последние три месяца 2014 г., в связи с попытками участников рынка хеджироваться от стремительно падающих цен акций. Однако ни основной, ни срочный сегменты рынка в 2014 г. так и не достигли тех значений доли в общем объеме биржевых торгов, которые они занимали в 2011 г. накануне объединения фондовых бирж РТС и ММВБ.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным российских бирж.

Рис. 15. Структура рынка акций и срочного рынка на Московской бирже с января 2005 г. по январь 2015 г.

Таблица 8

**Структура рынка акций и срочного рынка на Московской бирже
с января 2005 г. по январь 2015 г.**

	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015 янв.
Основной рынок – рыночные сделки	56,7	19,8	14,3	9,7	8,0	8,4	9,3
Основной рынок – сделки РЕПО	15,1	26,7	28,6	37,1	40,3	39,0	32,8
Основной рынок – РПС	9,8	1,5	1,1	0,8	0,7	0,4	0,5
Московская биржа – классика и Standart	4,4	5,4	3,1	1,3	0,4	0,0	0,0
Срочный рынок (Forts)	13,9	46,7	53,0	51,1	50,7	52,2	57,5
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным российских бирж.

За более долгосрочный период времени – с 2005 г. по 2014 г. отчетливо наблюдаются четыре основных тенденции: снижения доли рыночных сделок с акциями с 56,7% до 8,4%; роста доли срочного рынка с 13,9% до 52,2%; и повышения доли сделок РЕПО с акциями с 15,1% до 39,0%; постепенное исчезновение на бирже сегментов рынка акций «классика» и Standart, доля которых сократилась с 4,4% до 0,0%. Все это позволяет сделать вывод о том, что, с одной стороны, в результате объединения бирж рынок акций стал менее фрагментированным, а, значит, более эффективным. С другой стороны, сокращение доли рыночного сегмента базисного актива до 8,4% несет за собой риски искажения стоимости обеспечения в сделках РЕПО и на срочном рынке.

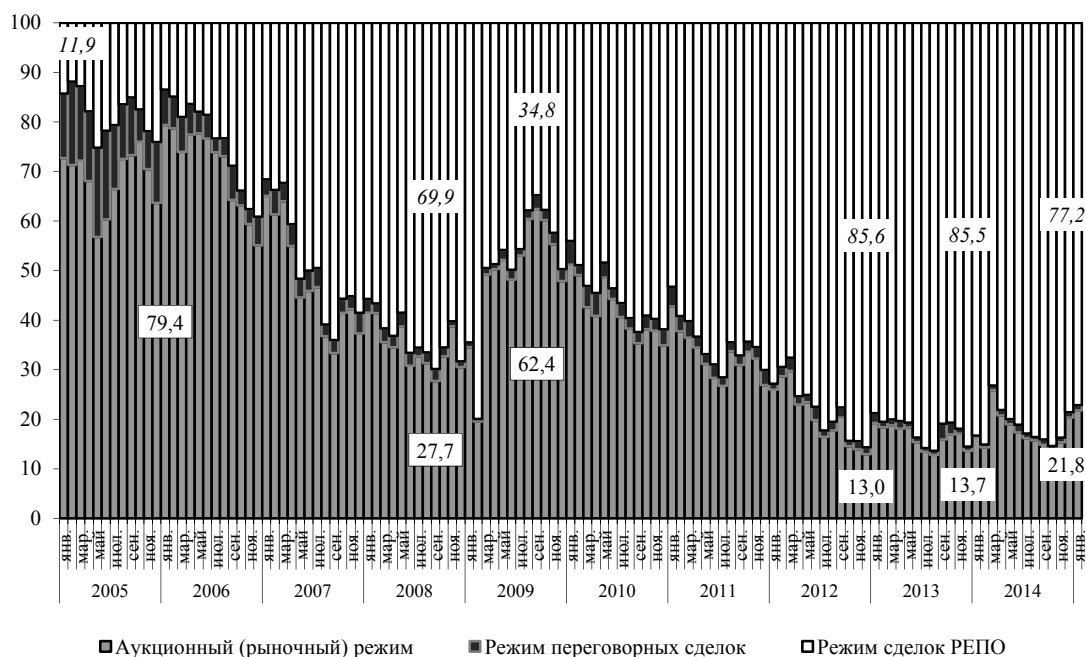
Особую обеспокоенность вызывает долгосрочный рост в сегменте сделок РЕПО с акциями, с помощью которого брокеры реализуют рискованные стратегии по привлечению денежных ресурсов поддержания ликвидности и для маржинального кредитования своих клиентов. По оценкам СМИ, арбитраж на рынке РЕПО акций был одной из причин проблем, возникших в 2012 г. у крупного российского инвестиционного банка Ренессанс, что привело к смене его контрольного владельца¹. Низкая доля рыночных сделок порождает риски манипулирования с ценами акций, используемых для расчета фондовых индексов и иных базисных активов для срочного рынка. В целях предотвращения манипуляций ценами базовых активов при расчете цены экспирации фьючерсов 15 декабря 2014 г. Банк России был вынужден направить Московской бирже предписание о приостановлении торговой активности клиентов ряда участников торгов, замеченных в направленном воздействии на цены базисных при определении расчетной цены экспирации фьючерсных контрактов в 2013–2014 гг.²

Доля рыночных сделок с акциями на Московской бирже в январе 2015 г. достигла 21,8% по сравнению с 13,7% в 2013 г. Некоторый спад в объемах сделок РЕПО в 2014 – начале 2015 гг. объясняется снижением потребности участников рынка в заемных средствах, привлекаемых посредством рынка РЕПО, в период серьезного падения цен акций. Поддержку рыночным сделкам обеспечивала также программа поддержки ликвидности на рынке акций, предусматривающая материальные стимулы со стороны биржи маркет-мейкеров, в качестве которых мо-

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

² Кузнецов И., Царева Л., Гайдаев В. С поражением в торгах. Коммерсантъ, 16 декабря 2014 г.

гут выступать как брокеры, так и их клиенты. По экспертным оценкам в 2013 г. оборот маркет-мейкеров составляет 15–20% сделок с акциями в режиме T+2¹, на программу поддержки шла примерно четверть комиссии, изначально уплачиваемой брокерами бирже². В 2014 г. биржа предприняла ряд шагов по сокращению круга лиц, которые были вправе получать данное вознаграждение, и повысила требования к деятельности по поддержанию рынка. В результате, по оценкам биржи, маркет-мейкерский бюджет в 2014 г. был меньше, чем в предшествующем году³.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

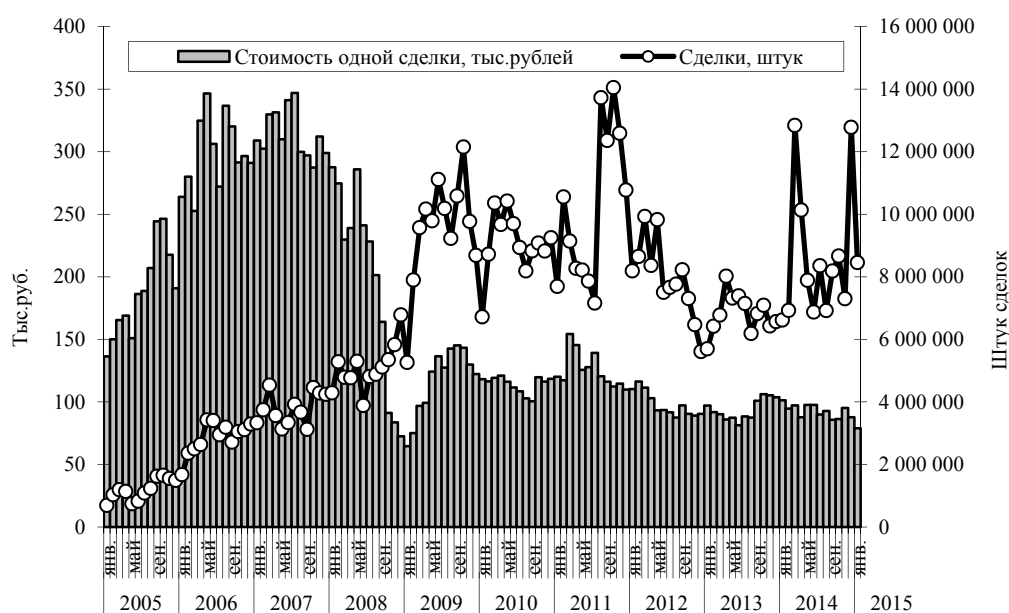
Рис. 16. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи, %

Как показано на рис. 17, в 2014 г. при стабильности средних размеров одной сделки по сравнению с предшествующим годом количество сделок имело явную тенденцию к увеличению. Особенно выросло количество рыночных сделок с акциями в марте и декабре 2014 г., то есть в месяцы максимального обострения геополитических рисков и острой фазы девальвации рубля. В марте и декабре 2014 г. падение индекса РТС составило соответственно 18,3% и 40,1%, что было максимальными значениями за месяц в течение 2014 г. В то же время стабильность показателя среднего размера сделки с акциями косвенным образом свидетельствует о том, что в 2014 г. на спот-рынке не наблюдалось роста активности высокочастотных трейдеров и их клиентов.

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

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

³ Орлова Ю. Биржа экономит. Ведомости, 23 июля 2014 г.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 17. Рыночные сделки с акциями на основном рынке Московской биржи

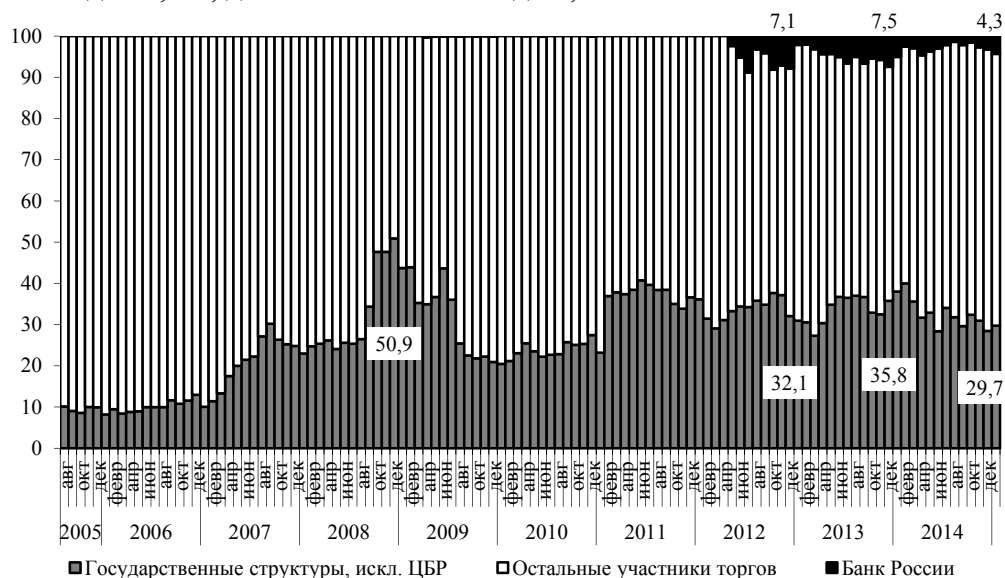
3.3.4. Конкуренция между участниками внутреннего рынка акций

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

На рис. 18 представлены результаты сделок с акциями на основном рынке Московской биржи Банка России, государственных банков и связанных с ними структур¹. В острую фазу кризиса, с сентября 2008 г. по июль 2009 г. на данном сегменте рынка наблюдался заметный рост активности государственных игроков. В декабре 2008 г. доля государственных структур в объемах биржевых сделок с акциями выросла до 50,9%. Во многом это было обусловлено тем, что ряд крупных участников (КИТ-Финанс, Связь-банк) из-за финансовых проблем перешли под контроль государственных банков, а также реализацией ВЭБом программы поддержки фондового рынка за счет 175 млрд руб., полученных им на возвратной основе из фонда национального благосостояния. В период восстановления рынка доля государственных банков и их дочерних структур в объеме биржевых торгов акциями снизилась, однако с февраля 2011 г. вновь стала расти, достигнув 36,1% в декабре 2011 г. Это объясняется приобретением Сбербанком России инвестиционной компании «Тройка Диалог» (Сбербанк КИБ). В 2012 г. доля государственных финансовых организаций не выросла, однако с мая 2012 г. на биржевой рынок акций вышел Банк России, на который в декабре 2012 г. пришлось 7,1% стои-

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

мости сделок. В декабре 2013 г. доля государственных финансовых организаций выросла до 35,8%, доля Банка России составила 7,5%. В январе 2015 г. на фоне распродажи ценных бумаг частными инвесторами доля государственных структур снизилась до 29,7%, доля Банка России – до 4,3%.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

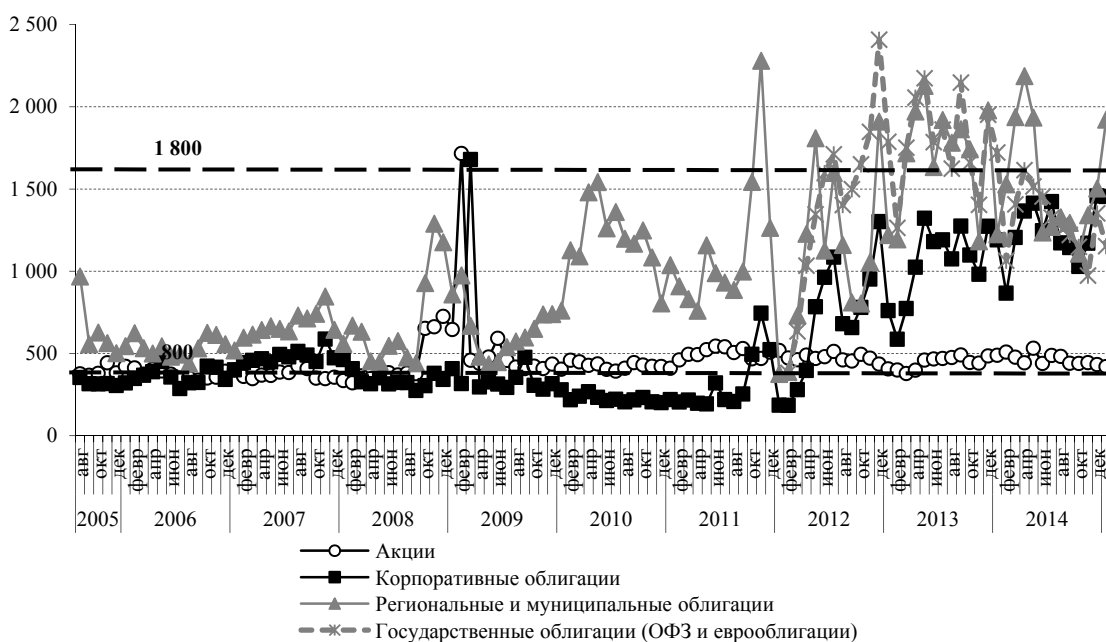
Рис. 18. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов акциями на Московской бирже с августа 2005 г. по январь 2015 г., %

На рис. 19 приводятся сведения о динамике индекса Херфиндаля – Хиршмана (ННІ) по сегментам рынка Московской биржи с января 2005 г. по январь 2015 г. По оценкам ФАС, рынок является низко концентрированным при значении ННІ менее 800, умеренно концентрированным при $800 < \text{ННІ} < 1800$, и высококонцентрированным, если ННІ превышает 1800^2 . В 2014 г. ННІ по сделкам на основном рынке акций Московской биржи стабильно находился на уровне около 500, то есть данный сегмент рынка был низко концентрированным. В то же время показатели ННІ по сделкам с разными категориями облигаций оставались в зоне умеренно концентрированного рынка. Лишь иногда ННІ по региональным облигациям перемещался в зону высококонцентрированного рынка. На относительно долгосрочном 10-летнем горизонте просматривается тенденция заметного ухудшения характеристик ННІ по ряду финансовых инструментов. В 2010 г. область низко концентрированного рынка покинули региональные облигации, в 2012 г. то же самое произошло с корпоративными облигациями. Это означает, что число участ-

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

² См. п. 2.6.4. Методических рекомендаций по порядку проведения анализа и оценки состояния конкурентной среды на рынке финансовых услуг, утвержденных Приказом МАП России от 31.03.2003 № 86.

ников рынка сокращается, и все большая часть объемов торгов концентрируется на крупных участниках.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 19. Индекс Херфиндаля-Хиршмана: по объему вторичных биржевых торгов на основном рынке Московской биржи (все режимы)

Сокращение объемов биржевой активности частных инвесторов и повышение роли государственных структур на финансовом рынке, пользующихся преимуществами при привлечении финансовых ресурсов от монетарных властей, ставит вопрос о сохранении бизнеса многих частных компаний – брокеров и управляющих компаний. В этой связи важное позитивное значение для развития отрасли имеет инициатива Банка России по снижению требований по собственному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг. В соответствии с указанием Банка России от 21.07.2014 № 3329-У «О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов» вступившим в силу с 1 сентября 2014 г., были снижены требования по минимальному размеру капитала дилеров и брокеров, не использующих средства клиентов, с 35 до 3 млн руб., для депозитариев – с 60 млн руб. до 15 млн руб. Требования к минимальному капиталу брокеров, использующих активы клиентов, снижены с 35 млн руб. до 15 млн руб., а управляющих ценными бумагами с 35 млн руб. до 5 млн руб. при условии, что они являются членами СРО, которая утвердила и согласовала с Банком России стандарты деятельности. Для прайм-брокеров и управляющих ценными бумагами, не являющихся членами СРО, минимальные требования к собственному капиталу оставлены соответственно на уровне 35 и 60 млн руб. 18 февраля 2015 г. совет директоров Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) утвердил окончательную редакцию базовых стандартов профессиональной деятельности на рынке

ценных бумаг и направил их на согласование в Банк России. Это свидетельствует о стремлении действующих СРО как можно быстрее перейти на новые условия работы в соответствии с требованиями Банка России.

Однако простого устранения избыточного административного давления на бизнес небанковских финансовых организаций оказывается недостаточно. Уже в течение шести лет подряд, начиная с 2009 г., число профессиональных участников рынка ценных бумаг продолжает сокращаться (табл. 9). По состоянию на 27 февраля 2015 г. количество брокеров сократилось по сравнению с 2013 г. с 885 до 787, или на 11,1%, дилеров – с 888 до 798, или на 10,1%.

Таблица 9

Число профессиональных участников фондового рынка

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Число организаций, имеющих лицензию на право осуществления:								
1. Брокерской деятельности	1445	1475	1335	1213	1090	983	885	787*
изменение в % к предыдущему периоду	0,8	2,1	-9,5	-9,1	-10,1	-9,8	-10,0	-11,1
2. Дилерской деятельности	1422	1470	1337	1198	1088	994	888	798*
Изменение в % к предыдущему периоду	2,0	3,4	-9,0	-10,4	-9,2	-8,6	-10,7	-10,1

* по состоянию на 27.02.2015 г.

Источник: по данным ФСФР России и Банка России.

3.4. Рынок рублевых облигаций

3.4.1. Рынок государственных ценных бумаг

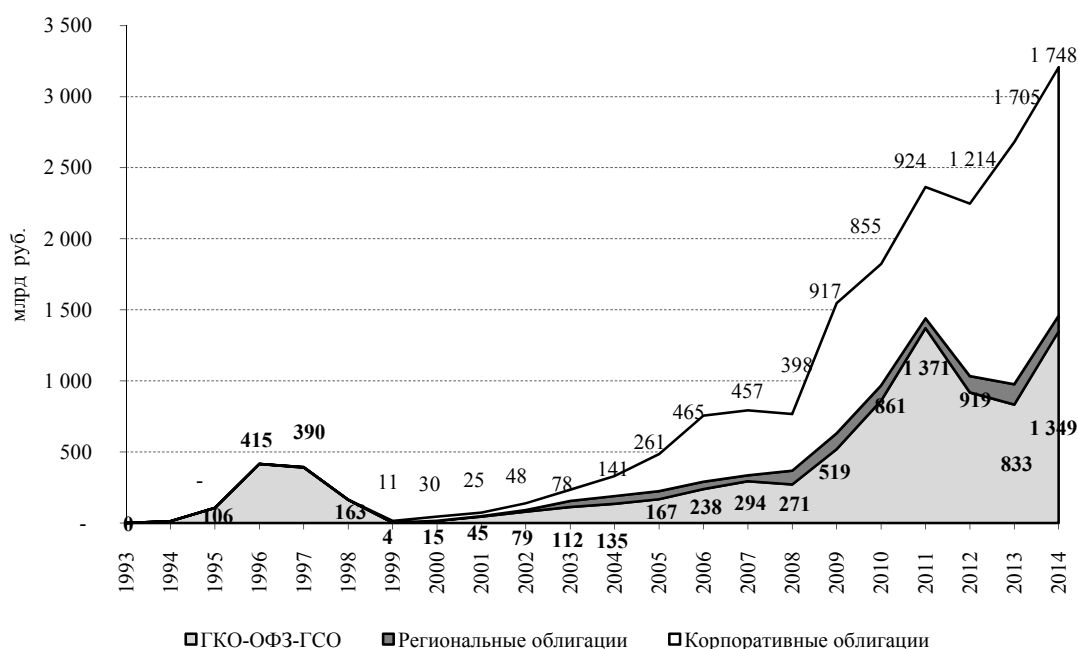
В 2014 г. рынок федеральных ценных бумаг переживал сложные времена. Введение международных санкций ограничило возможности для новых внешних заимствований, а повышение волатильности на внутреннем финансовом рынке сократило спрос на рублевые ОФЗ и привело к росту ставок заимствования. В условиях замораживания накопительной части пенсий в 2014–2015 гг. на внутренний рынок госдолга перестали поступать новые средства в виде пенсионных накоплений. Проведенная в феврале 2013 г. либерализация доступа на рынок ОФЗ нерезидентов за счет открытия счетов Евроклир и Клирстрим в НРД в условиях введения ограничений для европейских и американских инвесторов на приобретение государственных ценных бумаг Российской Федерации не только не помогла привлечь средства нерезидентов, но, скорее, существенно повысила риски внезапного оттока средств нерезидентов из ОФЗ.

В 2014 г. объем размещений ОФЗ-ГСО вырос с 833 млрд руб. в 2013 г. до 1349 млрд руб. (рис. 20), или на 61,9%. Однако рыночные размещения ОФЗ составили всего 157,9 млрд руб. по сравнению с 398,5 млрд руб., предусмотренными в Основных направлениях государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.¹ Основную часть эмиссии ОФЗ составили вне рыночные выпуски, использованные в качестве средства докапитализации крупных банков

¹ Опубликовано на: http://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/policy/

через Агентство по страхованию вкладов (АСВ)¹. Пытаясь повысить привлекательность государственных ценных бумаг в глазах инвесторов, в 2014 г. Минфин пошел на выпуск ОФЗ с переменным доходом, позволяющих проводить размещения госбумаг на волатильном рынке с повышенной доходностью при последующем ее понижении в среднесрочной перспективе.

По мнению Банка России, открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в начале 2013 г. привело к значительному притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок государственного долга. Иностранная инвестиционная база является достаточно диверсифицированной и включает участников, придерживающихся самых различных инвестиционных стратегий². В 2013 г. доля нерезидентов в структуре владельцев ОФЗ достигла 24,9%. Столь быстрый рост доли нерезидентов на рынке ОФЗ был неожиданным даже для Минфина России. Согласно Основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг. (с. 25) ожидалось, что с указанный показатель повысится лишь до 10% в среднесрочной перспективе, а до 25% – в долгосрочной перспективе.



Источник: по данным Московской биржи и sBonds.

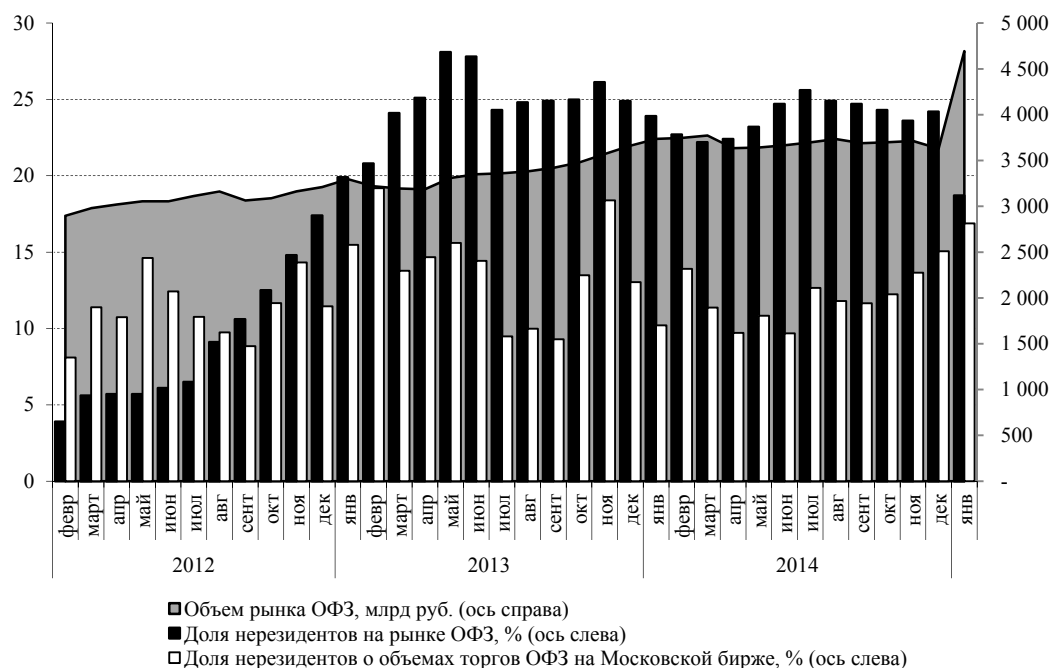
Рис. 20. Объемы размещения рублевых облигаций в 1993–2014 гг.

В условиях санкций и ожидаемого снижения суверенного рейтинга Российской Федерации со стороны трех ведущих международных рейтинговых агентств до уровня ниже инвестиционного в конце 2014 г. существенно выросли риски оттока средств нерезидентов из ОФЗ. 26 января 2015 г. рейтинговое агентство S&P сни-

¹ Биянова Н., Воронова Т. Кто получит триллион. Ведомости, 15 января 2015 г.

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

зило суверенный рейтинг Российской Федерации до уровня ниже инвестиционно-го – «BB+/negative», два других международных агентства Moody’s и Fitch в январе сохраняли рейтинги на инвестиционном уровне, однако, с негативным прогнозом их понижения. Данные события не повлекли за собой массовых распродаж ОФЗ. Несмотря на то что доля нерезидентов в структуре владельцев ОФЗ сократилась с 24,2% в декабре 2014 г. до 18,7% в январе 2015 г., это стало следствием скорее увеличения объемов ОФЗ за счет учета внебиржевых выпусков, чем распродаж государственных бумаг иностранными инвесторами.

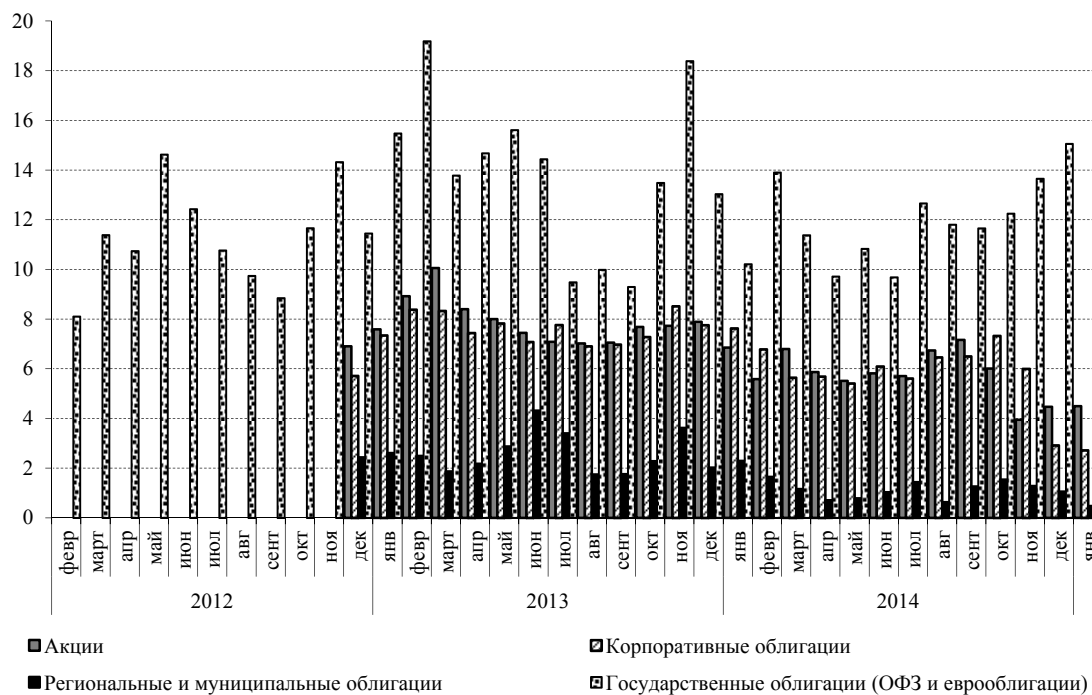


Источник: Банк России и расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 21. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ с февраля 2012 г. до января 2015 г.

В 2014 г. показатель доли тех же 12 банков-нерезидентов в объеме вторичного рынка государственных облигаций, заметно превышал аналогичный показатель по тем же финансовым организациям, рассчитанный для вторичного рынка акций, корпоративных и региональных облигаций на Московской бирже (рис. 22). Это свидетельствует о том, что для многих нерезидентов пока остается более интересным биржевой сегмент торговли государственными облигациями. В то же время по корпоративным, региональным облигациям и акциям наблюдалась противоположная тенденция. Доля нерезидентов в сделках на вторичном рынке корпоративных облигаций уменьшилась с 7,8% в 2013 г. до 2,7% в январе 2015 г., по региональным облигациям – соответственно с 2,0% до 0,5%, акциям – с 7,9% до 4,5%. Это свидетельствует о снижении в 2014 г. интереса нерезидентов к сделкам с негосударственными ценными бумагами российских эмитентов, несмотря на существенные упрощения в технологии совершения указанных сделок для иностранных инвесторов, произведенной инфраструктурными организациями в рамках междепозитарного взаимодействия с Евроклиром и Клирстримом, а также изме-

нений законодательства Российской Федерации в части возможности участия нерезидентов в корпоративных событиях российских эмитентов. По нашему мнению, более стабильный внутренний рынок должен предполагать более существенную опору на средства внутренних инвесторов на фондовом рынке.



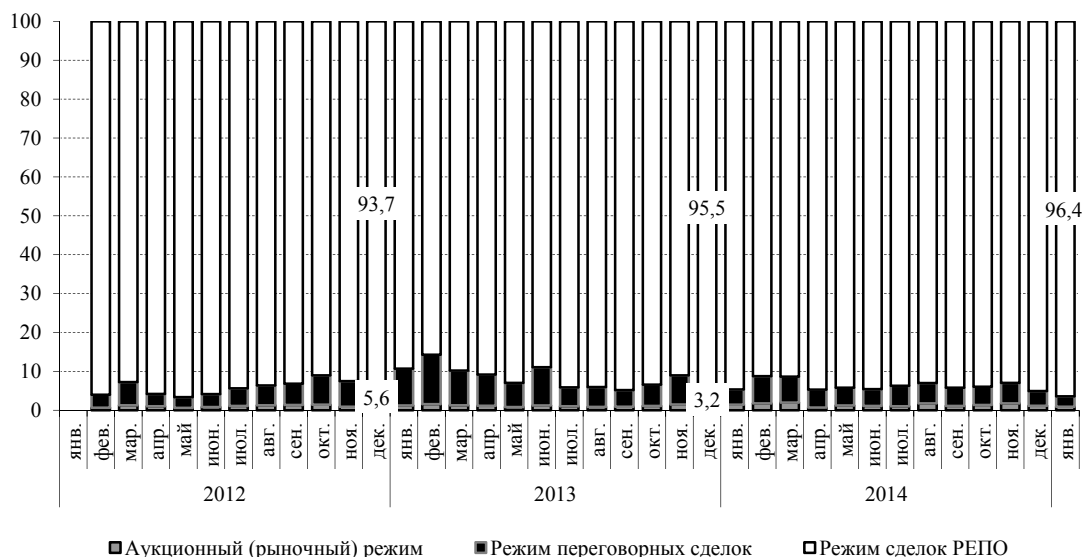
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 22. Доля нерезидентов в объемах торгов ценными бумагами на Московской бирже с февраля 2012 г. по январь 2015 г., %

В 2012–2014 гг. благодаря статистике Московской биржи стали публично доступными данные о разных режимах сделок на рынке государственных облигаций. До этого в обзорах финансового рынка Банк России раскрывал лишь информацию об объемах рыночных (аукционных) сделок и операциях в режиме переговорных сделок по ОФЗ. Из данных рис. 23 видно, что доля сделок РЕПО на рынке государственных облигаций в январе 2015 г. составляла 96,4%. На рыночные сделки приходилось всего 0,9% торгового оборота. В такой ситуации не вполне ясно, какую функцию выполняют собственно рыночные сделки, насколько их информация позволяет получить объективную рыночную информацию о параметрах рынка ОФЗ и еврооблигаций.

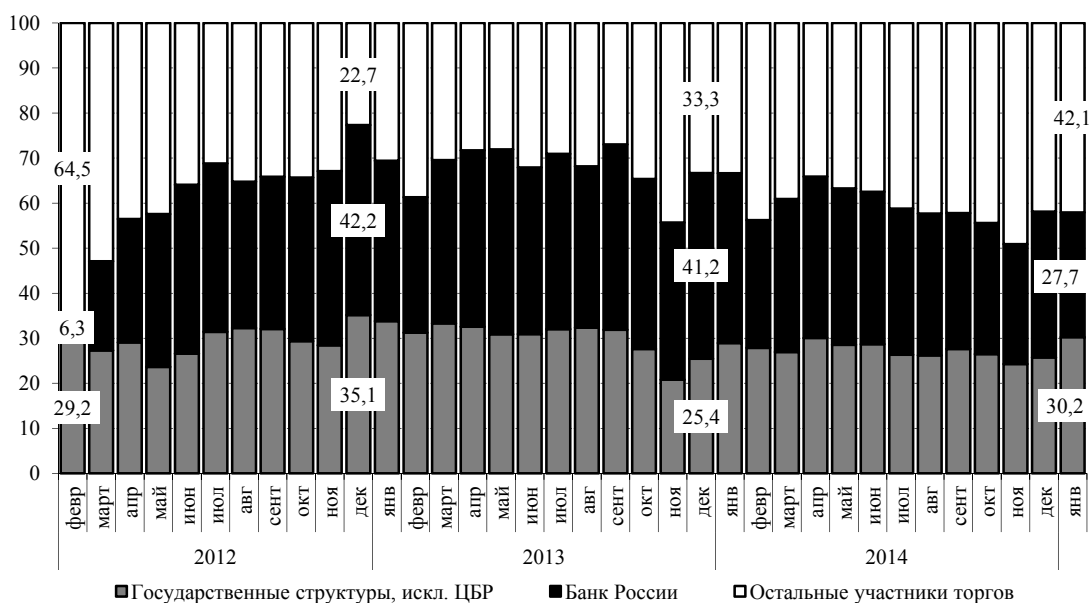
На рис. 24 приводятся данные о доле государственных структур и Банка России на биржевом рынке федеральных облигаций, которые Московская бирже стала раскрывать с февраля 2012 г. Здесь в январе 2015 г. на долю государственных структур и Банка России приходилось соответственно 27,7% и 30,2% сделок на бирже с госбумагами с учетом всех режимов торгов. Доля частных финансовых структур выросла с 33,3% в декабре 2013 г. до 42,1% в январе 2015 г. Это объясняется тем, что в условиях высокой волатильности рынка в 2014 г. Банк России более равномерно распределял рефинансирование в виде сделок РЕПО среди раз-

ных категорий банков. В то же время крупнейшие государственные банки несколько снизили активность на данном сегменте рынка из-за возможности использования альтернативных каналов рефинансирования в Банке России в виде кредитования под залог нерыночных активов и рекапитализации за счет взносов ОФЗ в собственный капитал.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

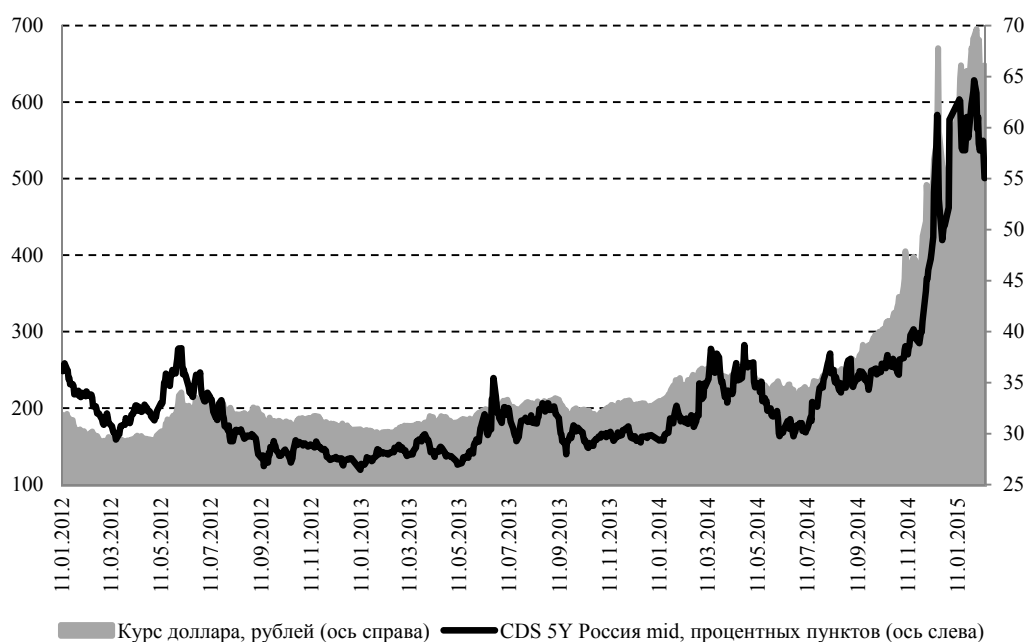
Рис. 23. Структура сделок с федеральными облигациями на Московской бирже с февраля 2012 г. по январь 2015 г., %



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 24. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов облигациями федерального займа и еврооблигациями РФ на Московской бирже, %

О резком ухудшении в 2014 г. условий заимствования средств государством свидетельствует график на *рис. 25*, на котором динамика курса рубля сопоставлена с ростом стоимости дефолтного свопа (CDS)¹ на суверенные облигации РФ со сроком обращения 5 лет. Сами по себе геополитические риски в связи событиями на Украине в первой половине 2014 г. не существенно повлияли на условия рынка суверенных долгов. С 31.12.2013 г. по 11.07.2014 г. курс доллара вырос с 32,73 руб. до 33,84 руб., или на 3,4%; стоимость CDS повысилась со 164,6 базисных пункта до 173,3 б.п., или на 5,3%. Однако после введения санкций, ограничивших возможности рефинансирования валютных долгов российских эмитентов и соответственно усиливших отток капитала из России, а начала снижения нефтяных цен в июле 2014 г., переросшего в их обвал в четвертом квартале, курс рубля резко пошел вниз, а вслед за ним начала расти стоимость CDS по долгам Российской Федерации. С 11.07.2014 г. по 31.01.2015 г. курс доллара вырос с 33,84 руб. до 68,73 руб., или в 2,0 раза, а стоимость CDS Russia 5Y подскочила со 173,3 б.п. до 613,4 б.п., или в 3,5 раза. В феврале 2015 г. монетарным властям несколько удалось стабилизировать рубль, что отразилось на некотором снижении стоимости CDS.



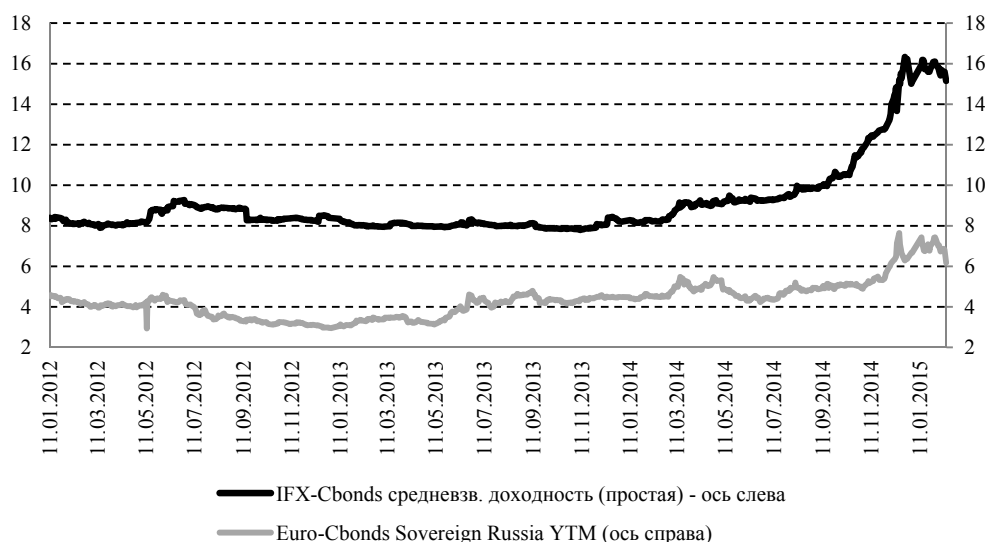
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным CBonds.

Рис. 25. Стоимость CDS Russia 5Y и курс доллара в 2012 – февр. 2015 гг.

Ослабление национальной валюты и рост кредитных рисков российских эмитентов в глазах иностранных инвесторов привели к росту стоимости заимствования на долговом рынке (*рис. 26*). Доходность 5-летних суверенных еврооблигаций РФ выросла с 4,48% годовых по состоянию на 31.12.2013 г. до 7,34% на

¹ Дефолтный своп представляет собой премию по страховке на случай дефолта соответствующего эмитента. CDS является показателем кредитного риска эмитента.

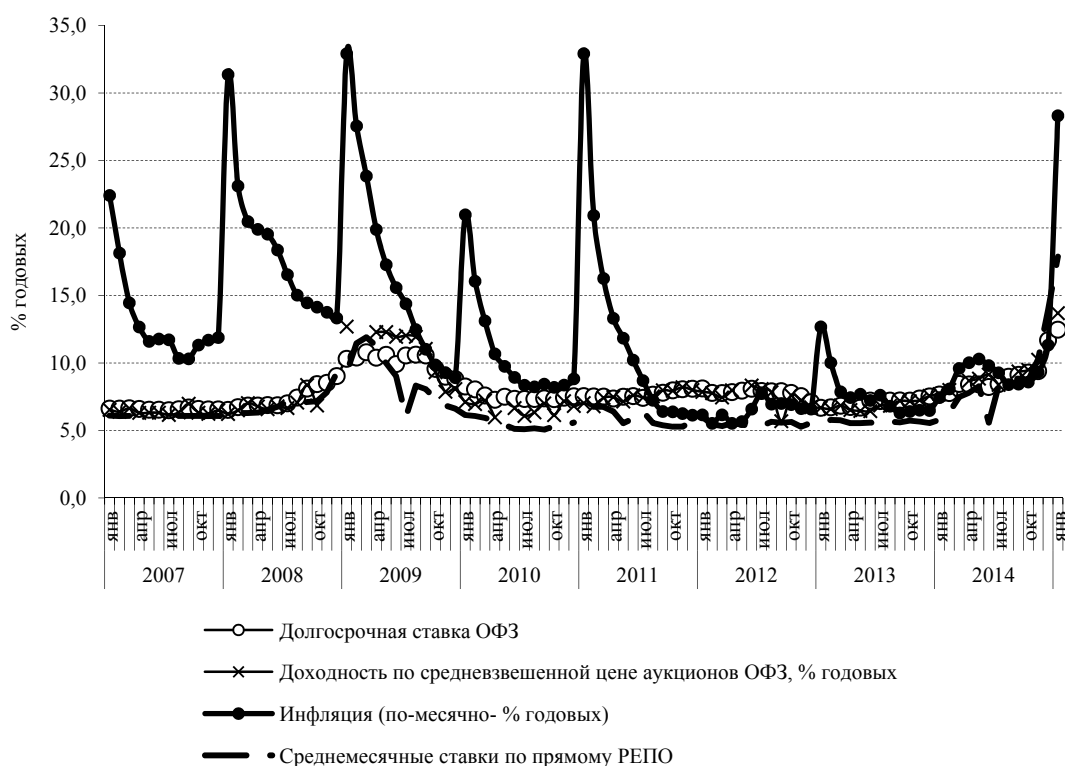
31.01.2015 г., или в 1,6 раза; доходность наиболее ликвидных рублевых корпоративных облигаций, отражаемой в виде индекса IFX-bonds, рассчитываемого агентствами Интерфакс и CBonds, за данный период выросла с 8,24% до 15,92% годовых, или в 1,9 раза. При этом размер рублевой доходности на внутреннем рынке долга во многом предопределялся ключевой ставкой Банка России, которая с 15 декабря 2014 г. по 2 февраля 2015 г. составляла 17,0% годовых, а со 2 февраля по настоящее время равна 15,0% годовых.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным CBonds.

Рис. 26. Средняя (простая) доходность еврооблигаций РФ и рублевых корпоративных облигаций российских компаний с 2012 г. по январь 2015 г., % годовых

Согласно Основным направлениям государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг. (с. 25) ожидалось, что повышение доли иностранных инвесторов в ОФЗ, неизбежно приведет снижению их доходности на один процентный пункт. Именно так произошло в 2012 г., на который пришелся основной прирост доли нерезидентов на рынке ОФЗ. Уровень инфляции в 2012 г. вырос, составив 6,6% по сравнению с 6,1% в 2011 г., а среднемесячная долгосрочная ставка ОФЗ в декабре 2012 г. понизилась до 7,10% годовых вместо 8,10% годом ранее (рис. 28). В 2013 г. наблюдалась иная тенденция. Несмотря на продолжавшийся, но замедлившийся, рост доли нерезидентов на рынке ОФЗ, уменьшение инфляции до уровня 6,5%, долгосрочная ставка по ОФЗ выросла с 7,10% годовых в декабре 2012 г. до 7,53% годовых в декабре 2013 г. В 2014 г. при годовой инфляции 11,4% долгосрочная ставка по ОФЗ выросла с 7,53% годовых в декабре 2013 г. до 12,48% годовых в январе 2015 г. Успешность реализации государственной долговой политики в 2015 г. по привлечению средств в бюджет посредством выпуска ОФЗ во многом будет зависеть от того, удастся ли монетарным властям погасить небывалый за последние годы всплеск инфляции в январе–феврале 2015 г. и выйти на запланированные по итогам года Минэкономразвития России 12,4% инфляции.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Банка России, Минфина России и Росстата.

Рис. 27. Среднемесячные ставки рынка ОФЗ и инфляция, % годовых

3.4.2. Рынок корпоративных облигаций

С начала 2000-х гг. рублевые корпоративные облигации были одним из наиболее динамично развивающихся сегментов российского фондового рынка. С 2000 г. по 2014 г. стоимость данных облигаций, находящихся в обращении, выросла с 46 млрд руб. до 6 623 млрд руб., то есть относительно ВВП с 0,6% до 9,3%.

Объемы рынка корпоративных облигаций в значительной мере зависят от уровня ликвидности банковской системы, которая в свою очередь в разные периоды времени формировалась за счет различных факторов. В связи с этим в развитии рынка корпоративных облигаций можно выделить примерно несколько этапов: умеренной ликвидности (январь 2001 г. – июль 2004 г.); *carry trading* (август 2004 г. – март 2009 г.); восстановление после кризиса (апрель 2009 г. – декабрь 2012 г.); государственная экспансия (с 2013 г. по настоящее время)¹. В период умеренной инфляции российский финансовый рынок только начинал оправляться от шоков кризиса 1997–1998 гг.; суверенные рейтинги России были ниже инвестиционного уровня; ликвидность на рынке облигаций поступала с формально

¹ С точки зрения хронологии большее значение уделяется не тому моменту времени, когда начала применяться та или иная новая модель финансирования, а когда начало сказываться ее влияние на рынок облигаций).

замороженных средств нерезидентов на счетах типа С¹ и за счет внутренних корпоративных инвесторов. Период «carry trading» наступил одновременно с присвоением России инвестиционного суверенного рейтинга агентствами Moody's, Fitch и S&P в течение 2004–2005 гг. Это позволило российским банкам и зарубежным фондам активно занимать на глобальных рынках относительно краткосрочные средства в валюте под низкий процент, вкладывая данные средства в рублевые активы, прежде всего, облигации, с высокой рублевой доходностью. В последующем стратегия carry trading стала одной из причин банковского кризиса, острая фаза которого случилась в конце 2008 – начале 2009 гг.² В период восстановления из кризиса 2008–2009 гг. до конца 2012 г. банковская система жила в условиях ограниченного доступа к «дешевым деньгам» на глобальных рынках и умеренном уровне ее рефинансирования со стороны Банка России. Во время «государственной экспансии» резко выросли масштабы рефинансирования Банком России банковской системы, что придало новый импульс росту внутреннего рынка корпоративных облигаций. Однако в условиях спровоцированной преимущественно внешними факторами девальвации рубля в конце 2014 г. – январе 2015 г., регуляторного роста в 2014 г. ключевой ставки, составляющей в итоге 15% годовых, рынок корпоративных облигаций испытал серьезное торможение, выразившееся в резком сокращении объемов рыночных эмиссий.

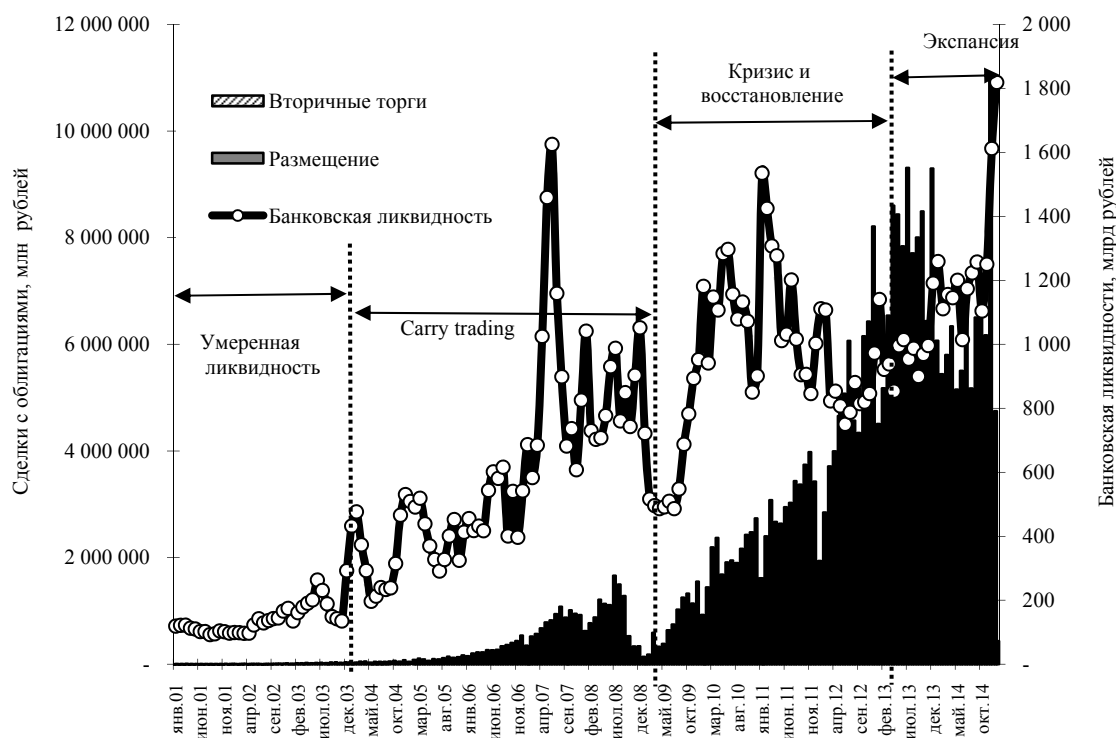
В 2014 г. общий объем размещений рублевых корпоративных облигаций составил 1747,6 млрд руб. по сравнению с 1705,2 млрд руб. в 2013 г., то есть рост стоимости указанных сделок был равен всего 2,5%. Однако 625 млрд руб. из указанного объема приходится на внерыночные размещения выпусков облигаций ОАО «Роснефть», размещенных 11 декабря 2014 г., приобретенных группой крупных банков предположительно за счет их рефинансирования Банком России. Без учета данных выпусков объем рыночных размещений корпоративных облигаций в 2014 г. составил бы лишь 1122,6 млрд руб., то есть был бы на 34,2% ниже по сравнению с аналогичными сделками 2013 г. Объем операций на вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций в 2014 г. вырос до 6623,0 млрд руб. по сравнению с 5189,3 млрд руб. в 2013 г., или на 27,6%. Данный рост был обеспечен, прежде всего, за счет сделок типа РЕПО, используемых банками для получения рефинансирования от Банка России.

Таким образом, в среднесрочной перспективе восстановление первичного рынка рыночных заимствований может произойти только в результате стабилизации ситуации на валютном рынке и, конечно, заметного прогресса в снижении инфляции. Это позволит Банку России постепенно снижать ключевую ставку, делая доступными корпоративные облигации для их выпуска компаниями реального сек-

¹ На данных счетах хранились денежные средства нерезидентов, полученные ими в процессе новации ГКО-ОФЗ, которые ограничивались к выводу за пределы РФ в течение определенного периода времени. В виде исключения из правил их можно было использовать для приобретения корпоративных облигаций отдельных эмитентов.

² Данная стратегия вела к диспропорциям стоимости рублевых активов и валютных обязательств банков. При снижении нефтяных цен и девальвации рубля активы банков обесценивались, а обязательства, выраженные в валюте, сохранялись. Это неизбежно ведет к так называемому кризису ликвидности банковской системы, избежать которого в 2008–2009 г. удалось лишь благодаря активному вмешательству в эту ситуацию Банка России как кредитора последней инстанции.

тора экономики. Однако в более долгосрочной перспективе перед участниками рынка долговых корпоративных обязательств стоит задача уменьшения его зависимости от масштабов рефинансирования банковской системы со стороны Банка России в пользу переориентации на средства иностранных инвесторов и внутренних участников рынка. Последнее предполагает повышение привлекательности корпоративных облигаций для внутренних институциональных и розничных инвесторов, в том числе, владельцев индивидуальных инвестиционных счетов.



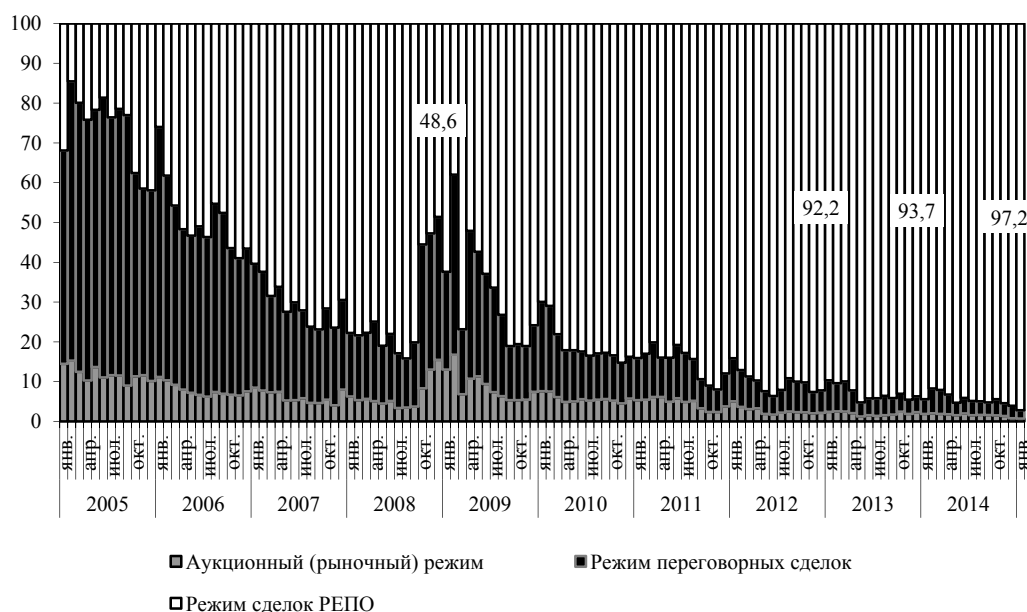
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Банка России и Московской биржи.

Рис. 28. Операции с корпоративными облигациями и банковская ликвидность в январе 2001 г. по январь 2015 гг.

В условиях нестабильного для российских эмитентов внешнего рынка для рынка рублевых облигаций все более актуальной становится проблема привлечения средств внутренних инвесторов. Пока в источниках денег на данном рынке преобладают банки, но их доля продолжает сокращаться. Доля банков в структуре владельцев корпоративных облигаций снизилась с 30,9% в 2012 г. до 21,2% в 2013 г. Доля пенсионных накоплений в управляющих компаниях, включая ВЭБ, в стоимости корпоративных облигаций выросла с 7,6% в 2012 г. до 11,7% в 2013 г. В структуре владельцев корпоративных облигаций в 2013 г. доля паевых инвестиционных фондов составляла 1,2%, пенсионных накоплений и резервов в НПФ — соответственно 7,7% и 3,8%, страховых резервов — лишь 0,8%. Таким образом, на банки и внутренних институциональных инвесторов приходилось лишь 46,4% источников рублевых корпоративных облигаций.

С февраля 2014 г. нерезиденты получили доступ к рублевым корпоративным облигациям с помощью счетов Евроклира и Клирстрима в НРД. В настоящее время доля операций банков, обслуживающих нерезидентов, на вторичных торгах корпоративными облигациями на Московской бирже не превышает 3%. В условиях ожиданий девальвации рубля открытие технологического шлюза для операций нерезидентов с внутренними корпоративными облигациями в 2014 г. не привело к повышению их доли на данном сегменте фондового рынка, наоборот, их доля существенно уменьшилась. К сожалению, принятые в 2014 г. поправки в федеральный закон о рынке ценных бумаг, призванные упростить допуск корпоративных еврооблигаций на внутренний рынок, в частности, отменившие обязательность перевода на русский язык проспектов эмиссии еврооблигаций и замену его на простое описание условий выпуска, способствовали серьезному росту неопределенностей в сегменты рынка корпоративных облигаций Московской биржи. Этому же способствовало отсутствие на бирже надлежащего механизма раскрытия проспектов эмиссии традиционных корпоративных облигаций. В результате при введении санкций и снижении рейтингов многих корпоративных эмитентов до уровней ниже рыночного, внутренние частные инвесторы не имели достаточных возможностей для оценки рисков ковенант, встроенных в условия выпуска корпоративных облигаций при наступлении неблагоприятных условий с точки зрения рейтингов и иных обстоятельств деятельности российских эмитентов.

То, что рынок корпоративных облигаций все больше превращается в инструмент денежного рынка в противовес долгосрочной природе самих корпоративных облигаций, показывает структура сделок с корпоративными облигациями на Московской бирже (рис. 28). В январе 2015 г. доля сделок РЕПО в стоимости биржевых сделок с корпоративными облигациями достигла абсолютного рекорда – 97,2%, превысив показатели 2013 и 2014 гг. В это же время только 0,7% сделок с корпоративными облигациями являлись действительно рыночными. Столь резкое снижение удельного веса рыночных сделок существенно повышает риски объективности ценообразования корпоративных облигаций при совершении сделок на бирже. Наши исследования факторов, влияющих на спреды доходности рублевых корпоративных облигаций, проведенные в 2013 г. для Национальной фондовой ассоциации показывают, что такие фундаментальные факторы как кредитоспособность эмитента, финансовые показатели его деятельности и ликвидность выпуска облигаций, не имеют существенного влияния на размеры спредов по корпоративным облигациям. Фактическое отсутствие рыночных сделок с корпоративными облигациями ставит под сомнение обоснованность понижающих коэффициентов, используемых Банком России при определении залоговой стоимости данных ценных бумаг при рефинансировании банков в форме сделок РЕПО. При таком соотношении рыночных сделок и сделок РЕПО по корпоративным облигациям рефинансирование банков со стороны Банка России по сути превращается в инструмент стимулирования наращивания неликвидных активов банков при относительно краткосрочной базе их фондирования за счет депозитов и привлеченных средств. Это создает риски ликвидности банковской системы в случаях, когда, например, из-за проблем с валютным курсом или инфляцией Центральный банк будет вынужден существенно сократить объемы рефинансирования.

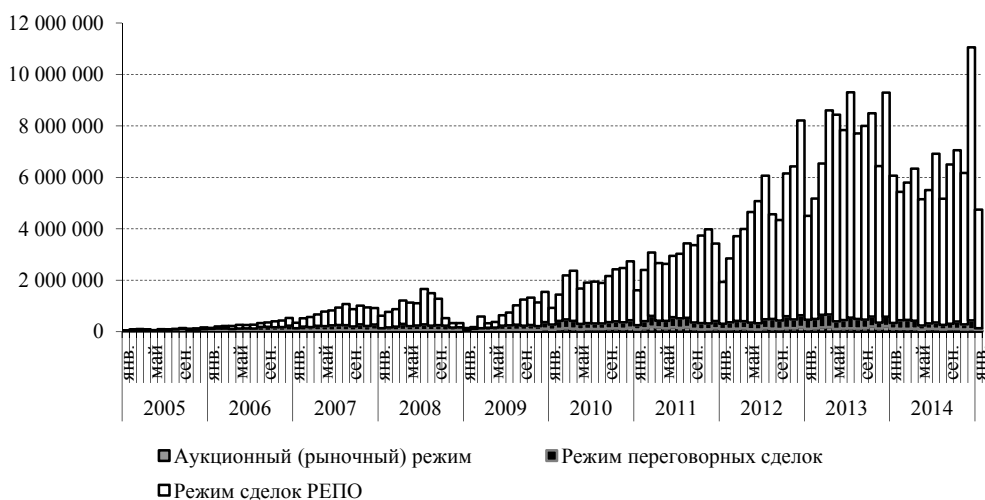


Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

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

Рост доли сделок РЕПО с корпоративными облигациями в 2014 г. происходил на фоне общего сокращения объема вторичного рынка корпоративных облигаций на бирже. Объем данных сделок в 2014 г. уменьшился до 77,1 трлн руб. в 2014 г. по сравнению с 90,3 трлн руб. в 2013 г., или на 14,6%. Основной объем данного уменьшения пришелся на сделки РЕПО. Их общая стоимость в 2014 г. уменьшилась до 72,9 трлн руб. по сравнению с 84,1 трлн руб. в 2013 г., или на 13,3% (рис. 30). Аномально большой объем сделок РЕПО на бирже в декабре 2014 г. был связан с цепочкой непрозрачных сделок по размещению на бирже облигаций ОАО «Роснефти». Крупные банки, которые приобрели нерыночные выпуски облигаций государственной нефтяной компании на сумму 625 млрд руб., начиная с того же дня, когда облигации были размещены через торговую систему биржи, получили соответствующую сумму рефинансирования от Банка России. Однако в целом можно констатировать, что сокращение объемов рыночных размещений корпоративных облигаций в 2014 г. вызвало уменьшение объемов рефинансирования банковской системы под залог корпоративных облигаций. В этих условиях Банк России был вынужден расширять круг ценных бумаг, под которые выдавались кредиты по сделкам РЕПО, а также более активно использовать механизм кредитования банков под залог нерыночных активов¹.

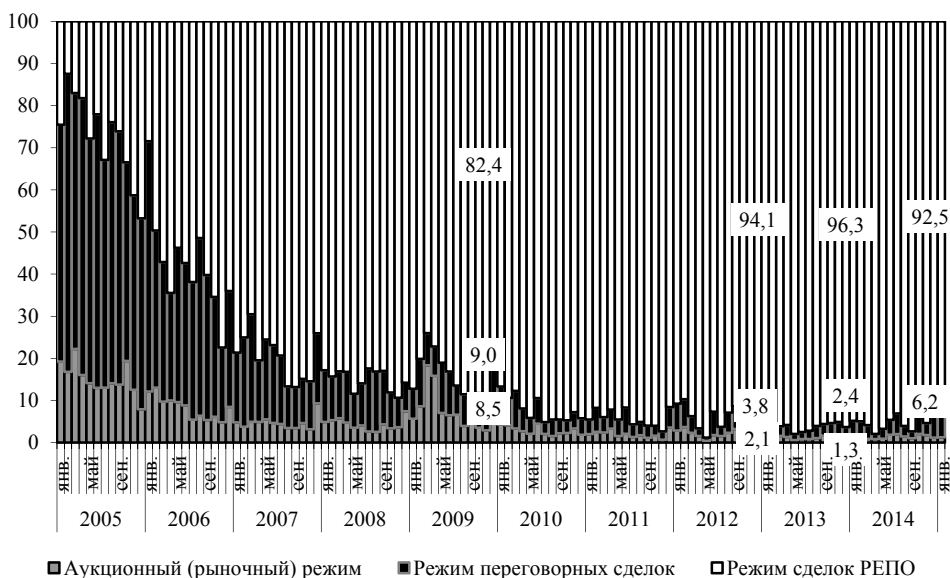
¹ Заметим, что применительно к сделкам РЕПО и кредитованию под залог нерыночных активов сам термин «залог» носит условный характер, поскольку при данных сделках Банк России не получает преимуществ в исполнении кредитных обязательств в случае банкротства банка-заемщика.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

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

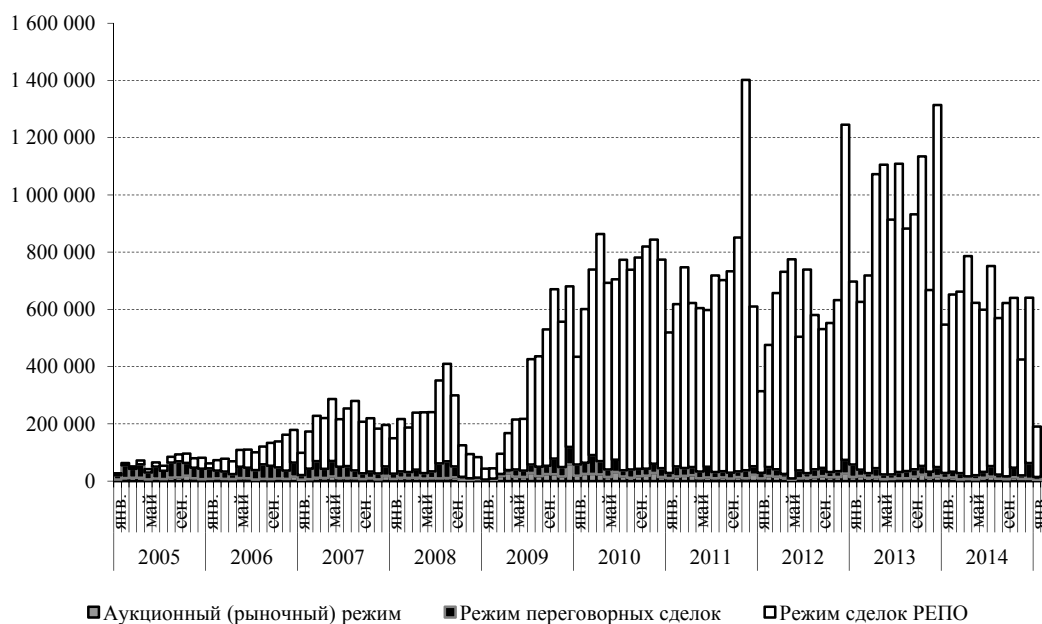
Аналогичные проблемы, связанные с сокращением доли рыночных сделок, испытывает биржевой рынок региональных облигаций (рис. 31). В январе 2015 г. доля рыночных сделок здесь составила всего 1,3%, в то время как доля сделок РЕПО достигла 92,5% и нерыночных сделок, совершаемых в режиме переговорной торговли 6,2%. При таком сочетании рыночных и нерыночных сделок также встает вопрос об обоснованности рыночной оценки стоимости региональных облигаций при использовании их в качестве залога при выдаче кредитов Банком России в виде сделок РЕПО.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

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

Рост доли сделок РЕПО с региональными облигациями в 2014 г. происходил на фоне общего сокращения объема их вторичного рынка на бирже. Объем данных сделок в 2014 г. уменьшился до 7,5 трлн руб. в 2014 г. по сравнению с 11,2 трлн руб. в 2013 г., или на 33,0%. Основной объем данного уменьшения пришелся на сделки РЕПО. Их общая стоимость в 2014 г. уменьшилась до 7,1 трлн руб. по сравнению с 10,7 трлн руб. в 2013 г., или на 33,6% (рис. 32).



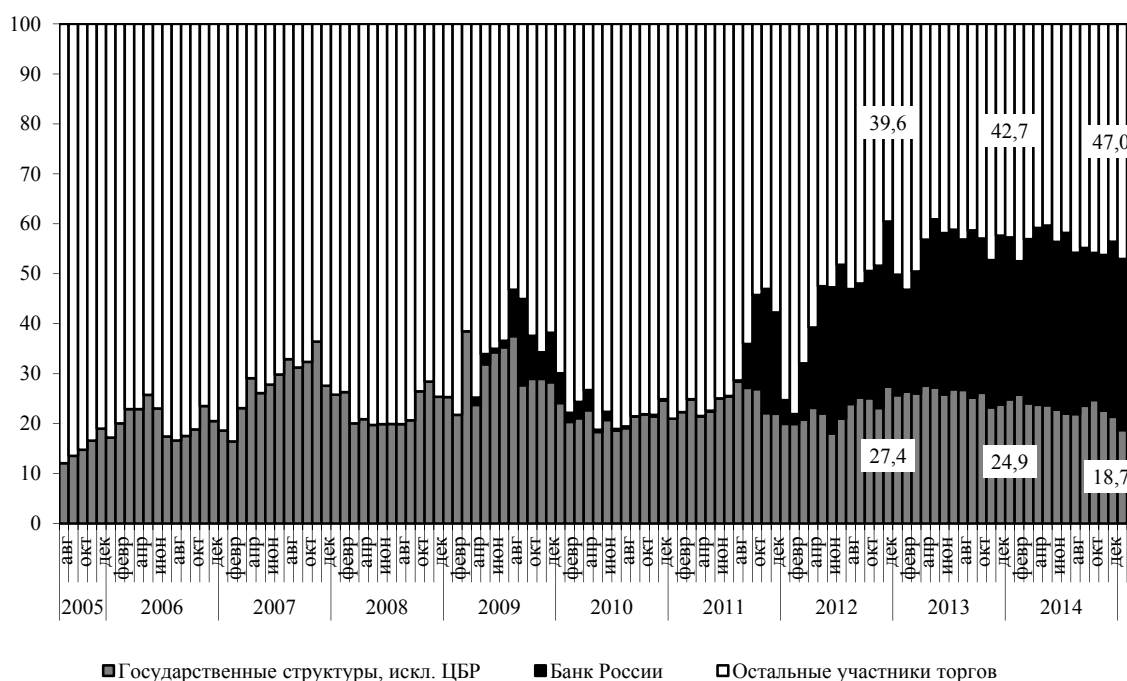
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 32. Стоимость сделок с региональными облигациями на Московской бирже, млн руб.

3.4.3. Конкуренция на рынке корпоративных и региональных облигаций

На рис. 33 анализируются доли разных групп участников торгов (частных и государственных финансовых организаций¹, Банка России) в объемах биржевых торгов корпоративными облигациями на Московской бирже во всех режимах, включая рыночные, переговорные сделки и сделки РЕПО. В январе 2015 г. доля государственных структур и Банка России в объемах сделок с корпоративными облигациями на бирже составила соответственно 18,7% и 34,2% по сравнению с 24,9% и 32,4% в декабре 2013 г. Масштаб участия Банка в сделках на рынке корпоративных облигаций существенно превышал объемы его активности во время кризиса 2008–2009 гг. Некоторое снижение доли государственных структур по сравнению с 2013 г. объясняется тем, что кредитование Банком России банковской системы в форме сделок РЕПО более равномерно распределялось между различными участниками торгов. Кроме того, в условиях сокращения рынка РЕПО из-за ограничений их обеспечения, крупные государственные банки получили возможность получать от Банка России кредиты под залог нерыночных активов.

¹ Перечень государственных структур приводится в разделе 3.3.4.



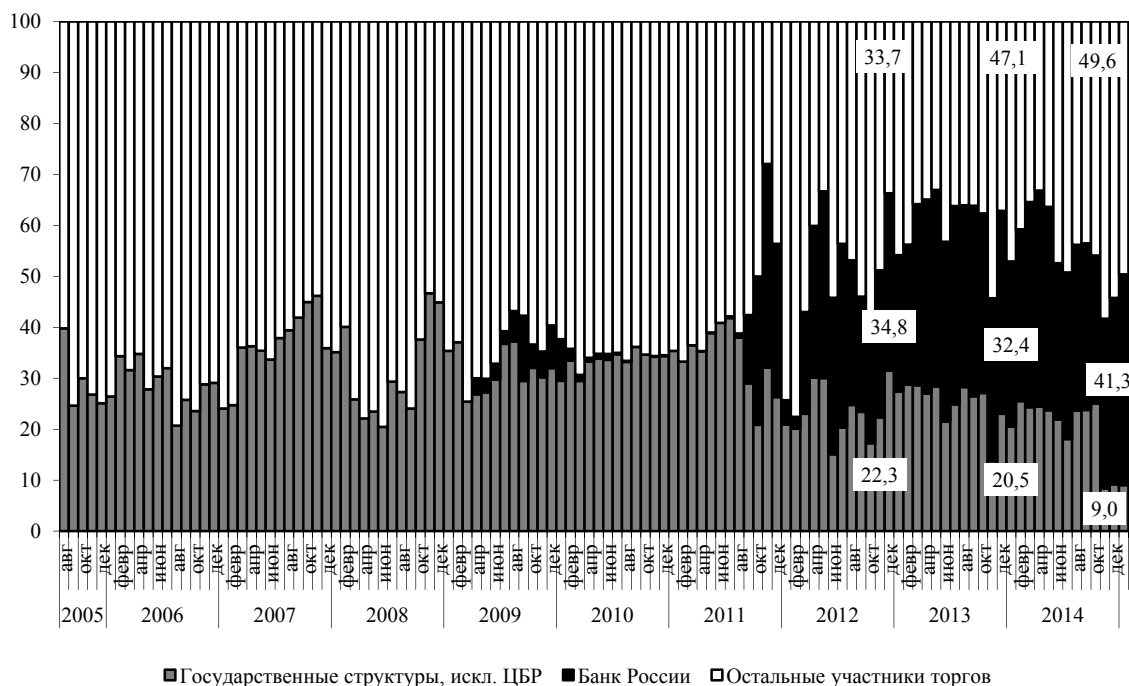
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

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

На рис. 34 отражена доля государственных финансовых организаций и Банка России в объемах биржевых торгов региональными облигациями. В 2012 г. она была даже выше, чем на биржевом рынке корпоративных облигаций. В декабре 2013 г. доля государственных структур и Банка России в сделках с региональными облигациями достигла соответственно 20,5% и 32,4%. В 2014 г. при существенном снижении доли государственных структур, прежде всего, Сбербанка России, до 9,0%, или в 2,3 раза, доля Банка России выросла до 41,3%. В результате доля рынка, занимаемая частными финансовыми организациями в 2014 г. несколько увеличилась – до 49,6% по сравнению с 47,1% за предшествующий период. Однако в данном случае речь также не идет о принципиальном росте доли частного бизнеса по сравнению с государственными структурами. При сокращении масштабов рынка региональных облигаций данные ценные бумаги стали меньше использоваться государственными банками для рефинансирования через сделки РЕПО, поскольку у них появились возможности получения кредитов от Банка России под залог нерыночных активов.

В 2012–2013 гг. произошло существенное ухудшение характеристик концентрации вторичного рынка корпоративных облигаций на Московской бирже (рис. 19 в разделе 3.3.4). С мая 2012 г. индекс Херфиндаля – Хиршмана (НН) по сделкам на вторичном рынке корпоративных облигаций превысил 800 пунктов. С этого момента времени значение НН по корпоративным облигациям, как правило, держалось в диапазоне от 800 до 1800 пунктов, что означает, что данный сегмент рынка перешел от рынка низко концентрированного с умеренно концентрированным. По сравнению с корпоративными облигациями рынок региональных

облигаций на Московской бирже является более концентрированным. В 2012 г. по критериям ННІ он находился в зоне умеренной концентрации рынка. В 2013 г. большую часть времени рынок региональных облигаций был высоко концентрированным, ННІ по нему превышал 1800 пунктов. В 2014 г. он вновь вернулся в зону умеренной концентрации.



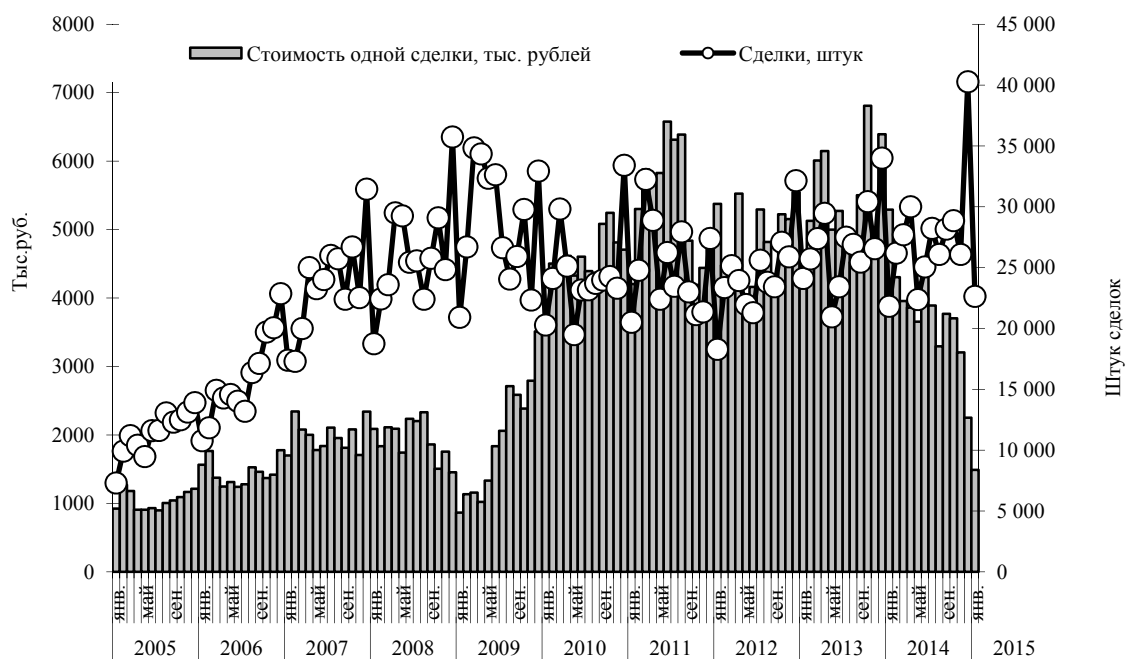
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 34. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов региональными облигациями на Московской бирже, %

На рис. 35 приводятся данные о количестве сделок и стоимости одной сделки с корпоративными облигациями в режиме анонимных торгов на Московской бирже. Аналогично рыночному сегменту торгов с акциями (рис. 17 в разделе 3.3.3) в 2013–2014 гг. наблюдалась тенденция стабилизации количества рыночных сделок с корпоративными облигациями и среднего объема сделки. Однако размеры рыночных сделок с корпоративными облигациями в 2014 г. существенно сократились с 6,3 млн руб. в декабре 2013 г. до 1,4 млн руб. в январе 2015 г., то есть практически до размеров сделок во время острой фазы финансового кризиса 2008 г. Одним из объяснений столь странной тенденции в рыночном сегменте сделок с корпоративными облигациями является сокращение торговой активности нерезидентов, заключавших преимущественно крупные сделки, с 5,6% в декабре 2013 г. до 4,6% в том же месяце 2014 г.¹ Более значимую роль в данном сегменте рынка стали играть физические лица. Данные биржи не позволяют точно оценить их роль в данном сегменте рынка, однако известно, что при общем сокращении объема рыночных сделок с корпоративными облигациями с 1,9 трлн руб. в 2013 г. до

¹ Расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

1,4 трлн руб. в 2014 г., или на 26,3%, объем сделок купли продажи данных облигаций, совершаемых физическими лицами в 2013–2014 гг. практически не изменился, составляя 0,5 трлн руб. в год. Данные факты означают, что роль нерезидентов в объемах рыночных сделок с корпоративными облигациями в 2014 г. существенно выросла.

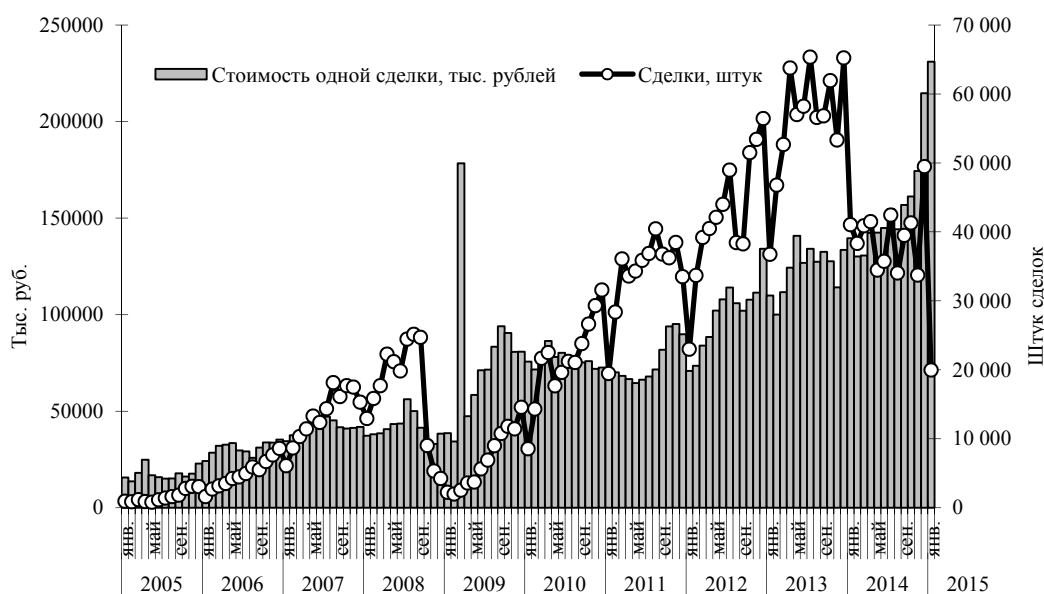


Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 35. Рыночные сделки с корпоративными облигациями на Московской бирже

В сегменте сделок РЕПО с корпоративными облигациями на Московской бирже в 2014 г. наблюдалась ровно обратная тенденция по сравнению с рыночными сделками. Количество сделок здесь существенно сократилось с 65,2 тыс. в декабре 2013 г. до 49,5 тыс. в том же месяце 2014 г., а средняя стоимость сделки соответственно выросла с 94,4 млн руб. до 134,5 млн руб., или на 42,5% (рис. 36). Это говорит о том, что в условиях сокращения рыночных выпусков корпоративных облигаций число сделок РЕПО сокращалось, однако преимущества в данном сегменте рынка получали крупные государственные и частные банки.

В посткризисный период основную роль на первичном рынке корпоративных облигаций стали играть крупные государственные компании. В 2013 г. на 24 эмитента с самыми крупными объемам выпусков корпоративных облигаций приходилось 59,4% суммарной эмиссии данных облигаций, из этого круга эмитентов на государственные компании пришлось 47,7% от суммарной эмиссии корпоративных облигаций (табл. 10). В 2014 г. доминирование государственных структур на первичном рынке корпоративных облигаций стало еще более явным: на 24 эмитента с самыми крупными объемам выпусков приходилось 76,7% стоимости эмиссии облигаций, из этого круга эмитентов на государственные компании пришлось 59,7%.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 36. Сделки РЕПО с корпоративными облигациями на Московской бирже

По разным показателям концентрации выпусков корпоративных облигаций, приводимым в *табл. 10*, в 2013–2014 гг. наблюдались две тенденции: повышения уровня концентрации выпусков самых крупных эмитентов и в том числе выпусков облигаций государственных компаний. Например, доля 10 эмитентов с самыми большими эмиссиями корпоративных облигаций в 2013 г. составила 60,4% по сравнению с 40,5% в 2012 г. Из них доля государственных компаний в суммарных объемах эмиссии корпоративных облигаций увеличилась с 36,8% в 2013 г. до 53,7% в 2014 г. Это означает, что рынок корпоративных облигаций все более укрепляет финансовые позиции государственного капитализма в его конкуренции с частным сектором. Контролируемым государством компаниям-эмитентам легче договариваться с потенциальными инвесторами, среди которых преобладают государственные банки и иные структуры. Данные сделки совершаются при посредничестве контролируемых государством организаторов размещений и андеррайтеров. Чем более закредитованными становятся государственные компании, тем агрессивнее они действуют на рынке внутренних корпоративных заимствований. Характерные пример – эмиссии рублевых облигаций ОАО «Роснефти» в декабре 2014 г. и январе 2015 г., проводимые при прямом участии в указанных сделках Банка России.

С каждым годом рынок корпоративных облигаций все больше обслуживает денежные потоки между государственными структурами. Государственные компании заимствуют деньги у государственных структур. Вторичный рынок также поддерживается преимущественно государственными банками вместе с Банком России. Более того, андеррайтерами и инвестиционными консультантами при размещении корпоративных облигаций также выступают преимущественно государственные инвестиционные банки (*табл. 11*). В 2007 г. государственные банки являлись андеррайтерами у 36,3% выпусков корпоративных облигаций (по стои-

мости). В 2013 г. их доля выросла до 60,1%, в 2014 г. она несколько снизилась до 53,1%. Похожая ситуация с инвестиционно-банковскими услугами на рынке региональных облигаций. В 2007 г. доля государственных организаторов займов по стоимости выпусков региональных облигаций составляла 14,2%. В 2013 г. она выросла до 51,9%, а в 2014 г. – еще до 73,2%.

Таблица 10

Концентрация эмитентов рублевых корпоративных облигаций в 2009–2014 гг.

	Первые 5 эмитентов		Первые 10 эмитентов		Первые 24 эмитента		Всего по рынку
	всего	в т.ч. государственные	всего	в т.ч. государственные	всего	в т.ч. государственные	
2009							
Млрд руб.	440	390	610	441	803	513	917
Доля, %	48,1	42,5	66,8	48,1	87,8	55,9	100,0
2010							
Млрд руб.	177	147	304	200	513	317	855
Доля, %	20,6	17,2	35,4	23,4	59,9	37,1	100,0
2011							
Млрд руб.	241	191	389	309	642	405	1089
Доля, %	22,0	17,5	35,7	28,4	58,9	37,2	100,0
2012							
Млрд руб.	265	265	429	334	690	443	1199
Доля, %	22,1	22,1	35,7	27,9	57,8	36,9	100,0
2013							
Млрд руб.	550	550	705	640	1035	830	1741
Доля, %	31,6	31,6	40,5	36,8	59,4	47,7	100,0
2014							
Млрд руб.	875	827	1051	934	1334	1038	1739
Доля, %	50,3	47,6	60,4	53,7	76,7	59,7	100,0

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным www.cBonds.ru, www.rusbonds.ru и Московской биржи.

Таблица 11

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

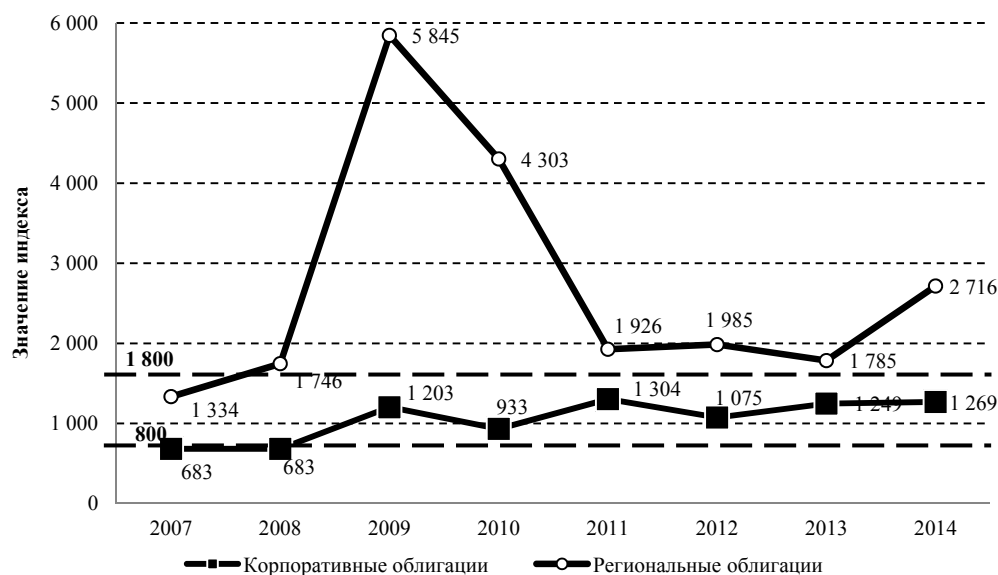
	Организаторы выпусков:					
	корпоративных облигаций			региональных облигаций		
	государственные финансовые организации	частные финансовые организации	всего	государственные финансовые организации	частные финансовые организации	всего
1	2	3	4	5	6	7
2007						
Млн руб.	169668	298302	467970	7551	45481	53032
Доля, %	36,3	63,7	100	14,2	85,8	100
2008						
Млн руб.	219892	249900	469792	42227	29716	71943
Доля, %	46,8	53,2	100	58,7	41,3	100
2009						
Млн руб.	620044	373978	994022	133325	22511	155836
Доля, %	62,4	37,6	100	85,6	14,4	100
2010						
Млн руб.	393743	461292	855035	86613	28288	114901
Доля, %	46	54	100	75,4	24,6	100
2011						
Млн руб.	620698	374146	994844	7767	46177	53944
Доля, %	62,4	37,6	100	14,4	85,6	100

Окончание таблицы 11

1	2	3	4	5	6	7
2012						
Млн руб.	734697	502831	1237528	61925	57637	119562
Доля, %	59,4	40,6	100	51,8	48,2	100
2013						
Млн руб.	1033849	686894	1720743	79980	74259	154239
Доля, %	60,1	39,9	100	51,9	48,1	100
2014						
Млн руб.	621007	548729	1169736	81283	29705	110988
Доля, %	53,1	46,9	100	73,2	26,8	100

Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций [www,cBonds.ru](http://www.cBonds.ru) за 2007–2014 гг.

О слабом уровне конкуренции на рынках андеррайтинговых и консалтинговых услуг при размещении корпоративных и региональных облигаций свидетельствуют данные индекса Херфиндаля – Хиршмана (рис. 37). Начиная с 2009 г. рынок инвестиционно-банковских услуг на рынке корпоративных облигаций превратился из высоко конкурентного в умеренно концентрированный, когда ежемесячные значения ННІ попадают в диапазон от 800 до 1800. В 2014 г. в сегменте услуг по корпоративным облигациям ННІ был равен 1269. С 2011 г., за исключением 2013 г., рынок услуг по выпускам региональных облигаций являлся устойчиво высококонцентрированным с показателем ННІ выше 1800. В 2013 г. со значением ННІ 1785 он переместился в категорию рынков с умеренным уровнем концентрации, в 2014 г. значение ННІ резко повысилось до 2716. Рынок андеррайтинговых услуг по выпускам региональных облигаций вновь вернулся область высокой концентрации. Все это ставит вопрос о необходимости повышения роли антимонопольного регулирования на рынке ценных бумаг.



Источник: по данным рейтингов организаторов размещений облигаций [www,cBonds.ru](http://www.cBonds.ru) за 2007–2014 гг.

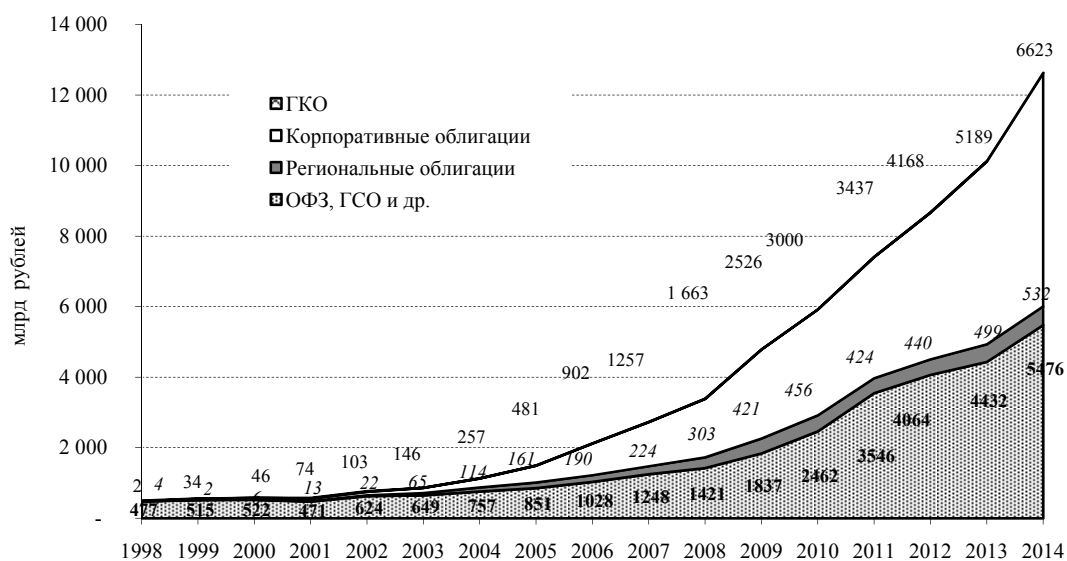
Рис. 37. Индекс Херфиндаля-Хиршмана: услуги по организации выпусков рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2007–2014 гг.

3.5. Вклад фондового рынка в экономический рост

3.5.1. Корпоративные облигации и экономический рост

В настоящее время Банк России развивает два разных механизма рефинансирования банков. Сделки прямого РЕПО помогают развивать преимущественно облигационный рынок, под залог приобретенных облигаций банк может получить заемные средства примерно на недельный срок по ставке ниже процентов по выдаваемым им кредитам. Кредитование под залог нерыночных активов позволяет банкам получить более долгосрочные ресурсы в среднем на срок одного месяца под условный залог ранее выданных кредитов. Одновременно с этим в 2014 г. шла отработка механизмов рефинансирования банков под залог инвестиционных кредитов, а также инфраструктурных и концессионных облигаций и ипотечных кредитов. Данные процессы представляют собой попытки найти наиболее эффективные пути рефинансирования банковской системы в целях активизации инвестиционного предложения и соответственно экономического роста.

Наличие длительного опыта рынка корпоративных облигаций позволяет более точно оценить их влияние на инвестиции и экономический рост. Капитализация рынка рублевых облигаций выросла с 0,6 трлн руб. в 2000 г. до 12,5 трлн руб. в 2014 г., или в 20,8 раз. Из всех рублевых облигаций наиболее быстро рос рынок корпоративных облигаций. Их совокупная капитализация выросла с 46 млрд руб. в 2000 г. до 6,6 трлн руб. в 2014 г., или в 143,5 раз.



Источник: по данным Минфина России и Cbonds.ru.

Рис. 38. Объемы рублевых облигаций в обращении, млрд руб.

Однако факт позитивного влияния рынка корпоративных облигаций на экономический рост, а значит, механизма прямого РЕПО, является неочевидным. Об этом, в частности, свидетельствуют официальные данные Росстата о роли средств, привлекаемых компаниями с помощью эмиссий корпоративных облигаций, как ис-

точника инвестиций. В *табл. 12* отражены параметры рынка рублевых корпоративных облигаций в 2000-2014 гг., пересчитанные в долларовом выражении.

Таблица 12

Параметры рынка рублевых корпоративных облигаций (млрд долл.)

	Капитализация	Вторичный рынок, включая РЕПО	Размещения	Поступления в основной капитал от размещений		
				млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему размещения
2000	2	0,2	1,1			
2001	3	1	0,8			
2002	3	2	2	0,1	3,0	6,7
2003	5	8	3	0,1	2,1	3,8
2004	9	15	5	0,1	1,1	2,0
2005	17	44	9	0,3	1,8	3,3
2006	33	135	17	0,1	0,3	0,6
2007	49	371	18	0,2	0,4	1,1
2008	67	457	16	0,2	0,3	1,2
2009	80	293	29	0,1	0,1	0,3
2010	99	757	28	0,03	0,03	0,1
2011	117	1237	31	0,014	0,01	0,05
2012	134	1866	39	0,14	0,1	0,4
2013	163	2839	54	0,05	0,03	0,1
2014	174	2032	46	0,1*	0,1	0,2

*за январь–сентябрь 2014 г.

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи, сBonds, Банка России и Росстата.

В 2012 г. из общего объема эмиссии корпоративных облигаций в размере 1214,2 млрд руб. на инвестиции в основной капитал согласно официальным данным Росстата было направлено всего 4,2 млрд руб., или 0,35% от эмиссионной выручки компаний. В 2013 г. из общего объема эмиссии корпоративных облигаций за год в размере 1705,2 млрд руб. на инвестиции в основной капитал поступило всего 1,9 млрд руб., или 0,11% от эмиссионной выручки компаний за год. В 2014 г. из общего объема эмиссии за год в размере 1747,6 млрд руб. на инвестиции в основной капитал за 9 месяцев года поступило 5,3 млрд руб., или 0,30% размещенных облигаций. На основании данной статистики можно сделать вывод о том, что поддерживаемый Банком России с помощью сделок РЕПО рынок корпоративных облигаций не оказывает заметного влияния ни на инвестиции в основной капитал, ни на экономический рост. Видимо, поддерживаемые за счет фондирования с денежного рынка корпоративные облигации де-факто являются слишком краткосрочными источниками финансирования компаний, поэтому последние предпочитают использовать их для пополнения оборотных средств и на рефинансирование старых долгов. Все это ставит вопрос о поиске альтернативных форм рефинансирования банковской системы Банком России с таким расчетом, чтобы данный механизм реально заинтересовывал банки в финансировании долгосрочных проектов компаний реального сектора экономики, позитивно влияющие на экономический рост.

3.5.2. Влияние IPO акций на экономику

Более эффективным инструментом привлечения средств для финансирования основных фондов, чем выпуск корпоративных облигаций, являются размещения

акций в форме IPO и SPO. Это обусловлено тем, что средства от проведения IPO являются более долгосрочными. В табл. 13 приводятся параметры рынка акций российских компаний. Из них видно, что наиболее активно IPO акций проходили в 2006 г. и 2007 г., когда компании привлекли соответственно 17,0 млрд долл. и 33,0 млрд долл. Из суммы поступлений от IPO-SPO в 2006 г. 18,8% было направлено компаниями на приобретение основных фондов, в 2007 г. данный показатель снизился до 10,9%, в отдельные годы, например, в 2008 г. на основные фонды направлялось 110,5%, а в 2009 г. 117,6% от объемов IPO. Это связано с тем, что часть инвестиций в основные средства компании получали путем проведения закрытой подписки акций, а не IPO-SPO.

В 2013 г. из общей стоимости публичных размещений в размере 9,0 млрд долл. в основной капитал было направлено 3,1 млрд долл. или 34,4%. В 2014 г. из общей стоимости публичных размещений, по нашим оценкам, 1,7 млрд долл. в основной капитал за 9 месяцев года было направлено 1,4 млрд долл.¹, или 82,7%. Часть ресурсов, привлекаемых на фондовом рынке, направлялась на выкуп бизнеса у прежних собственников, рефинансирование долгов и обслуживание сделок слияний-поглощений, включая приобретения крупных пакетов акций. Пока же сами объемы IPO и инвестиции в реальный капитал за счет выпусков акций, существенно уступают сделкам слияний поглощений, с 2000 г. по 2014 г. общий объем IPO-SPO российских компаний составил 102,2 млрд долл., в то время как объем сделок слияния-поглощения – 1005,0 млрд долл., или в 9,8 раз больше.

Таблица 13

**Параметры рынка акций российских компаний
(млрд долл.)**

	Капитализация	Вторичный рынок, включая иностранные биржи	IPO акций	Поступления в основной капитал от IPO			Объем сделок слияний-поглощений
				Млрд долл.	то же в % к капитализации	то же в % к объему IPO	
2000	41	47	0,5	0,2	0,5	40,0	5
2001	75	49	0,2	0,1	0,1	50,0	12
2002	106	87	1,3	0,2	0,2	15,4	18
2003	176	188	0,6	0,2	0,1	33,3	32
2004	230	541	3	0,1	0,0	3,3	27
2005	549	374	5,2	3,2	0,6	61,5	60
2006	1057	914	17	3,2	0,3	18,8	62
2007	1503	1687	33	3,6	0,2	10,9	126
2008	397	1983	1,9	2,1	0,5	110,5*	110
2009	861	1156	1,7	2,0	0,2	117,6*	56
2010	1379	1431	6,3	2,4	0,2	37,9	56
2011	1096	2222	11,3	2,6	0,2	23,1	79
2012	1079	1931	9,5	3,1	0,3	32,6	135
2013	1041	1801	9,0	3,1	0,3	34,4	163
2014	517	1739	1,7	1,4**	0,3	82,7	64

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

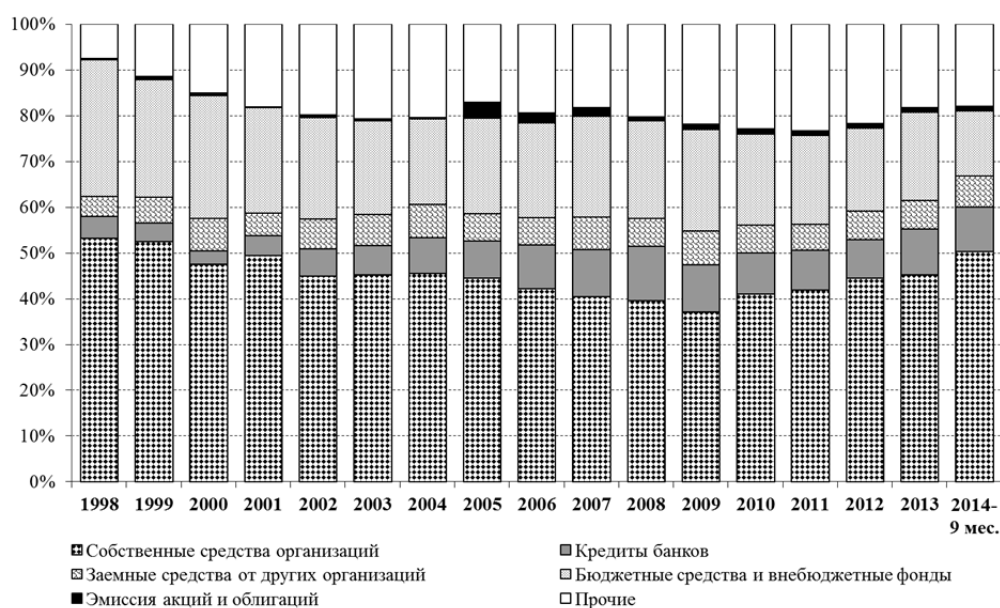
** за январь–сентябрь 2014 г.

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи, сBonds, Банка России и Росстата.

¹ Данная цифра Росстата вызывает некоторые сомнения, поскольку во всех трех крупнейших IPO-SPO российских компаний в 2014 г. на сумму 1,7 млрд долл. преобладали сделки по продаже пакетов акций их бывшими владельцами. Лишь при IPO компании Qiwi Plc из всей суммы SPO 80 млрд долл. представляли собой капитал, привлекаемый компанией, который теоретически мог быть направлен на инвестиции в основные фонды.

Объем средств, которые компании привлекают с помощью размещения акций и корпоративных облигаций и затем направляют на приобретение основных фондов, составляет небольшую часть в источниках финансирования основных средств. Об этом свидетельствуют данные *рис. 39* об источниках финансирования инвестиций в основные фонды.

С 2000 по 2014 гг. доля средств, привлекаемых с помощью эмиссии облигаций и акций, в источниках финансирования основного капитала колебалась в диапазоне от 0,1% в 2001 г, до 3,4% в 2005 г. В 2013 г. и за 9 месяцев 2014 г. данный показатель составлял 1,0%.



Источник: расчеты по данным Росстата.

Рис. 39. Структура источников инвестиций в основные фонды

3.6. Инвесторы на российском фондовом рынке

3.6.1. Внутренние институциональные инвесторы

Для повышения нормы сбережений населения и привлечения долгосрочных ресурсов, также как в случае с резервами государства, нужны стабильно работающие институциональные инвесторы. Их относительно низкий уровень развития в России (*табл. 14*) является ключевой проблемой для российского финансового рынка. Первый этап пенсионной реформы привел к замедлению роста пенсионных накоплений за счет предоставления права выбора застрахованным лицам между нулевой ставкой и 6%-ми отчислениями в накопительную часть пенсии, а также временного отказа от формирования пенсионных накоплений в 2014–2015 гг.

В 2014 г. был запущен процесс акционирования НПФ, обслуживающих обязательные пенсионные накопления и вступления данных фондов в систему гарантирования сохранности пенсионных накоплений и проведением массовой ревизии

их финансовой стабильности. По данным НАПФ, по состоянию на 25 февраля 2015 г. из 90 НПФ, занимающихся обязательным пенсионным страхованием, прошли процесс акционирования 61 фонд, на которые приходится 93,7% застрахованных лиц и 94,0% средств пенсионных накоплений. Из них в систему гарантирования сохранности вкладов было принято 24 НПФ, на которые приходилось 72,2% застрахованных лиц и 71,1% пенсионных накоплений). Даже несмотря на принятое решение о временном отказе от начисления пенсионных накоплений в течение двух лет, в 2013 г. подали заявления о переходе на обслуживание пенсионных накоплений из Пенсионного фонда РФ в НПВ 5,8 млн чел., в 2014 г. – 2,3 млн чел. Аккумулированные данными лицами пенсионные накопления пока не переводятся из НПФ в ожидании завершения процесса вступления НПФ в систему гарантирования сохранности пенсионных накоплений. В случае осуществления указанных переводов по оценкам НАПФ в 2015 г. сумма пенсионных накоплений в НПФ превысит аналогичный показатель в ПФР. По результатам наших исследований до настоящего времени большинство стран в мире, за исключением Аргентины и Венгрии сумели преодолеть негативное отношение к перспективе пенсионных накоплений и продолжают успешно развивать в данном направлении свою пенсионную систему. В 2015 г. России также предстоит определиться с судьбой накопительной пенсионной системы и ролью в ней негосударственных пенсионных фондов.

На фоне других стран, включая крупные страны с развивающейся экономикой, все три типа институциональных инвесторов (пенсионные и взаимные фонды, страховые организации) в России находятся на низком уровне развития. Российская банковская система по стоимости активов коммерческих банков по отношению к ВВП занимает среднее место (*табл. 14*). Из стран, по которым ведется статистика активов взаимных фондов, Россия занимает 64-е место из 67 стран; по критерию размеров автономных пенсионных фондов – 53-е место из 67 стран; активам страховщиков – 47-е место из 50 стран. В 2013 г. стоимость активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов в России составляла 0,2% ВВП; пенсионных накоплений и резервов – 5,8%; резервов страховых организаций – около 1,2%, активов коммерческих банков – 85,8%. При этом из 168 стран, по которым Всемирный банк раскрывает данные о доле активов коммерческих банков в ВВП, Россия занимает 100-е место, т. е. является крепким середнячком среди развивающихся рынков.

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

Таблица 14

Институциональные инвесторы и банки в России (по средним показателям за 2001–2013 гг.)

	Число стран в выборках Investment Company Institute, OECD и Всемирного банка в среднем за 2001–2012 гг.	Место России в выборках в среднем за 2001–2012 гг.	в % ВВП	
			Среднее за последние 10 лет (2004–2013 гг.)	2013
Активы открытых инвестиционных фондов*	67	64	0,3	0,20
Накопления и резервы автономных пенсионных фондов**	67	53	2,9	5,8
Резервы страховых организаций***	50	47	0,9	1,2
Активы коммерческих банков****	168	100	67,2	85,8

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

** Россия – пенсионные накопления и резервы;

*** Россия – страховые резервы;

**** Без учета банков развития.

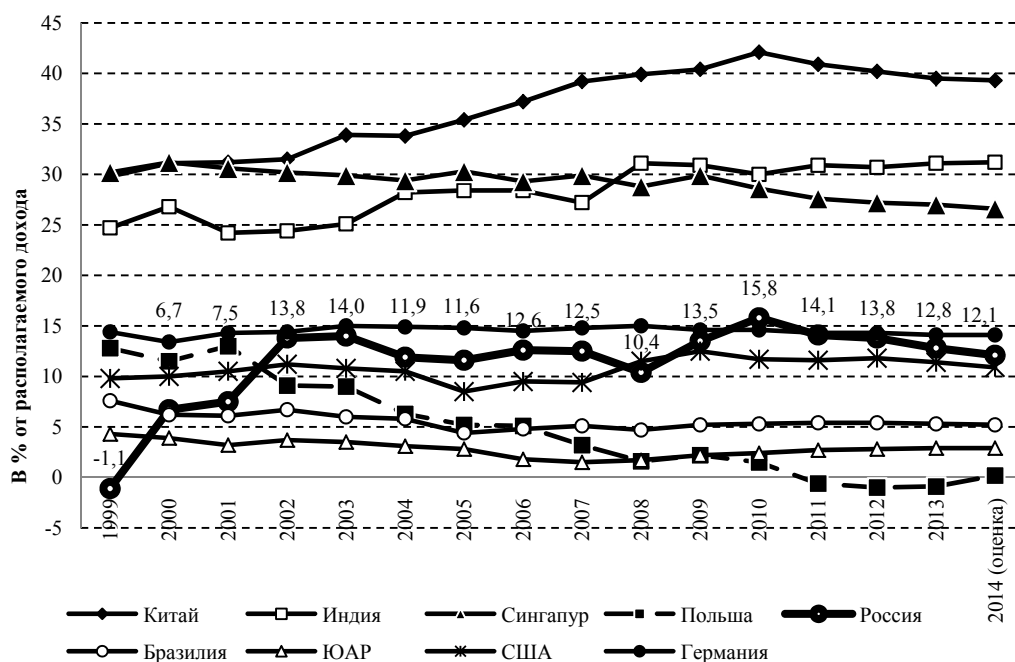
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Investment Company Institute, ресурсов www.stat.org OECD, www.econ.worldbank.org Всемирного банка и IFS МФФ.

3.6.2. Индивидуальные внутренние инвесторы

Для выхода на траекторию экономического роста России необходимо поддерживать высокие нормы внутренних накоплений. Резервом роста накоплений является повышение нормы сбережений домашних хозяйств. По официальной статистике российские домашние хозяйства сберегают около 10–12% своих доходов (рис. 40). В странах – лидерах по экономическому росту и модернизации (Китае, Индии, Сингапуре, Гонконге) норма сбережений домашних хозяйств к располагаемому доходу значительно выше. Социальная и демографическая ситуация в данных странах, конечно, отличается от российской, но необходимо признать, что любая масштабная модернизация предполагает опору на внутренние финансовые ресурсы. Это тем более актуальным стало в 2014 г. после введения санкций, ограничивших возможности привлечения внешних инвестиций для российских компаний и банков.

На рис. 41 приводятся данные о числе счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и числе лицевого счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. Всего на бирже в 2014 г. было зарегистрировано около одного миллиона частных клиентов брокеров, из которых только 83 тыс. чел. были активными клиентами, то есть совершали хотя бы одну сделку в месяц через Московскую биржу. В 2014 г. удалось преодолеть негативный тренд, сложившийся за последние несколько лет, по сокращению абсолютного числа активных клиентов брокеров и замедления роста общего количества зарегистрированных на бирже клиентов брокеров. В 2009 г. прирост зарегистрированных клиентов за год составил 112,2 тыс. чел., в 2010 г. – лишь 42,8 тыс. чел., в 2011 г. – 66,5 тыс. чел., в 2012 г. – 24,8 тыс. чел., в 2013 г. – 38,8 тыс. чел. и в 2014 г. – 100,8 тыс. чел. Число активных клиентов брокеров и вовсе сократилось с 114,1 тыс. чел. в 2009 г. до 54,6 тыс. чел. в январе 2014 г. Однако по состоянию на январь 2015 г. данный показатель вырос до 71,3 тыс. чел. Действовавшая несколько последних лет тенденция сокращения числа активных клиентов брокеров свидетельствовала о том, что теку-

шая модель привлечения клиентов на российский фондовый рынок себя исчерпала. Она предусматривала привлечение клиентов, стремившихся к извлечению краткосрочной прибыли в то время как во всех развитых странах основным клиентом крупных брокерских компаний являются преимущественно долгосрочные частные инвесторы. В значительной мере на отток клиентов брокеров повлияло медленное восстановление российского фондового рынка после кризиса.



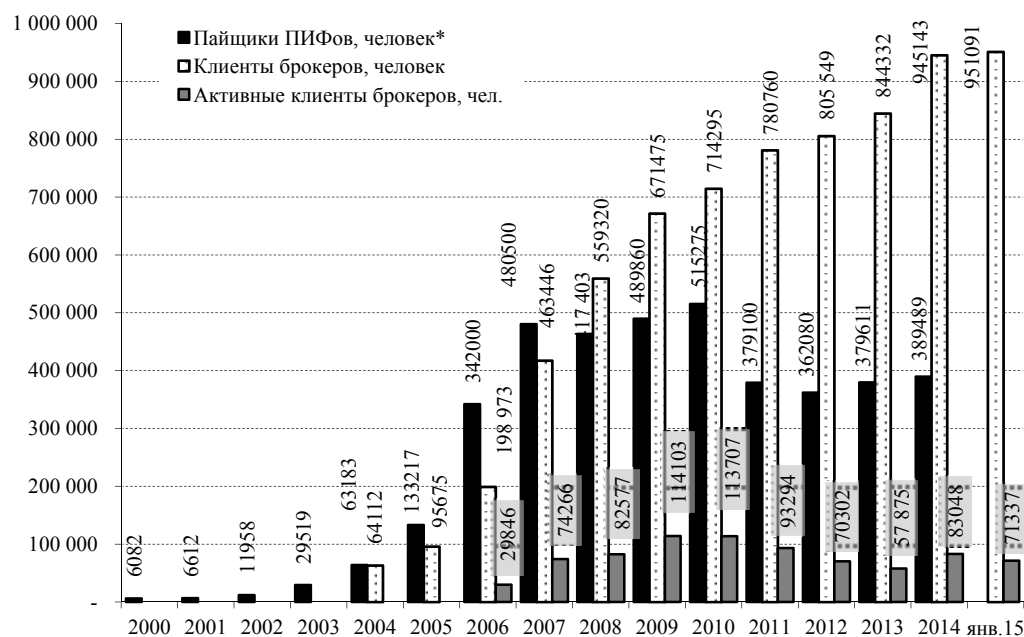
* данные Росстата, не включающие сбережения в валютных депозитах и в иностранной валюте.
 Источник: расчеты по данным Euromonitor International.

Рис. 40. Норма сбережений домашних хозяйств, % к располагаемому доходу

Приток новых 100 тыс. клиентов брокеров в 2014 г., в том числе более 25 тыс. активных мог быть связан с приходом новой волны спекулятивно ориентированных инвесторов, заинтересованных в валютных спекуляциях и в игре на восстановлении роста акций российских эмитентов.

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений в 2013–2014 гг. стало принятие революционных поправок в законодательство, предусматривающих введение с 1 января 2013 г. существенных льгот по НДФЛ при налогообложении доходов по ценным бумагам при сроке владения ими не менее трех лет, а также с 1 января 2015 г. льгот по взносам граждан на так называемые индивидуальные инвестиционные счета (ИИС)¹.

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



* данные Эксперта РА за 2013 г. пока не опубликованы.

Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи, НЛУ и Эксперта РА.

Рис. 41. Число рыночных розничных клиентов
УК и брокеров

В соответствии с Федеральным законом от 28 декабря 2013 г. № 420-ФЗ «О внесении изменений в статью 27.5-3 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" и части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации» доходы от инвестирования в вновь приобретаемые ценные бумаги будут освобождены от налогов, если физическое лицо владело три года и более. До этого со всех доходов, полученных гражданами от инвестиций в ценные бумаги – через ПИФы, доверительное управление или прямое владение через брокерские счета, – взимался НДФЛ по ставке 13%. Предельный размер вычета из налоговой базы составляет 3 млн руб. за каждый год пребывания ценных бумаг (паев) в собственности. Льгота по НДФЛ не распространяется на доходы в виде дивидендов по акциям и купонных выплат по облигациям, за исключением случаев, когда лицо владеет данными ценными бумагами не напрямую, а через открытый паевой инвестиционный фонд. По этой причине наибольшую выгоду данная налоговая льгота будет приносить пайщикам открытых паевых фондов, инвестирующим на длительный срок.

Кроме того, в ФЗ «О рынке ценных бумаг» и в Налоговый кодекс РФ введено понятие индивидуальных инвестиционных счетов, которые частные инвесторы смогут открывать у брокеров и доверительных управляющих с 1 января 2015 г. Гражданин вправе иметь только один договор на ведение ИИС. Данный счет может пополняться на сумму до 400 тыс руб. в год. По выбору владельца ИИС может применяться одна из двух форм инвестиционного вычета. Первый вариант предполагает, что при закрытии ИИС, если оно происходит не ранее чем через три года после открытия, инвестор получает право на налоговый вычет в размере 13% от суммы всех взносов. Возмещение налога в данном случае будет происходить на ежегодной основе. Для получения данной льготы владельцу ИИС необхо-

димо будет взять справку о внесении денег на счет у своего брокера и в конце года сослаться на нее при заполнении налоговой декларации. Второй вариант не предусматривает получение налогового вычета на взносы, однако вся сумма, выплачиваемая владельцу ИИС при его погашении, не облагается НДФЛ.

По нашему мнению, обе льготы создали серьезные стимулы для частных инвесторов, вкладывающих сбережения в ценные бумаги на срок не менее трех лет. По данным Московской биржи на конец февраля 2015 г. менее чем за два месяца у брокеров было открыто 10200 ИИС, еще около 1500 счетов по нашим оценкам было открыто у управляющих компаний. Первый успех нового продукта, несмотря на высокую волатильность финансового рынка, помимо действенности налоговых стимулов был обусловлен удачным стечением обстоятельств его внедрения. В начале 2015 г. рынок акций российских эмитентов достиг дна. После этого индекс РТС стал демонстрировать уверенный рост. Другое обстоятельство высокой привлекательности нового продукта для инвесторов – отсутствие регулирования состава и структуры портфелей частных инвесторов, формируемых на ИИС. В частности, с данного счета можно было приобретать иностранные ценные бумаги, с ИИС в виде счетов доверительного управления инвесторы получили право инвестирования в банковские депозиты на более льготных условиях по сравнению с обычными клиентами банков. Наконец, важную роль в продвижении нового продукта в начале 2015 г. сыграл активный маркетинг финансовых организаций и Московской биржи, испытывающих дефицит новых продуктов и услуг для своих клиентов.

3.6.3. Иностранные консервативные инвесторы

Отношение к российскому фондовому рынку со стороны крупных институциональных инвесторов за рубежом пока остается консервативным. Об этом свидетельствуют данные о вложениях в акции российских АО крупнейшего государственного пенсионного фонда в США – California Public Employees' Retirement System (Calpers), стоимость активов которого неожиданно выросла в 2014 финансовом году до 956 млн долл. по сравнению с 528 млн долл. в 2013 г. (табл. 15)¹.

Таблица 15

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

	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*
1	2	3	4	5	6	7
Газпром	144,7	46	55,1	154,4	56,4	264,6
Лукойл	189,1	93,5	80,6	78,7	68,2	86,1
Мечел	9,1	1	1,8	9,8	0,6	2,9
ГМК «Норильский Никель»	4,6	1,4	14,3	12,1	0,0	31,5
Новатэк		20,6	10,4	45,4	36,2	67,3
Новороссийский торговый порт	10,3	8,4	7,7	6,3	4,4	0,1
Роснефть	11,4	31,4	15,7	59,7	26,4	39,1
Полюс Золото		5,5	2,3	5,8	0,0	5,6

¹ В своих объемных отчетах об инвестициях Calpers не выделяет специально вложения в акции в региональном разрезе. Поэтому при анализе инвестиций фонда в акции российских эмитентов приходится вручную просматривать перечень всех глобальных вложений в акции, публикуемый в pdf формате.

Окончание таблицы 15

1	2	3	4	5	6	7
Ростелеком		3,4	1	16,4	14,0	6,4
Сбербанк России	5,5	30,8	9,3	53,7	114,3	157,7
Северсталь	7	4,7	7	9,4	6,5	4,4
АФК Система (вкл.МТС)	9,7	3,8	62	71,9	50,3	59,3
Сургутнефтегаз	4,5	20,5	18,9	23,5	21,7	16,1
Вимм-Билль-Данн		20,2	2,2	0	0,0	0,0
Магнит		7,3	15,5	37,5	38,7	80,5
ММК		6,1	2	2,8	1,8	1,1
ВТБ	31,6	6,9	14,3	22,8	12,5	12,8
ЛСР		2,9	4,4	4,5	4,1	6,5
Иные ОАО			12,9	60,1	72,0	114,7
Акции российских компаний – всего	427,4	314,4	337,4	674,8	528,0	956,6
Долевые ценные бумаги, приобретенные на внутреннем и внешнем рынках – всего	122281,2	80728,6	91776,3	117640,8	112299,4	153947,7
Доля акций российских компаний в портфеле Calpers	0,35	0,39	0,37	0,57	0,47	0,62
Доля акций российских компаний в мировой капитализации	1,23	1,80	2,51	2,31	1,97	1,62

* финансовый год, заканчивающийся в июне; подробные данные о составе и структуре портфеля Calpers на его сайте в сети «Интернет» публикуются примерно с годовым опозданием, видимо, для того, чтобы ограничить стратегии следования портфеля данного пенсионного фонда.

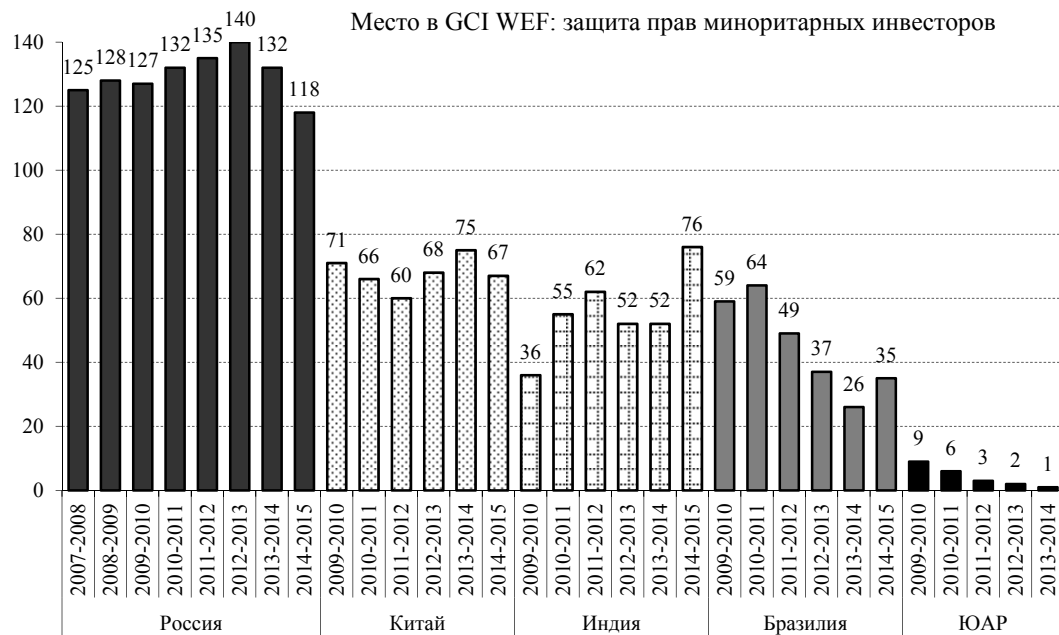
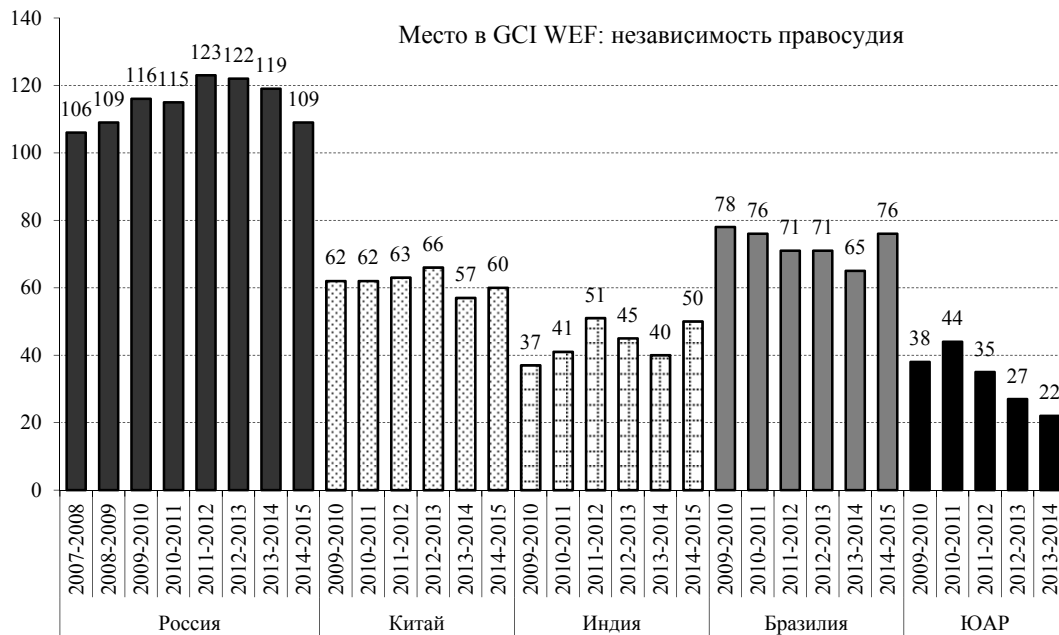
Источник: по данным отчета об инвестициях Calpers за ряд лет.

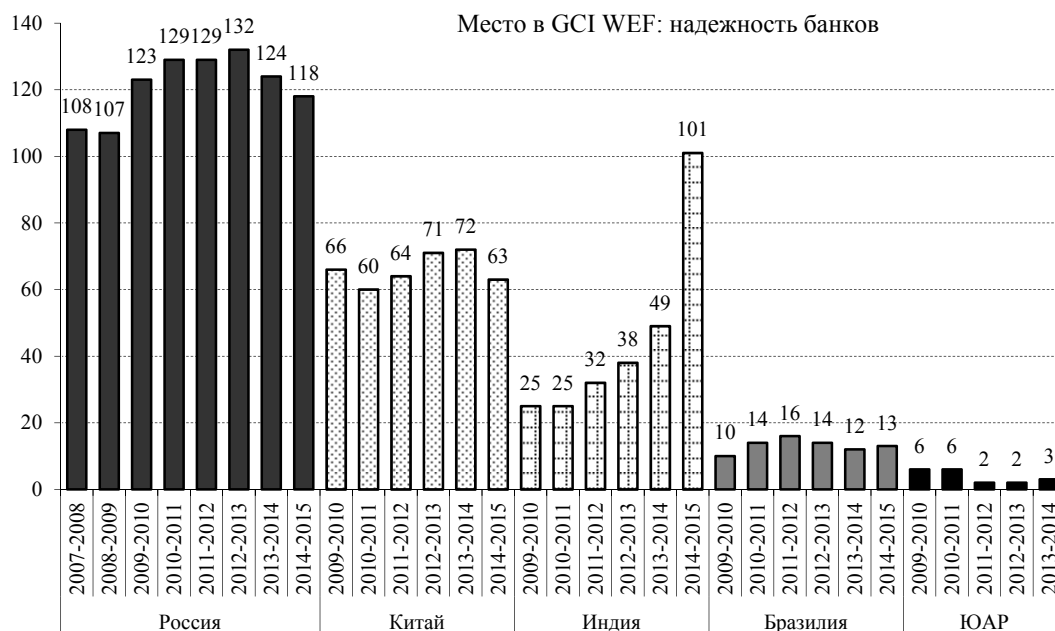
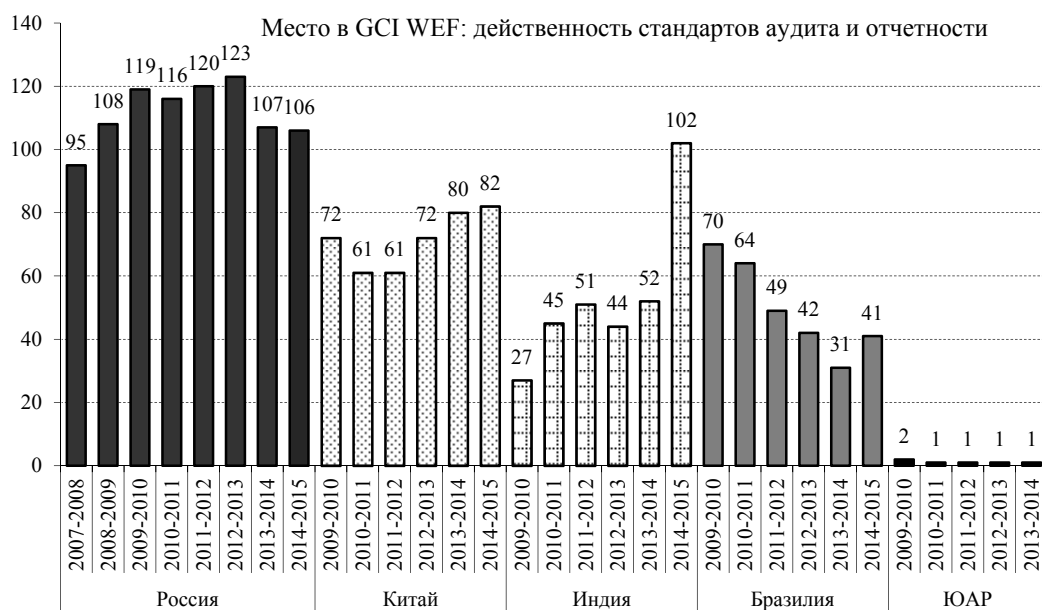
Стоимость вложений в акции российских компаний Calpers являются ограниченными. Они выросли с 427 млн долл., или 0,35% от стоимости портфеля акций пенсионного фонда в 2008 г. до 956 млн долл., 0,62% стоимости портфеля фонда в 2014 г. Для сравнения доля акций российских компаний в мировой капитализации составляла в 2008 г. 1,23% и 1,62% в 2014 г. Несмотря на то что вес портфеля российских долевых ценных бумаг в портфеле Calpers является заниженным, в отчет об инвестициях за 2013 г., составленный на 1.07.2014 г. показывает заметный рост инвестиций в российские акции. Вероятно на это повлиял рост рейтингов конкурентоспособности России, зафиксированный Всемирным экономическим форумом, а также то обстоятельство, что введение международных санкций по отношению к России и ее крупнейшим компаниям, а также риски девальвации рубля проявились только во второй половине года.

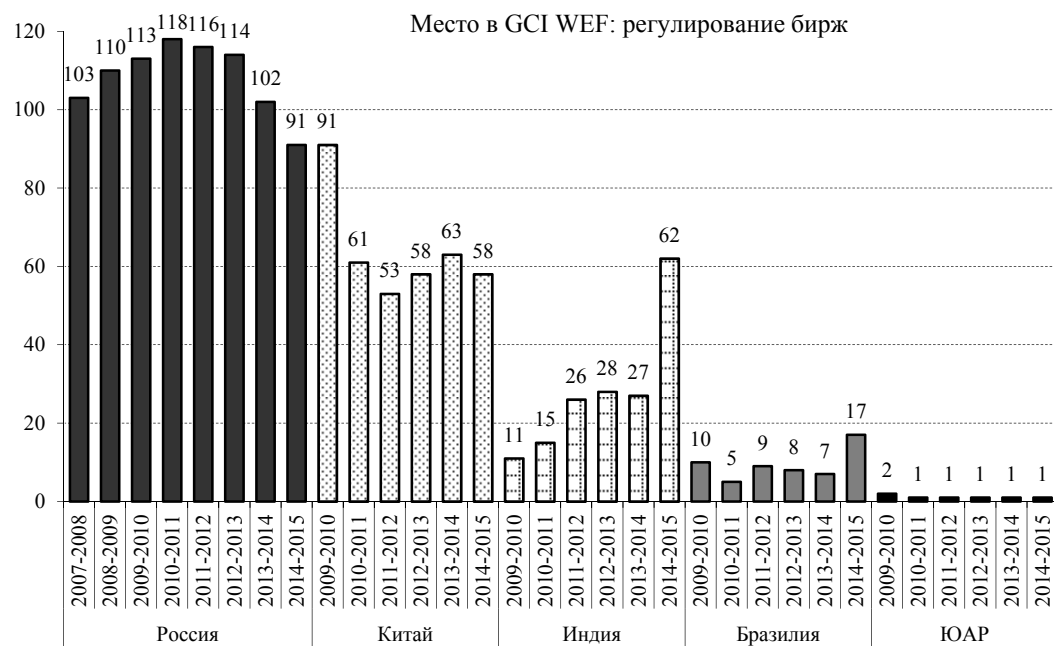
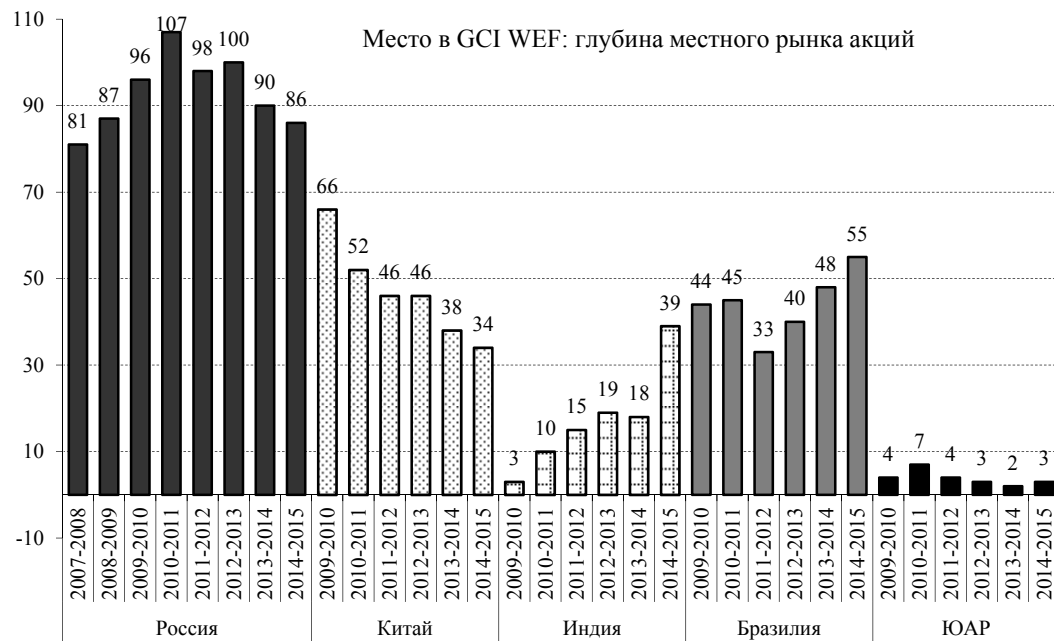
В депозитарные расписки на акции российских АО Calpers начал инвестировать только с 2008 г. До этого в течение многих лет Calpers использовал методику составления рейтинга развивающихся рынков с точки зрения возможности инвестирования в них активов данного фонда, в которой Россия долгое время относилась к развивающимся рынкам, куда не разрешалось инвестировать активы калифорнийского пенсионного фонда. В 2007 г. отказался от обязательного следования данной методике, позволив портфельным управляющим на развивающихся рынках самостоятельно принимать решения об инвестировании в акции тех или иных эмитентов. Однако анализ прежней методики позволил нам выделить ключевые факторы, которые многие годы удерживали Calpers от инвестиций в России. Данные факторы и их оценка по методике рейтинга глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума показаны на рис. 42.

По наиболее проблемным вопросам – независимости правосудия, уровню защиты прав миноритарных инвесторов, действенности стандартов аудита и отчет-

ности, глубине рынка акций, эффективности регулирования бирж и надежности банков Россия существенно отстает от рынков других стран БРИКС. Однако согласно рейтингу 2014–2015 гг., опубликованному в сентябре 2014 г., отставание России от других стран БРИКС заметно уменьшилось. Это произошло за счет улучшения показателей России по всем шести рассматриваемым критериям. Например, по критерию независимости правосудия в рейтинге 2014–2015 гг.







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

Рис. 42. Положение стран БРИКС в Рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума по ряду критериев, существенных для принятия решений консервативными портфельными инвесторами

Россия переместилась на 109 место по сравнению со 119-м по результатам рейтинга предшествующего года. За год Россия передвинулась вперед по критериям: применения международных стандартов аудита – со 107 места на 106-е; соблюдения прав миноритарных инвесторов – со 132 на 118; доступа к финансированию на локальном рынке акций – с 90 на 86; надежности банков – со 124 на 118; эффективности регулирования бирж – со 102 на 91. Несколько неожиданно по итогам рейтинга 2014–2015 гг. существенно ухудшились оценки по рассматриваемым критериях по Бразилии и особенно сильно – по Индии.

Нами также были проанализированы вложения в ценные бумаги российских эмитентов одного из крупнейших иностранных инвесторов – Норвежского государственного пенсионного фонда – Глобальный (The Norwegian Government Pension Fund Global, или NGPF-G). В отличие от американского Calpers NGPF-G относится к категории суверенных пенсионных фондов, которые не несут обязательств перед конкретными участниками пенсионной системы. NGPF-G известен как один из крупнейших портфельных инвесторов в ценные бумаги российских эмитентов.

Из *табл. 16* видно, что вложения NGPF-G в акции российских компаний в сумме 2,3 млрд долл. по состоянию на 1.10.2014 г. существенно превышают аналогичные инвестиции Calpers. Однако доля акций российских компаний в общей стоимости портфеля NGPF-G, составляющая 0,5% также заметно ниже их доли капитализации всех компаний в мире. Кроме того, начиная с 2010 г. стоимость инвестиций NGPF-G в акции российских компаний заметно снижалась с 5,5 млрд долл. до 2,3 млрд долл. в октябре 2014 г. Вложения NGPF-G в облигации российских эмитентов, среди которых преобладают ОФЗ, наоборот, несколько выросли, – с 1,8 млрд долл. в 2010 г. до 4,0 млрд долл. в 2013 г. и 3,1 млрд долл. в октябре 2014 г. Вероятно, среди других причин, это было связано с налаживанием междепозитарного взаимодействия российского НДР с крупнейшими европейскими расчетно-клиринговыми системами.

Таблица 16

Вложения в ценные бумаги российских эмитентов одного из крупнейших иностранных инвесторов – Норвежского государственного пенсионного фонда – Глобальный

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (9 мес.)
Акции российских компаний						
млрд долл.	2,5	5,2	2,9	4,6	3,6	2,3
% от стоимости портфеля акций фонда	0,9	1,6	1,3	1,1	0,7	0,5
Облигации российских эмитентов						
млрд долл.	0,2	1,8	0,2	2,6	4,0	3,1
% от стоимости портфеля облигаций фонда	0,1	0,9	0,1	1,0	1,3	1,1

Источник: составлено автором по данным отчетов об инвестициях NGPF-G за ряд лет, опубликованных на <http://www.nbim.no/en/transparency/>

3.7. Риски на финансовом рынке

3.7.1. Финансовые риски в 2014 г.

По итогам 2014 г. в России материализовались различные риски, которые анализировались в нашем обзоре за предыдущий год. Обвал цен на нефть вызвал де-

вальвацию рубля и новый виток снижения фондовых индексов. Ситуацию усугубил рекордный отток иностранного капитала. Введение международных санкций по отношению к России ограничило возможности рефинансирования внешних долгов, прежде всего, для банков и нефинансовых компаний. Это вынудило корпоративных заемщиков к погашению внешних долгов за счет валютной выручки и других внутренних ресурсов, что создало дополнительную нагрузку на валютный рынок и курс рубля. Для стабилизации рубля и оказания поддержки компаниям в погашении внешней задолженности государство вынуждено было расходовать золотовалютные резервы.

Множество дискуссий в обществе вызвало изменение в указанных условиях приоритетов денежно-кредитной политики Банка России, его решительный переход к политике таргетирования инфляции и либерализации валютного курса. По нашему мнению, такой переход даже в столь сложных условиях на финансовых рынках, был оправдан как со стратегической, так и с тактической точек зрения. В долгосрочном плане это позволяет получить серьезные рычаги воздействия на инфляцию и инфляционные ожидания, добиться макроэкономической стабильности, необходимой для притока инвестиций. С позиций антикризисного регулирования данная мера способствовала сохранению золотовалютного резерва и формированию рыночного курса рубля, соответствующего новым экономическим реалиям.

При проведении данной политики Банк России был вынужден проявлять некоторую непоследовательность, объясняемую тем, что монетарные власти до последнего момента пытались оттянуть момент неизбежной девальвации рубля. Несмотря на объявленную либерализацию валютного курса, Банк России был вынужден в 2014 г. периодически выходить на рынок с валютными интервенциями, компенсируя изымаемую при этом из банковской системы рублевую ликвидность, ростом рефинансирования через сделки РЕПО и кредитование под залог нерыночных активов. Данные меры позволяли сдерживать падение рубля, однако рост рефинансирования мог использоваться банками для валютных спекуляций, ведущих к ослаблению национальной валюты. Все это не являлось главным фактором обесценения рубля.

За счет рефинансирования в 2014 г. в банковскую систему дополнительно поступило 2,4 трлн руб., что наряду с другими источниками позволило компенсировать абсорбирование рублевой ликвидности, вызванной валютными интервенциями Банка России в размере 3,4 трлн руб. и ростом наличных денег в обращении на сумму 0,3 трлн руб. В то же время в условиях девальвации рубля, вызванной, прежде всего, такими факторами как снижение цен на нефть и ограничения доступа российских компаний и банков к иностранным рынкам капитала, это обнаружило определенные противоречия в политике Центрального банка, вынужденного совмещать меры по инфляционному таргетированию с поддержкой валютного курса рубля. Следуя сразу двум целевым ориентирам, Банк России был вынужден проводить валютные интервенции, ведущие к абсорбированию рублевой ликвидности у банков. Компенсируя ликвидность за счет рефинансирования по ставке, уступающей доходности операций на валютном рынке, в определенной мере Банк России нейтрализовал свои же усилия по замедлению падения рубля за счет валютных интервенций.

В 2015 г. Банк России, наконец, полностью отказался от валютных интервенций, что позволило сократить на 1,5–2,0 трлн руб. объемы рублевого рефинансирования банковской системы. Вместе с мерами по поддержанию ключевой ставки на уровне 15% и прошедшей девальвации рубля это позволило стабилизировать курс рубля на новом уровне 60–62 рубля за доллар. По мере ослабления инфляции за счет «затухания» эффекта воздействия на ее рост девальвации национальной валюты, Банк России получит возможность для снижения ключевой ставки, что необходимо для восстановления роста кредитования экономики и домашних хозяйств.

В 2015 г. основные риски финансового рынка будут связаны со следующими факторами: оттоком капитала из-за перспектив понижения ведущими рейтинговыми агентствами суверенного и корпоративных рейтингов российских компаний до уровня ниже рыночного; стагнацией рынка акций из-за медленного восстановления нефтяных цен и оттока иностранных инвестиций; умеренного ослабления рубля из-за медленного восстановления цены нефти и погашения внешних долгов компаний в условиях сохранения запрета на рефинансирование долгов на зарубежных рынках.

3.7.2. Риски высокого уровня зависимости внутреннего финансового рынка от поведения иностранных инвесторов

Особенностью рынка акций Московской биржи в отличие от глобальных бирж является высокий уровень его зависимости от иностранных портфельных инвесторов. По оценкам аналитиков Сбербанка КИБ около 70% акций российских эмитентов, находящихся в свободном обращении (free-float) в настоящее время находятся в руках нерезидентов. При этом на 14 крупнейших инвестиционных фондов приходилось 28% всех вложений иностранных портфельных инвесторов¹. В список данных фондов, по данным Сбербанка КИБ входят Государственный пенсионный фонд Норвегии, Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund, Oppenheimer Developing Markets Fund, ISHARES MSCI Emerging Markets ETF группы BlackRock, Lazard Emerging Market Equity Portfolio. Существенно упрощение процедур приобретения и хранения ценных бумаг российских эмитентов на внутреннем рынке для иностранных инвесторов, произошедшее в последнее время, с одной стороны, сделало внутренний рынок более привлекательным для иностранных инвесторов, с другой, может усиливать волатильность внутреннего рынка за счет ускорения оттока иностранного капитала в шоковых ситуациях.

Это особенно актуально в условиях рисков понижения суверенного рейтинга России до уровня ниже инвестиционного со стороны всех трех ведущих международных рейтинговых агентств. 26 января 2015 г. рейтинговое агентство S&P снизило суверенный рейтинг Российской Федерации до уровня ниже инвестиционного – «BB+/negative». 20 февраля 2015 г. Moody's Investors Service снизило суверенный российский рейтинг с Baa3/Prime-3 до уровня Ba1/Not Prime, то есть ниже инвестиционного, также с негативным прогнозом. Лишь одно агентство – Fitch пока сохраняет российский рейтинг на инвестиционном уровне, однако и оно дает негативный прогноз в отношении его сохранения. Это означает, что с большой

¹ Гайдаев В. Заграничный контроль над свободным обращением. Коммерсантъ, 17 января 2014 г.

вероятностью в ближайшие время рейтинг России опустится ниже инвестиционного у всех трех агентств.

Это ставит вопрос о теоретической вероятности массового вывода из России оставшихся здесь, еще весьма значительных средств портфельных инвесторов. По данным Банка России на 1 февраля 2015 г., стоимость ОФЗ, принадлежащих нерезидентам составляла 891 млрд руб., или 12,9 млрд долл. Стоимость еврооблигаций РФ в обращении на 31.01.2015 г. в обращении по оценке Cbonds 47,8 млрд долл. Стоимость акций российских компаний, принадлежащих нерезидентам, по нашим оценкам, составляет 75–80 млрд долл.¹ из общей капитализации российских ОАО по итогам 2014 г. в сумме 520 млрд долл.², в том числе free float 130 млрд долл.³ Стоимость корпоративных еврооблигаций российских компаний на 31.01.2015 г. в обращении по оценке Cbonds 163,8 млрд долл. Стоимость рублевых корпоративных облигаций российских компаний на 31.01.2015 г. в обращении по оценке Cbonds 7077,6 млрд руб. При этом даже в лучшие годы доля эмитентов с рыночным рейтингом составляла на данном сегменте не более 33%. Доля нерезидентов на данном сегменте рынка, по данным Обзора денежного рынка Банка России, в середине 2014 г. не превышала 4–5%, или 200–250 млрд руб., или 3,6 млрд долл., и имела тенденцию к снижению.

Таким образом, суммарные инвестиции иностранных портфельных инвесторов в ценные бумаги российских эмитентов, могут оцениваться в сумме около 300 млрд долл. Вывод за короткое время даже части такой суммы может повлиять на обвал цен финансовых инструментов и платежеспособность многих участников финансового рынка. По нашему мнению, подобный сценарий на российском финансовом рынке даже в среднесрочной перспективе вряд ли возможен.

Даже у самых консервативных инвесторов решение о приобретении и продаже тех или иных ценных бумаг суверенных эмитентов принимается на основе правила разумного инвестора уполномоченными органами фонда.

Объясняя свою инвестиционную стратегию, Норвежский государственный пенсионный фонд – Глобальный (NGPF-G) отмечает, что они приобретают, как правило, облигации с инвестиционным рейтингом⁴. Однако при анализе текущей структуры портфеля они руководствуются не только инвестиционным рейтингом эмитента, но и собственной моделью оценки рискованности данных вложений. В *табл. 17* видно, что доля не имеющих инвестиционного рейтинга облигаций составляла в разные годы от 0,6% до 2,5% стоимости облигационного портфеля данного пенсионного фонда. Доля вложений в облигации российских эмитентов (преимущественно ОФЗ) в 2012 г. достигла 1,0%, 2013 г. 1,3% и по итогам 9 месяцев 2014 г. 1,1% стоимости облигационного портфеля фонда. Это составляло соответственно 2,6 млрд долл., 4,0 млрд долл. и 3,1 млрд долл. Учитывая, что вложения в российские бумаги превышают текущие уровни для ценных бумаг, не имеющих кредитных рейтингов, можно предположить, что NGPF-G, вероятнее

¹ Около 60% от free-float по оценке Сбербанк КИБ («Комменсантъ», 17.01.2014).

² По данным S&P.

³ 25% от капитализации по оценкам Сбербанк КИБ.

⁴ Облигация считается имеющей инвестиционный рейтинг пока хотя бы одно из признанных международных рейтинговых агентств удерживает такой рейтинг.

всего, будет умеренно распродавать российские облигации, но не будет делать этого сразу.

Таблица 17

Доля не имеющих инвестиционного рейтинга облигаций в структуре облигационного портфеля Норвежского государственного пенсионного фонда – Глобальный в 2009–2014 гг., %

	2009	2012	2013	9 мес. 2014
Государственные облигации, включая госагентства	0,2	0,2	0,3	0,3
Корпоративные облигации	0,7	0,2	0,3	0,3
Секьюритизированные облигации	1,5	0,3	0,1	0,0
Всего – облигации	2,5	0,7	0,6	0,6

Источник: <http://www.nbim.no/en/transparency/>

Перспективы эмиссии взаимных фондов (PIMCO, BlackRock, Market Vector, Vanguard Group и др.) не содержат описания рисков продажи российских активов в случае потери страной инвестиционных рейтингов. Анализ данных движения денежных потоков в иностранных инвестиционных фондах, специализирующихся на России, раскрываемых ресурсом EMPF показывает, что скорость вывода средств из таких фондов в настоящее время замедлилась, более того в сентябре и октябре 2014 г. был зафиксирован приток инвестиций их пайщиков в сумме 275 млн долл. и 437 млн долл. Ориентируясь на многолетнюю практику, можно предполагать что окончательно инвестиционная стратегия иностранных портфельных инвесторов по поводу российского фондового рынка сложится в апреле–мае 2015, и при благоприятном сценарии медленного восстановления нефтяных цен и сохранения макроэкономической стабильности в России, вполне вероятно восстановление устойчивого притока средств портфельных инвесторов, анализируемых EPFR, на российский рынок акций.

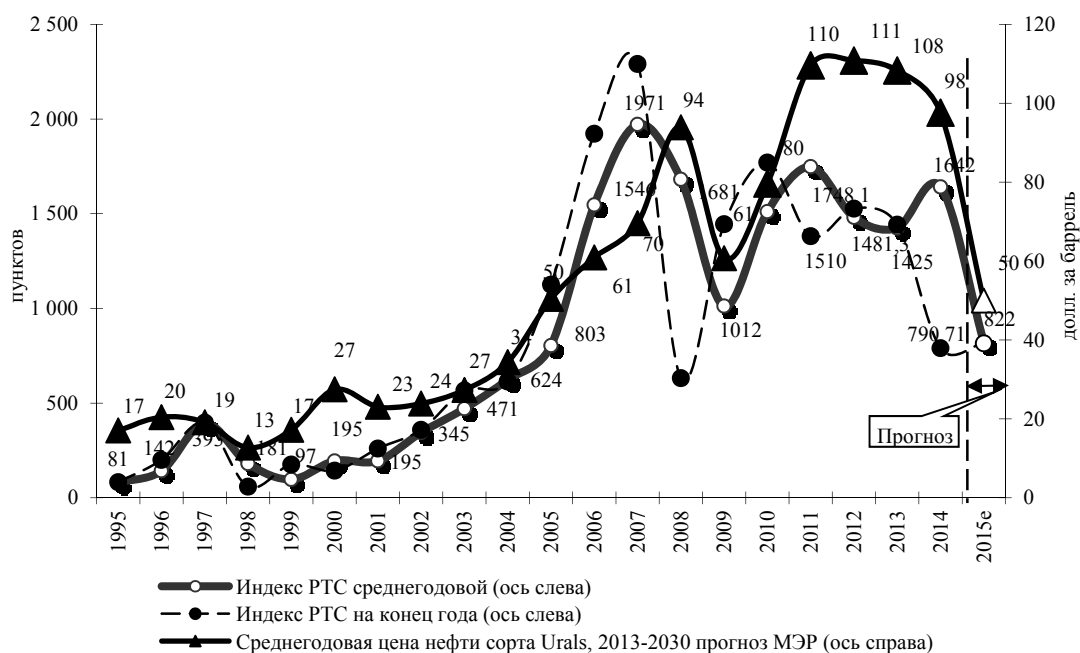
Таким образом, в краткосрочной перспективе с горизонтом до года, можно предполагать, что снижение суверенного рейтинга России и вслед за ним крупнейшим российским компаниям со стороны всех трех международных рейтинговых агентств, несколько усилят отток иностранных портфельных инвестиций с указанных сегментов, но не вызовет обвала рынка и массовых распродаж российских активов крупными иностранными институциональными инвесторами. Многих иностранных инвесторов от распродаж будет удерживать надежда на то, что текущие проблемы российской экономики как-то будут урегулированы в недалеком будущем (сырьевые цены возобновят рост, режим санкций постепенно ослабнет).

Однако на более длительной перспективе (2–3 года) при сохранении рейтингов ниже инвестиционного уровня потери для финансовой системы и бизнеса будут нарастать. Даже при относительно «мягком сценарии», предполагающем, что, перейдя, через инвестиционный уровень, рейтинги перестанут быстро снижаться, а основная часть иностранных институциональных инвесторов проявит терпение к российским активам, для государства и компаний закроется возможность привлечения нового иностранного капитала. Сложно будет поддерживать инвестиционную активность, национальный бизнес все больше будет уступать в конкурентоспособности глобальным конкурентам. Длительная стагнация цен финансовых активов будет представлять угрозу для стабильности банковской системы.

3.7.3. Цены акций и динамика нефтяных цен

Как было показано в разделе 3.3.1, российский фондовый рынок зависит от цен на нефть. Данная цена является индикатором состояния глобальной экономики, стабильности финансовой системы и уровня денежной ликвидности в ней. Текущие прогнозы Минэкономразвития России и международных финансовых организаций, схожи в том, что в среднесрочной перспективе нефтяные цены повышаться не будут из-за развития новых технологий добычи нефти и газа, позволяющих многим странам постепенно перейти на самообеспечение нефтью и газом. Более того, если говорить о публичном пространстве, Минэкономики России пока сократил горизонт планирования до одного года и в прогнозе на 2015 г. исходит из цены на нефть в 50 долл. за баррель.

Если применить уравнение зависимости между ценой на нефть и индексом, указанным на *рис. 11*, к прогнозу нефтяных цен Минэкономразвития России на 2015 г., получается, что среднегодовой индекс РТС упадет с 1642 пункта в 2014 г. до 822 пунктов в 2015 г.; значение индекса РТС наоборот несколько вырастет с 790,7 пунктов в 2014 г. до 816,0 пунктов, или на 3,2% на конец 2015 г. (*рис. 43*).



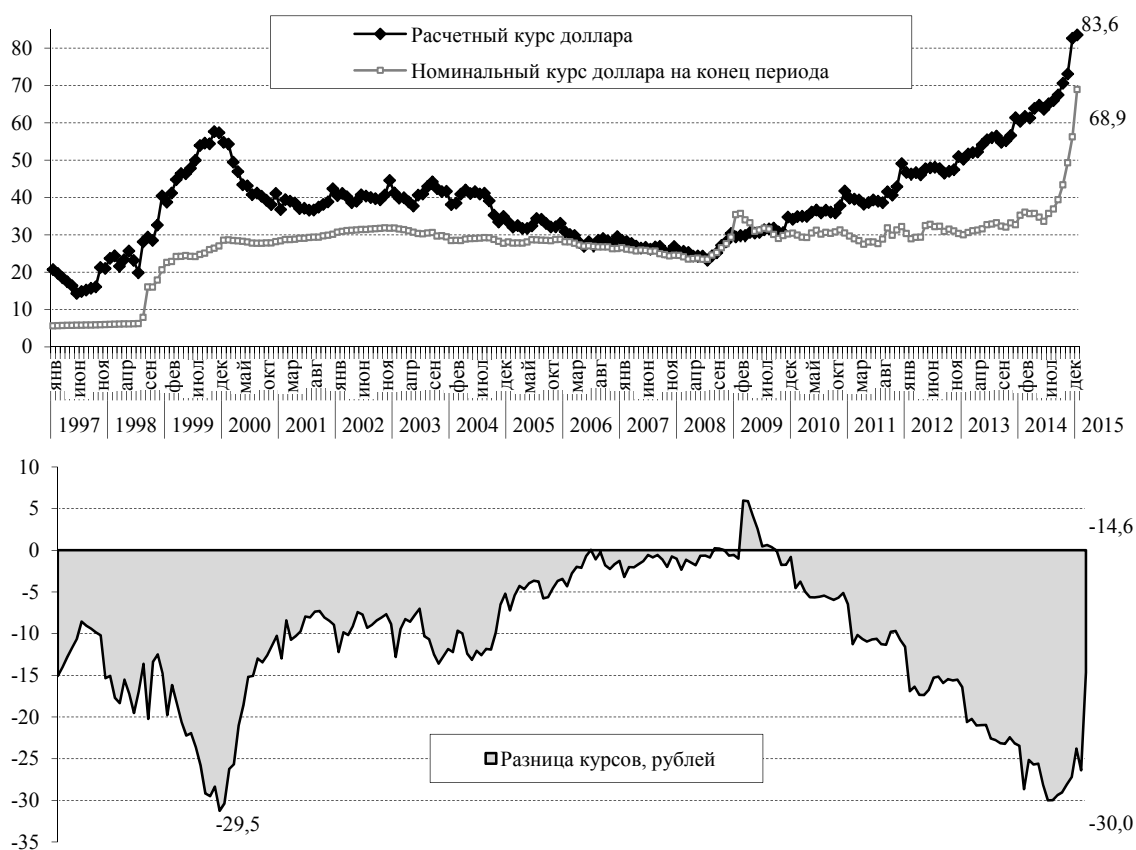
Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным МЭР и Московской биржи.

Рис. 43. Прогноз индекса РТС на 2015 г. исходя из прогноза цен нефти МЭР

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

3.7.4. Риски девальвации рубля в среднесрочной перспективе

Опыт прошедших кризисов в России показывает необходимость поддержания определенного соотношения между объемом рублевой денежной массы (M2) и золотовалютными резервами (рис. 44).



Источник: рассчитано по данным Банка России и Минфина России.

Рис. 44. Зависимость номинального курса доллара в рублях от курса расчетного января 1997 – январь 2015 г.

На графиках показано соотношение между официальным курсом доллара в рублях на конец месяца и расчетным курсом доллара, определяемым путем деления величины денежной массы (M2) на стоимость золотовалютного резерва¹. Опережающий рост расчетного курса, отражающий обеспеченность рублевой массы золотовалютными запасами, по сравнению с официальным курсом, как правило, свидетельствует о более мягкой монетарной политике властей и увеличивающихся рисках девальвации рубля. Во время кризиса в 1998–1999 гг. разрыв между расчетным и официальным курсами происходил за счет девальвации последнего. С 1999 г. до середины 2008 г. разница между курсами сокращалась за

¹ Данный индикатор не является универсально информативным для разных стран, особенно с диверсифицированной экономикой, однако из-за высокой зависимости курса рубля от экспортной выручки его аналитическая ценность для российской финансовой системы существенна.

счет пополнения золотовалютных резервов. После кризиса 2008 г. рост золотовалютных резервов прекратился, монетарные власти перешли к стимулированию экономического роста за счет наращивания денежного предложения. Разрыв расчетного и официального курса вновь стал расти. Интересно, что каждый раз при достижении разрыва между указанными курсами в размере 30 рублей (в обоих случаях примерно двукратного превышения расчетного курса над официальным), монетарные власти приступали к реализации неординарных мер, направленных на сокращения разрыва между данными курсами. С 1999 г. государство стало активно пополнять золотовалютный резерв, а в середине 2014 г. проведя либерализацию валютного курса, государство провело девальвацию рубля на 67,3%.

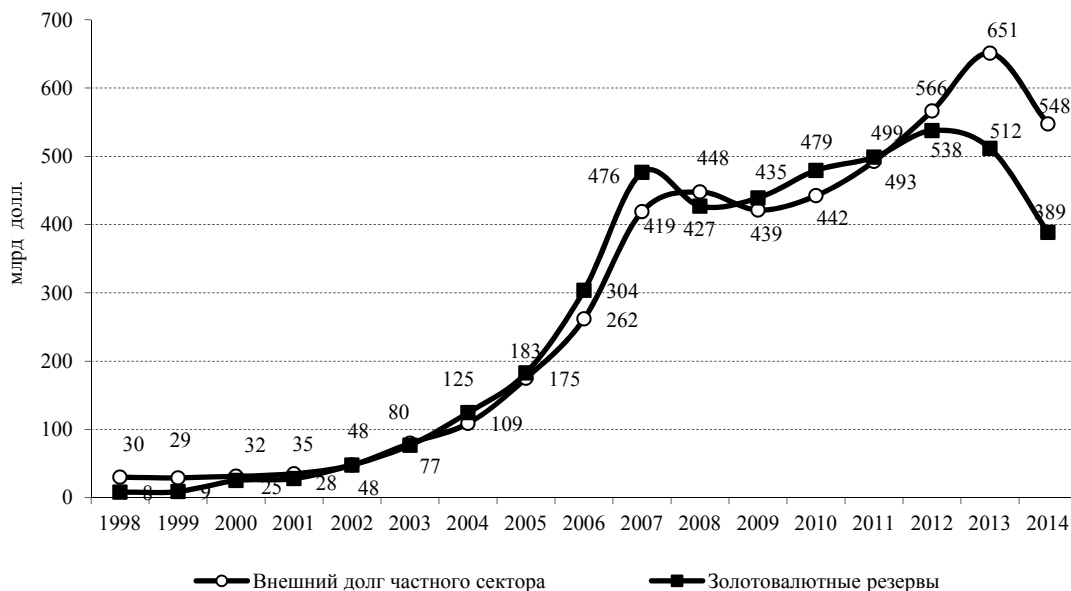
По нашему мнению, в среднесрочной перспективе в конце января 2015 г. рубль достиг дна падения. За январь разрыв между расчетным и фактическим курсом снизился с 30,0 руб. до 14,6 руб., то есть в 2 раза. Это дает основание полагать, что при отсутствии внешних шоков, например, в виде обвального оттока иностранных портфельных инвестиций, падения нефтяных цен до 30–40 долл. за баррель или перехода к сверхмягкой денежно-кредитной политике, рубль может сохранять свои позиции на уровне 60 руб. за долл.

3.7.5. Риски обслуживания внешнего долга банками и нефинансовыми компаниями

Санкции привели к тому, что российские компании и банки не смогли рефинансировать на международных рынках свои внешние долги и были вынуждены для их погашения приобретать дополнительный объем валюты на внутреннем рынке. Среднегодовая сумма прироста внешней задолженности частного сектора в 2011–2013 гг. составляла 69,6 млрд долл. В результате санкций сумма указанной задолженности сократилась с 651 млрд долл. в 2013 г. до 614 млрд долл. на 1.10.2014 г., или на 36,7 млрд долл. (рис. 45). То есть можно предположить, что из-за санкций в 2014 г. российские компании и банки не сумели занять на глобальных рынках около 110 млрд долл. Одновременно с этим размер золотовалютного резерва в 2014 г. уменьшился с 512 млрд долл. до 389 млрд долл., или на 123 млрд долл. Данная сумма пошла на поддержку курса рубля на валютном рынке, в том числе косвенным образом на пополнение запасов валюты российских организаций, необходимых для погашения их внешней задолженности. Для сравнения – в период управляемой девальвации рубля в августе 2008 г. – феврале 2009 г. золотовалютные резервы сократились на 212 млрд долл., достигнув минимума в размере 384 млрд долл.

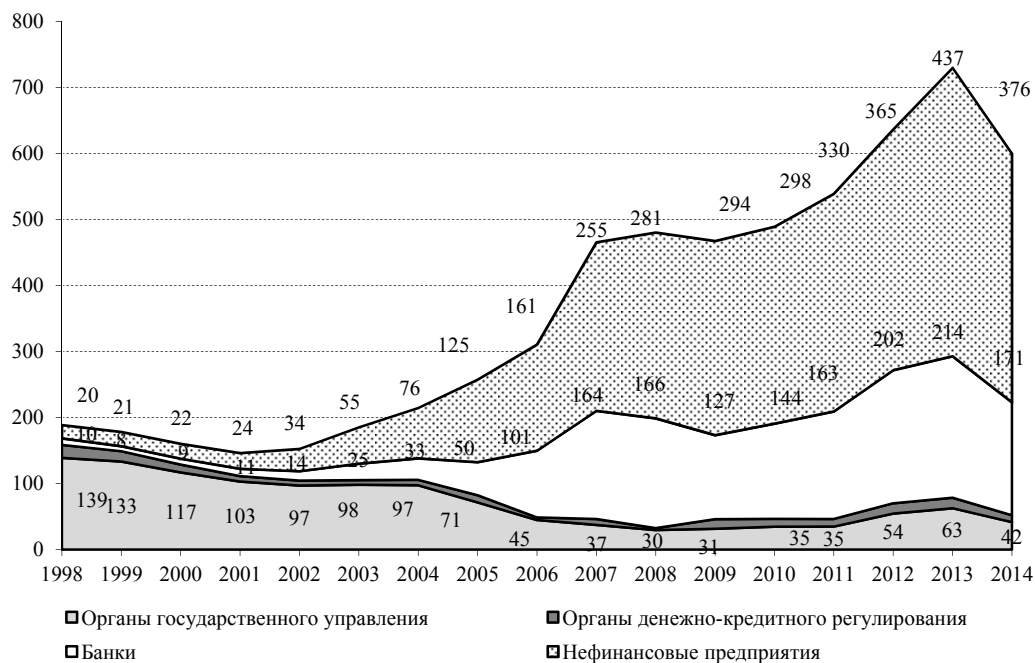
В 2014 г. основное снижение внешнего долга пришлось на банки и нефинансовые компании. Долг банков нерезидентам сократился с 214 млрд долл. в 2013 г. до 171 млрд долл. в 2014 г., или на 20,1%. Внешний долг нефинансовых компаний за тот же период времени уменьшился с 437 млрд долл. до 376 млрд долл., или на 14,0%. Те сложности, с которыми столкнулась Россия в 2014 г. при погашении внешнего долга бизнеса в условиях действия международных санкций, еще раз заставляют задуматься о необходимости тщательного регулирования внешней долговой нагрузки российских компаний. Без оперативно принятых мер по поддержке российских компаний за счет валютных интервенций, кредитования банков в валюте Банком России в форме валютных «свопов» и валютного РЕПО, мер

по использованию золотовалютных резервов для финансовой поддержки бизнеса, компании вряд ли смогли самостоятельно справиться в 2014 г. с обслуживанием своих валютных долгов.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным платежного баланса за ряд лет.

Рис. 45. Рост долгов частного сектор и финансового излишка государства



Источник: по данным платежного баланса за ряд лет.

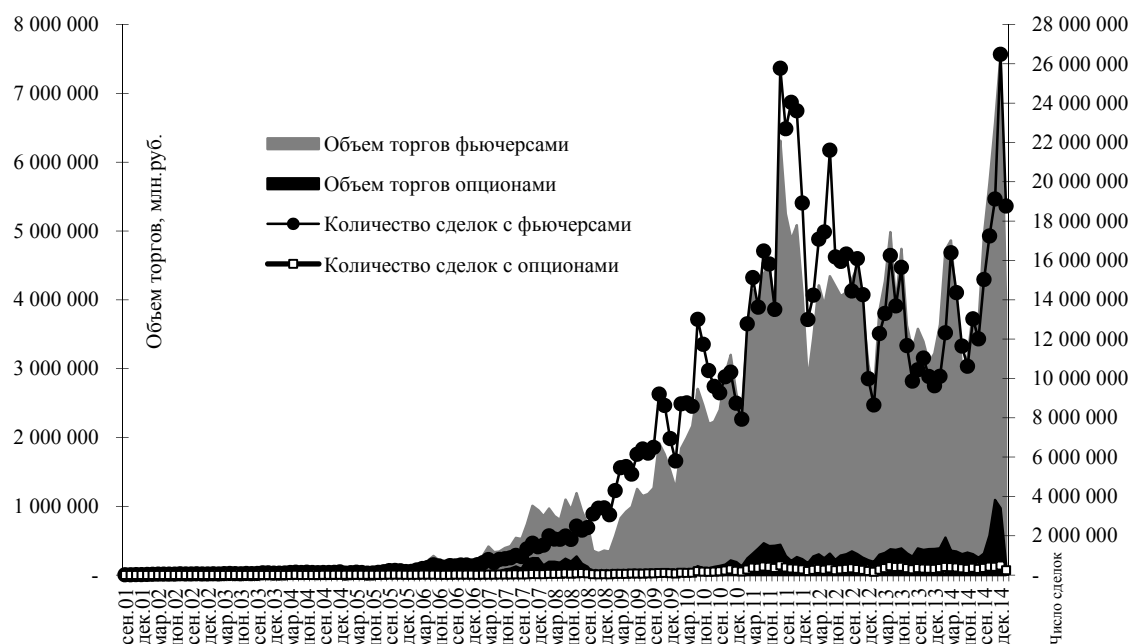
Рис. 46. Внешний долг Российской Федерации в 1998–2014 гг., млрд долл.

3.7.6. Операционные риски фондового и срочного рынков

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

Повышенная торговая активность часто не только вредит инвестиционным результатам основной массы частных инвесторов, но и создает повышенные операционные риски для торговых систем. Каждый год биржа все активнее вовлекается в борьбу за возможность обработки все более растущего потока заявок, где ей противостоят около 600 участников, обладающих всеми необходимыми ресурсами для роста операционной активности. При этом влияние данной конкуренции на рост капитализации эмитентов, привлечение новых денег, улучшение результативности инвестирования вовсе не очевиден. Поэтому в предстоящие годы следует ожидать продолжения операционных проблем в инфраструктурных организациях, которые, возможно, поставят вопрос о необходимости установления дальнейших мер, регулирующих высокочастотную торговлю.

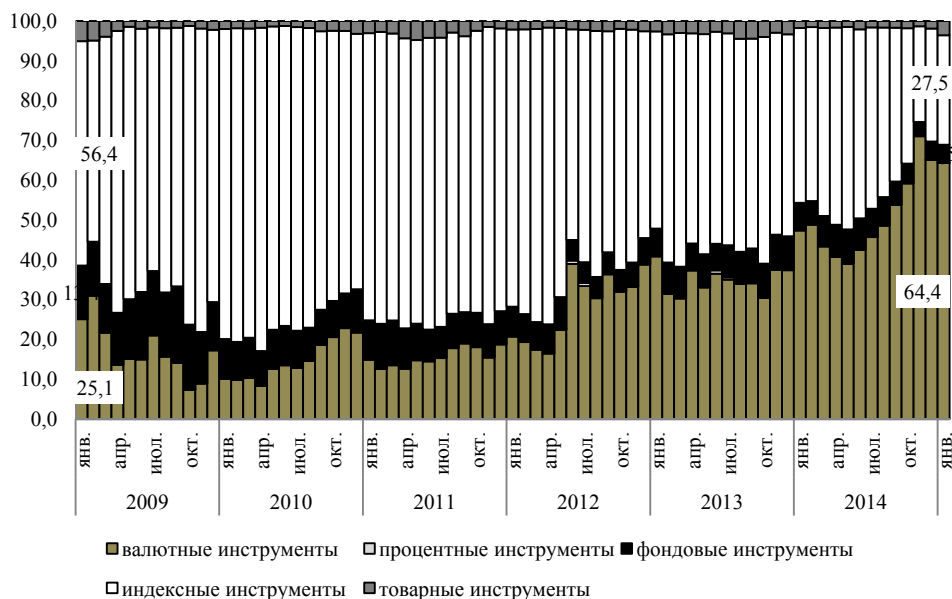
Срочный рынок FORTS вызывает опасения аналогичного порядка. Количество сделок и объемы торгов на нем растут быстрыми темпами (рис. 47), активы клиентов увеличиваются медленнее, информация о количестве участников данного рынка и их операционной активности является непрозрачной.



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

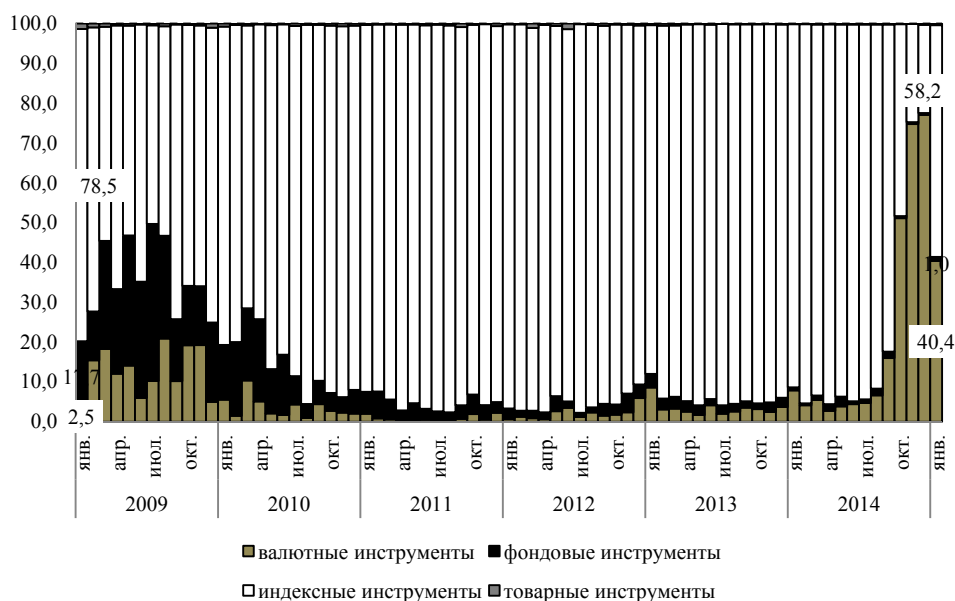
Рис. 47. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке Московской биржи с 1.09.2001 г. по 31.01.2015 г.

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



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 48. Структура фьючерсного рынка Московской биржи в 2009 – январе 2015 гг., % по стоимости сделок



Источник: расчеты ИЭП им. Е.Т. Гайдара по данным Московской биржи.

Рис. 49. Структура рынка опционов Московской биржи в 2009 – январе 2015 гг., % от стоимости сделок

Срочный рынок все более активно развивается в сторону валютных сделок, доля индексных инструментов на рынке фьючерсов существенно сокращается (рис. 48). На фьючерсном рынке доля сделок с валютными инструментами выросла с 25,1% в январе 2009 г. до 64,4% в январе 2015 г., доля сделок с индексными

инструментами за соответствующий период времени снизилась с 56,4% до 27,5%. Это показывает, что во время острой фазы текущего кризиса участники рынка для целей хеджирования в большей мере использовали фьючерсы на валюту, чем на ценные бумаги и индексы. Невысокой пока остается роль процентных инструментов срочного рынка.

На рынке опционов доля сделок с валютными инструментами выросла с 2,5% в январе 2009 г. до 40,4% в январе 2015 г., доля сделок с индексными инструментами за соответствующий период времени снизилась с 78,5% до 58,2%.

3.8. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований

3.8.1. Динамика развития рынка

По итогам 2014 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с дефицитом в размере 485,6 млрд руб. (0,68% ВВП). По сравнению с 2013 г. размер дефицита консолидированного регионального бюджета в долях ВВП сократился в 1,4 раза. Так, в 2013 г. дефицит территориальных бюджетов составил 625,5 млрд руб. (0,94% ВВП).

В 2014 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с дефицитом в 393,2 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом в 38,4 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и Санкт-Петербурга – с профицитом в 1,2 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с дефицитом в 20,1 млрд руб., бюджеты городских и сельских поселений – с профицитом в 2,6 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с дефицитом в 37,8 млрд руб.

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

Таблица 18

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

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
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 ИЭП им. Е.Т. Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

Таблица 19

**Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов
к бюджетным расходам в 2007–2014 гг. (в %)**

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований г. Москвы и г. Санкт-Петербурга	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
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 ИЭП им. Е.Т. Гайдара на основе данных Федерального казначейства.

По состоянию на 1 января 2015 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 75 субъектах РФ (в 2013 г. – в 77 регионах). Суммарный объем дефицита был на уровне 559,5 млрд руб., или 6,3% от доходной части их бюджетов (в 2013 г. – 655,0 млрд руб., или 8,1%).

Средний уровень бюджетного дефицита составил 7,9% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Амурской области – 19,2%, Удмуртской республике – 16,6%, Еврейской АО – 15,9%, Мурманской области – 15,3%. Более 9,9% общего дефицита консолидированного бюджета или 55,6 млрд руб. пришлось на г. Москва (табл. 22).

С профицитом в 2014 г. был сведен консолидированный бюджет в 10 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 6 в 2013 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 73,9 млрд руб., или 6,1% доходной части их бюджетов (в 2013 г. – 29,5 млрд руб., или 2,6% доходной части бюджетов). Среднее значение бюджетного профицита составило 3,2% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета сложилось в г. Севастополь – 14,4% и в Сахалинской области – 14,0%.

Основной объем (74,4%) суммарного профицита консолидированного регионального бюджета обеспечили три субъекта Российской Федерации: Сахалинская область 22,8 млрд руб., или 30,9% суммарного профицита, Республика Крым – 17,3 млрд руб., или 23,4%, и Ленинградская область – 13,5 млрд руб., или 18,2%.

3.8.2. Структура накопленного долга

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов Российской Федерации в 2014 г. увеличился на 351,5 млрд руб., составив 2089,0 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований увеличился на 24,3 млрд руб., составив 313,2 млрд руб. При этом рублевый эквивалент объема накопленных внешних заимствований региональных консолидированных бюджетов увеличился на 9,5 млрд руб., составив 27,8 млрд руб.

Таблица 20

**Чистые заимствования региональных
и местных бюджетов (% ВВП)**

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

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

3.8.3. Структура заимствований

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов составил 2106,2 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали Нижегородская обл. – 169,6 млрд руб., и Омская обл. – 132,5 млрд руб. По сравнению с 2013 г. объем заимствований в номинальном выражении увеличился на 910,8 млрд руб., или на 76,2%.

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 5,3%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 36,5%, на прочие заимствования (заимствования в коммерческих банках и международных кредитных организациях) – 58,2%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета составил 376,2 млрд руб. Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали: Костромская обл. – 15,0%, Республика Коми – 14,0%, Магаданская обл. – 13,8%, Республика Карелия – 13,3%, Удмуртская Республика – 13,1% (табл. 21).

Крупнейшими чистыми заемщиками стали: Красноярский край – 22,5 млрд руб., Краснодарский край – 19,6 млрд руб., Московская обл. – 19,2 млрд руб., Свердловская обл. – 17,4 млрд руб., Самарская обл. – 14,9 млрд руб.

За счет превышения объемов погашения ранее сделанных займов над вновь проводимыми накопленный долг сократили восемь регионов: г. Москва – на 17,4 млрд руб., Сахалинская обл. – на 4,4 млрд руб., Санкт-Петербург – на 4,0 млрд руб., Белгородская обл. – на 1,0 млрд руб., Приморский край – на 0,8 млрд руб., Тюменская обл. – на 0,4 млрд руб., Чукотский АО – на 0,2 млрд руб., Республика Тыва – на 0,2 млрд руб.

Таблица 21

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов
Российской Федерации в 2014 г.**

	Доходы бюджета (млн руб.)	Дефицит (профицит) бюджета (млн руб.)	Отношение дефицита (профицита) к доходам, %	Привлеченные заемные средства к доходам, %	Чистое заимствование к доходам, %	Расходы на погашение заимствований к доходам, %	Чистые заимствования к дефициту (профициту), %
1	2	3	4	5	6	7	8
Центральный федеральный округ							
Белгородская обл.	88313,6	2135,9	2,4	10,5	3,1	7,4	129,6
Брянская обл.	55635,0	919,67	1,7	20,9	3,6	17,3	215,9
Владимирская обл.	63595,4	2027,3	3,2	2,5	1,0	1,4	31,5
Воронежская обл.	110006,9	13835,5	12,6	27,0	10,7	16,3	84,9

Продолжение таблицы 21

1	2	3	4	5	6	7	8
Ивановская обл.	44828,7	3838,7	8,6	83,6	4,7	78,9	54,5
Тверская обл.	68283,0	2691,5	3,9	71,1	3,2	67,9	81,4
Калужская обл.	59466,3	6286,8	10,6	20,2	7,8	12,4	73,8
Костромская обл.	29812,4	4287,7	14,4	60,1	15,0	45,1	104,1
Курская обл.	54737,6	523,1 5	9,6	44,3	7,1	37,2	74,0
Липецкая обл.	62500,6	-169,3	-0,3	15,0	7,4	7,5	-2748,3
Московская обл.	557996,9	5921,9	1,1	11,9	3,4	8,4	324,7
Орловская обл.	37336,6	2604,9	7,0	17,5	6,8	10,7	97,8
Рязанская обл.	56401,3	1930,4	3,4	29,6	4,1	25,5	119,1
Смоленская обл.	44372,4	3880,1	8,7	41,2	12,2	29,0	139,4
Тамбовская обл.	54702,5	2701,4	4,9	46,3	5,0	41,3	101,0
Тульская обл.	86192,6	3646,8	4,2	21,5	2,6	18,9	62,0
Ярославская обл.	75684,6	8325,9	11,0	36,5	9,1	27,4	82,9
г. Москва	1684423,5	55607,0	3,3	1,2	-1,5	2,7	-46,7
г. Байконур	3850,7	-12,8	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Итого	3238140,7	125691,0	3,9	12,4	1,7	10,7	43,3
Северо-Западный федеральный округ							
Республика Карелия	41762,7	4119,0	9,9	63,5	13,3	50,2	134,8
Республика Коми	77517,9	11528,5	14,9	27,0	14,0	13,0	94,4
Архангельская обл.	90026,7	8380,9	9,3	103,8	5,4	98,4	58,0
Вологодская обл.	65870,1	4667,7	7,1	50,5	7,6	42,9	107,2
Калининградская обл.	69345,7	-815,9	-1,2	12,5	3,3	9,3	-277,9
Ленинградская обл.	133853,0	-13459,1	-10,1	5,0	0,0	4,9	-0,3
Мурманская обл.	68573,2	10502,4	15,3	37,6	11,6	26,0	75,5
Новгородская обл.	32610,5	4631,5	14,2	30,4	6,9	23,5	48,6
Псковская обл.	34846,2	2806,8	8,1	9,8	0,9	8,9	11,3
г. Санкт-Петербург	477510,3	14647,4	3,1	0,0	-0,8	0,9	-27,6
Ненецкий автономный округ	19815,2	655,5	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Итого	1111731,6	47664,8	4,3	20,6	3,2	17,4	73,5
Южный федеральный округ							
Республика Калмыкия	12833,9	629,3	4,9	7,0	4,3	2,8	86,7
Краснодарский край	269526,0	27172,5	10,1	14,4	7,3	7,1	72,0
Астраханская обл.	46598,3	5879,7	12,6	53,9	12,1	41,8	95,8
Волгоградская обл.	113594,3	9159,7	8,1	26,5	7,9	18,6	98,1
Ростовская обл.	192887,5	13276,3	6,9	7,8	6,4	1,4	92,9
Республика Адыгея (Адыгея)	19102,8	1038,5	5,4	12,6	5,4	7,2	100,0
Итого	654543,0	57 156,0	8,7	17,2	7,3	9,8	84,2
Северо-Кавказский федеральный округ							
Республика Дагестан	109011,5	3312,0	3,0	7,3	0,8	6,4	27,5
Кабардино-Балкарская Республика	33521,8	1937,0	5,8	61,8	5,1	56,7	87,9
Республика Северная Осетия-Алания	29846,4	2076,8	7,0	34,8	4,6	30,2	65,8
Республика Ингушетия	27451,5	23,1	0,1	2,8	1,5	1,3	1728,0
Ставропольский край	113529,5	5869,8	5,2	24,4	6,3	18,1	121,7
Карачаево-Черкесская Республика	21500,1	2342,6	10,9	14,2	5,0	9,2	46,1
Чеченская Республика	78248,6	2395,3	3,1	4,7	1,5	3,2	49,8
Итого	413109,4	17956,7	4,3	18,0	3,3	14,6	76,8

Продолжение таблицы 21

1	2	3	4	5	6	7	8
Приволжский федеральный округ							
Республика Башкортостан	196960,0	14222,4	7,2	5,6	3,0	2,6	41,1
Республика Марий Эл	31114,3	2450,9	7,9	25,1	6,6	18,5	84,1
Республика Мордовия	45607,4	5740,1	12,6	122,7	6,3	116,3	50,4
Республика Татарстан (Татарстан)	242863,6	19443,9	8,0	29,7	2,1	27,6	25,6
Удмуртская Республика	75897,5	12588,5	16,6	37,1	13,1	24,0	79,0
Чувашская Республика-Чувашия	53357,2	3363,3	6,3	41,2	5,5	35,7	87,0
Нижегородская обл.	172443,6	11109,2	6,4	98,3	7,0	91,4	108,3
Кировская обл.	63448,4	5117,7	8,1	57,4	7,6	49,8	94,0
Самарская обл.	182608,0	15329,5	8,4	22,4	8,2	14,2	97,3
Оренбургская обл.	105635,1	4231,0	4,0	16,1	2,9	13,1	73,3
Пензенская обл.	60713,9	2548,4	4,2	18,3	5,4	12,9	129,3
Пермский край	143111,4	12873,2	9,0	32,5	8,3	24,2	92,4
Саратовская обл.	100379,3	7236,6	7,2	39,2	4,3	35,0	59,2
Ульяновская обл.	52210,7	4269,2	8,2	21,4	9,0	12,5	109,5
Итого	1526350,6	120524,0	7,9	37,3	5,7	31,5	72,7
Уральский федеральный округ							
Курганская обл.	40817,2	3992,8	9,8	20,9	7,0	13,9	71,7
Свердловская обл.	245693,4	22473,7	9,1	27,9	7,1	20,8	77,5
Тюменская обл.	172935,6	-6324,5	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Челябинская обл.	169527,3	5494,7	3,2	7,0	3,9	3,1	120,5
Ханты-Мансийский автономный округ - Югра	267077,5	-7457,8	-2,8	20,8	0,7	20,1	-25,4
Ямало-Ненецкий автономный округ	170035,1	-1473,4	-0,9	18,9	5,7	13,2	-658,8
Итого	1066086,2	16705,5	1,6	16,6	3,6	13,0	230,5
Сибирский федеральный округ							
Республика Бурятия	60400,5	4607,4	7,6	15,2	5,1	10,0	67,3
Республика Тыва	26688,7	1269,9	4,8	2,5	-0,5	3,0	-9,8
Алтайский край	113666,7	1723,5	1,5	1,7	0,7	1,1	44,2
Красноярский край	222939,2	23077,7	10,4	21,4	10,1	11,4	97,4
Иркутская обл.	150543,2	14020,5	9,3	10,5	6,1	4,5	65,0
Кемеровская обл.	149466,0	14024,1	9,4	14,9	7,0	7,9	74,9
Новосибирская обл.	153863,9	15841,3	10,3	65,4	8,5	56,9	82,2
Омская обл.	98194,1	6834,5	7,0	135,0	7,5	127,4	108,3
Томская обл.	69549,0	5980,2	8,6	75,7	7,8	68,0	90,5
Республика Алтай	22544,8	-157,0	-0,7	10,0	1,0	8,9	-146,8
Республика Хакасия	31842,3	3291,6	10,3	31,5	9,1	22,4	88,4
Забайкальский край	60761,3	7547,2	12,4	38,1	8,6	29,5	69,5
Итого	1160458,8	98060,9	8,5	36,1	6,9	29,2	81,6
Дальневосточный федеральный округ							
Республика Саха (Якутия)	189770,8	5032,4	2,7	5,2	2,3	2,9	86,2
Приморский край	121168,3	4377,0	3,6	16,2	0,8	15,5	21,5
Хабаровский край	114606,5	15714,6	13,7	22,5	7,5	15,0	54,4
Амурская обл.	62438,7	11958,6	19,2	56,0	9,3	46,7	48,3
Камчатский край	68409,9	1256,1	1,8	2,6	-0,4	3,0	-23,2
Магаданская обл.	30024,0	4460,5	14,9	21,8	13,8	8,0	93,0
Сахалинская обл.	163267,3	-22815,7	-14,0	12,2	-3,5	15,7	25,3

Окончание таблицы 21

1	2	3	4	5	6	7	8
Еврейская автономная обл.	13238,1	2102,0	15,9	35,1	6,9	28,2	43,4
Чукотский автономный округ	22466,3	1008,0	4,5	9,3	0,4	8,9	9,9
Итого	785390,0	23093,3	2,9	16,0	2,4	13,6	81,0
Крымский федеральный округ							
г.Севастополь	27717,0	-3976,6	-14,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Республика Крым	131223,1	-17291,2	-13,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Итого	158940,0	-21267,8	-13,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Российская Федерация - итого:	10114750,1	485584,2	4,8	20,8	3,7	17,1	77,5

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

Внутренние облигационные займы

В 2014 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 31 субъекта Федерации и 5 муниципальных образований (по сравнению с 28 регионами и 1 муниципалитетом, выпустившими облигации в 2013 г.). Проспекты эмиссии в Минфине России в 2014 г. зарегистрировали: Волгоградская обл., Красноярский край, Республика Карелия, Нижегородская область, Тверская обл., Санкт-Петербург, Томская обл., Республика Саха (Якутия), Ярославская обл., Удмуртская Республика, Самарская обл., Ставропольский край, Республика Башкортостан, Белгородская обл., Липецкая область, Воронежская область, Тульская обл., Оренбургская область, Новосибирская обл., Республика Мордовия, Смоленская область, Омская область, Свердловская обл., Республика Коми, Республика Чувашия, Республика Хакасия, Республика Марий Эл, Ханты-Мансийский АО, Ленинградская обл., Магаданская обл., Новосибирск, Омск, Томск, Волгоград, г. Волжский Волгоградской области.

В 2014 г. объем размещаемых облигаций, составил 120,3 млрд руб., сократившись по сравнению с уровнем 2013 г. на 22%. Таким образом, за год объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций сократился с 0,23% ВВП до 0,16% ВВП (табл. 22).

Таблица 22

Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг (в % ВВП)

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

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

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили: Красноярский край – 18,3 млрд руб., или 16,4% от общего объема внутренних заимствований, Ханты-Мансийский АО – 14,0 млрд руб., или 12,6%, Самарская обл. – 12,0 млрд руб., или 10,8%, Республика Коми – 10,1 млрд руб., или 9,1%.

Таким образом, на четырех крупнейших эмитентов пришлось 48,9% от общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций (табл. 23).

Таблица 23

Размещение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 2014 г.

Субъект Федерации	Объем эмиссии (млн руб.)	Доля эмитента в общем объеме эмиссии (в %)	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям (в %)
Центральный федеральный округ			
Белгородская область	5000,0	4,5	53,9
Воронежская область	5813,0	5,2	19,6
Липецкая область	5000,0	4,5	53,4
Ярославская область	5000,0	4,5	18,1
Северо-Западный федеральный округ			
Республика Карелия	2000,0	1,8	7,5
Республика Коми	10100,0	9,1	48,2
Ленинградская область	275,0	0,2	4,1
г. Санкт-Петербург	189,2	0,2	100,0
Южный федеральный округ			
Волгоградская область	6 000,0	5,4	19,9
Приволжский федеральный округ			
Республика Башкортостан	6000,0	5,4	54,6
Республика Марий Эл	2000,0	1,8	25,6
Самарская область	12000,0	10,8	29,4
Оренбургская область	6000,0	5,4	35,4
Уральский федеральный округ			
Ханты-Мансийский автономный округ - Югра	14000,0	12,6	25,2
Сибирский федеральный округ			
Красноярский край	18250,0	16,4	38,2
Новосибирская область	7000,0	6,3	7,0
Омская область	1900,0	1,7	1,4
Томская область	317,2	0,3	0,6
Республика Хакасия	1650,0	1,5	16,5
Дальневосточный федеральный округ			
Республика Саха (Якутия)	2 500,0	2,2	25,2
Магаданская область	500,0	0,4	7,6
Российская Федерация – итог:	111494,4	100,0	5,3

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

Наиболее высокий уровень секьюритизации (100%) наблюдался у Санкт-Петербурга.

Объем погашаемых ценных бумаг превысил объем размещаемых на 9,2 млрд руб., тогда как в 2013 г. объем чистого размещения превышал 77,6 млрд руб. (табл. 24).

Таблица 24

Объемы чистых заимствований на рынке внутренних субфедеральных и муниципальных ценных бумаг (млн руб.)

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
1	2	3	4
2014			
Чистые заимствования	-9235,9	-7410,5	-1825,5
Привлечение средств	111494,4	110094,4	1400,0
Погашение основной суммы задолженности	120730,3	117504,8	3225,5
2013			
Чистые заимствования	77610,5	75454,0	2156,5
Привлечение средств	154642,0	149641,8	5000,2
Погашение основной суммы задолженности	77031,5	74187,8	2843,7

Окончание таблицы 24

1	2	3	4
2012			
Чистые заимствования	38175,9	36797,5	1378,5
Привлечение средств	119855,0	115953,2	3901,9
Погашение основной суммы задолженности	81679,1	79155,7	2523,4
2011			
Чистые заимствования	-58202,6	-57113,1	-1089,5
Привлечение средств	55050,7	53366,2	1684,5
Погашение основной суммы задолженности	113253,3	110479,3	2774,1
2010			
Чистые заимствования	29774,6	28612,0	1162,6
Привлечение средств	111106,3	105854,3	5252,0
Погашение основной суммы задолженности	81331,7	77242,4	-4089,3
2009			
Чистые заимствования	95457,6	97916,5	-2458,9
Привлечение средств	158114,0	153992,6	4121,5
Погашение основной суммы задолженности	62656,4	56076,1	6580,4
2008			
Чистые заимствования	68851,3	72984,9	-4133,7
Привлечение средств	178565,7	177324,4	1241,4
Погашение основной суммы задолженности	109714,5	104339,4	5375,0
2007			
Чистые заимствования	25867,0	23692,0	2175,0
Привлечение средств	84159,2	79889,8	4269,4
Погашение основной суммы задолженности	58292,2	56197,8	2094,3

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

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2014 г. С 1999 г. ежегодные эмиссии облигаций проводит Волгоградская обл., с 2003 г. – Красноярский край, с 2004 г. – республика Карелия и Нижегородская область. Впервые осуществили выпуск эмиссионных долговых ценных бумаг Магаданская область, г. Омск и г. Волжский Волгоградской области. (табл. 25).

Таблица 25

**Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных
и муниципальных ценных бумаг в 2002-2014 гг.**

Эмитент	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Субъекты Федерации													
Волгоградская обл.	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Красноярский край		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Карелия			*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская область			*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Тверская обл.	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Томская обл.	*	*	*	*	*	*	*		*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)	*	*	*	*	*	*	*		*	*	*	*	*
Ярославская обл.		*	*	*	*	*	*		*	*	*	*	*
Удмуртская Республика				*		*	*		*	*	*	*	*

Продолжение таблицы 25

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Самарская обл.		*		*	*	*	*	*		*	*	*	*
Ставропольский край							*			*	*	*	*
Республика Башкортостан	*		*	*	*	*				*	*	*	*
Белгородская обл.	*	*		*	*		*				*	*	*
Липецкая область			*	*	*	*	*				*	*	*
Воронежская область			*	*	*	*					*	*	*
Тульская обл.					*						*	*	*
Оренбургская область											*	*	*
Новосибирская обл.		*	*	*		*						*	*
Республика Мордовия	*											*	*
Смоленская область												*	*
Омская область												*	*
Свердловская область									*	*	*		*
Республика Чувашия	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Хакассия										*		*	*
Республика Марий Эл												*	*
Республика Коми	*	*	*	*	*	*		*		*	*		*
Ханты-Мансийский АО		*	*						*				*
Ленинградская обл.	*	*	*	*									*
Магаданская обл.													*
Костромская обл.	*	*		*		*				*		*	
Москва	*	*	*	*	*		*	*	*			*	
Кемеровская область												*	
Калужская обл.				*		*	*	*			*	*	
Вологодская обл.											*	*	
Краснодарский край				*			*			*		*	
Рязанская область										*		*	
Иркутская обл.	*	*	*	*	*	*	*	*	*			*	
Ивановская обл.							*				*		
Республика Бурятия											*		
Мурманская обл.		*	*							*			
Пензенская обл.						*	*	*					
Ульяновская обл.							*	*					
Курганская обл.						*		*					
Московская обл.		*	*	*	*	*	*	*					
Республика Калмыкия							*						
Хабаровский край		*	*	*	*								
Кабардино-Балкарская Республика					*								
Ямало-Ненецкий АО			*	*									
Брянская обл.				*									
Сахалинская обл.		*											
Курская обл.		*											
Приморский край													
Муниципалитеты													
Новосибирск			*	*	*	*				*	*	*	*
Волгоград	*	*	*		*	*		*	*	*	*	*	*
Томск			*	*	*	*	*	*	*	*		*	*
Омск													*
г.Волжский Волгоградской обл.													*
Красноярск			*	*	*		*	*	*	*	*	*	
Казань					*	*	*		*	*	*		
Краснодар										*	*		
Уфа		*	*	*						*			
г. Электросталь Московской области							*		*				
Смоленск									*				
Липецк						*	*	*					
Магадан						*	*	*					
Братск								*					
Новоросийск								*					

Окончание таблицы 25

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Екатеринбург	*	*	*	*	*	*	*						
Клинский район Московской области					*	*	*						
Ногинский район Московской области				*		*	*						
Благовещенск						*	*						
Чебоксары					*		*						
г. Балашиха Московской области							*						
Одинцовский район Московской области					*	*							
Астрахань						*							
Брянск						*							
Воронеж						*							
г. Орехово-Зуево Московской области						*							
Ярославль						*							
Южно-Сахалинск			*	*	*								
Новочебоксарск	*			*	*								
Ангарск					*								
Вурнарский район Чувашской Республики					*								
г. Шумерля Чувашской Республики					*								
Барнаул				*									
Пермь				*									
Нижний Новгород		*											
Кострома													
Архангельск													
Дзержинский													

Источник: Минфин России.

3.9. Российский банковский сектор

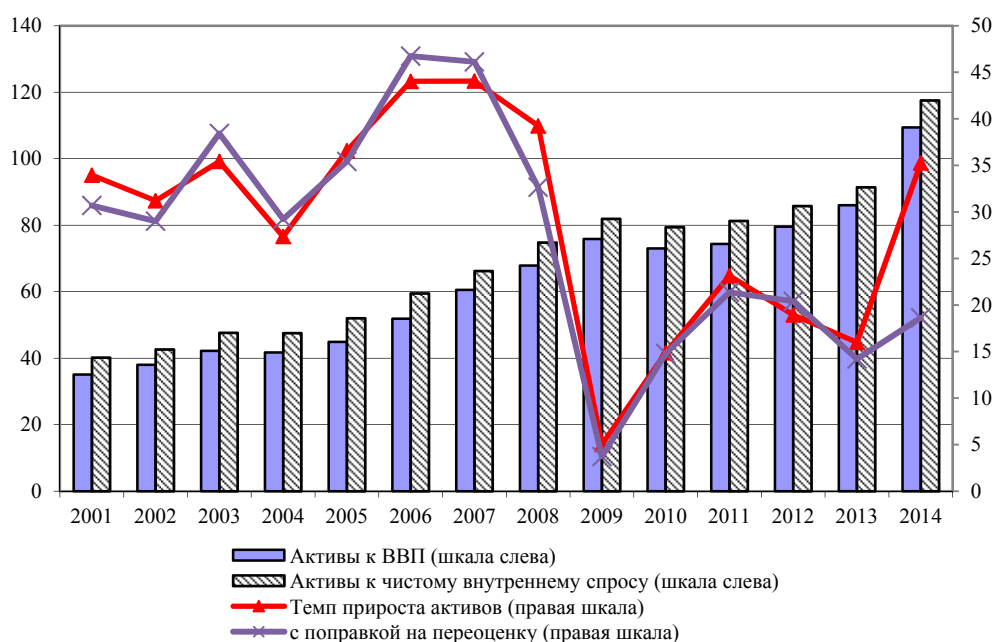
3.9.1. Основные тенденции банковского сектора

К началу 2015 г. российский банковский сектор подошел в состоянии на грани полномасштабного системного кризиса. Основные негативные тенденции сформировались уже давно и их усиление наблюдалось в течение всего прошедшего года. Общее ухудшение экономической динамики и падение доходов широкого круга экономических агентов негативно отразилось как на ресурсной базе банковского сектора, так и на качестве банковских активов. В последние месяцы 2014 г. ситуация в денежной сфере резко обострилась, что выразилось прежде всего в резком падении курса национальной валюты, увеличении спроса на валютные активы и вызванные этим проблемы с банковской ликвидностью. Ужесточение процентной политики Банка России в декабре 2014 г. очевидным образом привело к остановке кредитования и, возможно, значительно ухудшило качество активов, однако, на итоговой отчетности банков за 2014 г., рост рисков по активным операциям банков проявился еще не в полной мере.

Номинальный рост активов банковского сектора в 2014 г. заметно увеличился по сравнению с несколькими предыдущими годами, в первую очередь за счет переоценки валютных активов. Номинальная величина совокупных активов банков за год увеличилась почти на 30%. С устранением эффекта переоценки иностран-

ных валют к рублю темп прироста банковских активов в 2014 г. остался на уровне предыдущего года – около 15%.

Высокий номинальный темп роста активов привел к значительному росту отношения активов банков к размерам российской экономики. Впервые в истории России размер банковского сектора превысил годовую величину ВВП в номинальном выражении и достиг 109% ВВП. Однако во многом это не заслуга самих банков, а результат стечения обстоятельств. Фактор девальвации рубля мы уже отметили. Дополнительный поддерживающий эффект для темпов роста банковского сектора оказала господдержка в виде рефинансирования ЦБ РФ и депозитов Минфина России. Без них рост банковских активов в 2014 г. не превысил бы 9–10%.



Примечание. Чистый внутренний спрос рассчитывается как ВВП без чистого экспорта и представляет собой оценку внутреннего потребления и накопления в экономике.

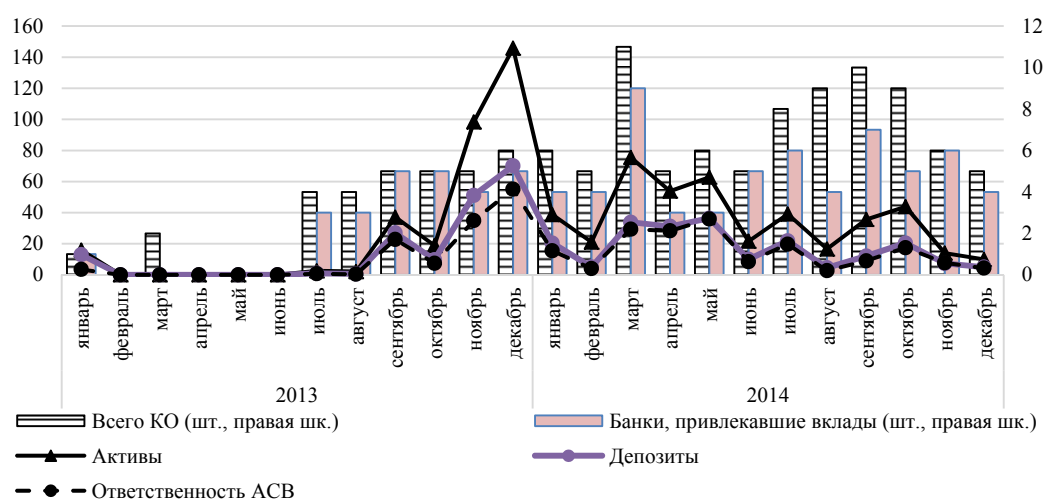
Источник: Банк России, Росстат, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 50. Темп прироста банковских активов и их отношение к ВВП и чистому внутреннему спросу, %

В 2014 г. увеличилась интенсивность отзывов банковских лицензий. За 2014 год лицензии были отозваны у 85 кредитных организаций, в том числе у 61 банка, имевших право на привлечение вкладов населения. Процесс так называемой «зачистки» банковского сектора начался с назначением на должность председателя Центрального Банка Э. Набиуллиной летом 2013 г. С июля по декабрь 2014 г. было отозвано 29 лицензий, включая 25 у банков, привлекавших средства физических лиц. В среднемесечном выражении в 2014 г. лицензии отзывались заметно интенсивнее, чем во втором полугодии 2013 г. – более 7 штук в месяц против менее 5. Прекращение деятельности этих организаций безусловно оказало некоторое негативное влияние на динамику банковских активов, но этот эффект

оказался очень незначительным. Сумма активов банков, у которых в 2014 г. была отозвана лицензия, на последнюю отчетную дату перед лишением права продолжения деятельности составила 432 млрд руб., т.е. менее 1% от величины активов банковского сектора на начало 2014 г. В основном закрывались небольшие по размеру банки, средний размер активов кредитных организаций, лишившихся лицензии в 2014 г. – около 5 млрд руб., а максимальный размер – 40 млрд руб.

Более крупные банки подвергались режиму финансового оздоровления. Наиболее заметные случаи принятий решений о санации банков в 2014 г. касались банков Траст, Мособлбанк и др. Но даже несмотря на то что наиболее крупные проблемные банки в 2014 г. избегали процедуры отзыва лицензии, интенсивная динамика вывода с рынка проблемных банков привела к истощению Фонда обязательного страхования вкладов. Размер Фонда по состоянию на 1 января 2015 г. составил 84 млрд руб., а за вычетом сформированного резерва для выплат по наступившим страховым случаям – 65 млрд руб. В начале 2014 г. объем фонда составлял 140 млрд руб., а в начале 2013 г. – 203 млрд руб. Всего за прошедший год вкладчикам закрытых банков было выплачено более 200 млрд руб., тогда как в 2013 г. – 104 млрд руб., а за все предшествующие годы работы Агентства – всего 73 млрд руб. Оставшиеся средства в Фонде обязательного страхования вкладов не способны покрыть ответственность Агентства перед вкладчиками любого банка из 20 крупнейших.



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

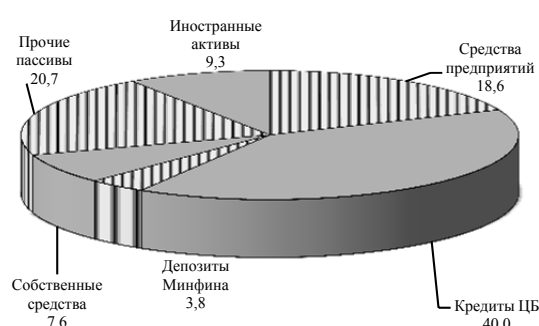
Рис. 51. Основные характеристики отзывов банковских лицензий в 2013–2014 гг.

Основные риски для банковского сектора, реализация которых последовательно нарастала в течение всего 2014 г., сводятся к трем группам:

1. Риски сокращения ресурсной базы и связанные с ними риски ликвидности банковского сектора;
2. Риски ухудшения качества активов;
3. Риски, связанные с нехваткой собственных средств.

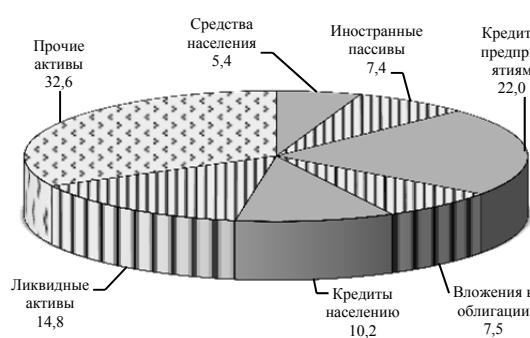
В динамике ресурсной базы банков в 2014 г. превалирующую роль стали играть средства регуляторов денежного рынка – Центрального банка и Минфина, которые обеспечили более 40% прироста ресурсов банковского сектора. Два из трех основных традиционных источников роста банковских ресурсов в 2014 г. перестали выполнять эту функцию. Вклады населения и задолженность перед иностранными кредиторами большую часть года сокращались, требуя отвлечения дополнительных ресурсов вместо пополнения ресурсной базы банков.

Дополнительным ресурсом для банков в 2014 г. выступило сокращение инвестиций в иностранные активы. Можно сказать, что все погашение внешней задолженности банков было обеспечено за счет уменьшения этой категории банковских активов.



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 52. Структура формирования ресурсов банковского сектора (рост пассивов и сокращение активов) в 2014 г., в % к итогу



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 53. Структура использования ресурсов банковского сектора (рост активов и сокращение пассивов) в 2014 г., в % к итогу

Изменения в распределении активов банковского сектора свидетельствуют о замедлении темпов роста кредитного портфеля. На увеличение совокупной задолженности частных и корпоративных заемщиков было направлено всего лишь около 30% перераспределенных банками финансовых ресурсов, вместо 60%, как это было характерно для периода 2011–2013 гг., в том числе 10% на кредиты физлицам (в 2013 г. – 31%), на кредиты предприятиям 22% (в 2013 г. – 29%). Около 13% ресурсов ушло на погашение задолженности перед иностранными кредиторами и возврат вкладов населению. При этом погашение внешней задолженности, как уже было отмечено выше, скорее всего было профинансировано иностранными же активами.

Значительная доля прочих активов объясняется ростом долговых обязательств, используемых в операциях РЕПО, и увеличением вовлеченности банков в операции с производными финансовыми инструментами. Обе эти статьи баланса невозможно отнести к тому или иному сектору-контрагенту, поскольку банковская отчетность не подразумевает их более подробную классификацию. Кроме того, банки значительно увеличили запас ликвидных активов, что может быть объяснено

созданием резервов ликвидности в условиях высокой неопределенности на финансовых рынках в конце 2014 г.

Далее мы подробно рассмотрим перечисленные выше группы рисков банковской деятельности актуальные на конец 2014 г.

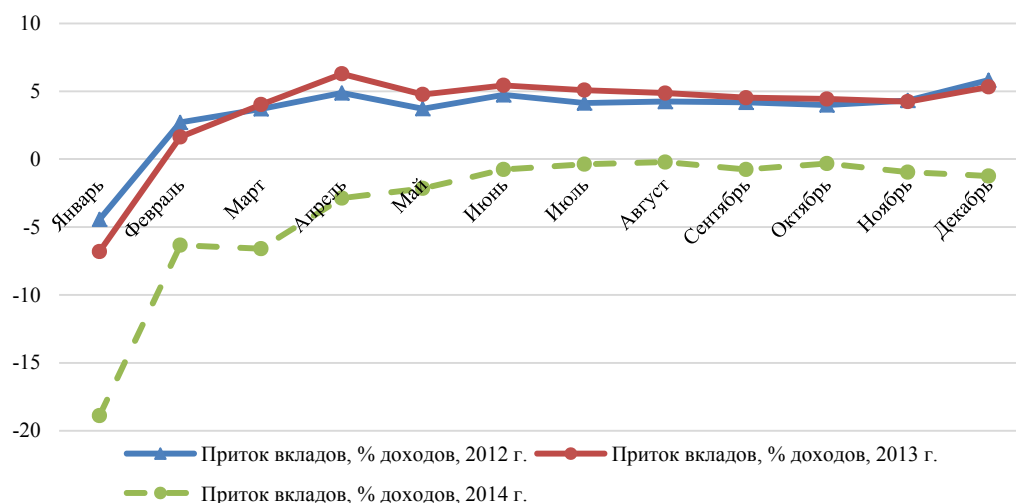
3.9.2. Замедление роста ресурсной базы

Замедление притока частных вкладов

Замедление притока частных вкладов наметилось еще в конце 2013 г. как реакция клиентов банков на активизацию процесса отзыва лицензий кредитных организаций. С начала 2014 г. к этому добавился фактор девальвации, усиливший негативное отношение частных вкладчиков к сбережениям на банковских счетах и депозитах. Приток новых депозитов населения в банки в 2014 г. прекратился. В течение всего года накопленный приток вкладов так и не вышел в положительную область. Если в предшествующие годы население сберегало на банковских счетах около 5% своих доходов, то за 2014 г. наоборот объем вкладов сократился более, чем на 1% от величины денежных доходов населения (рис. 54).

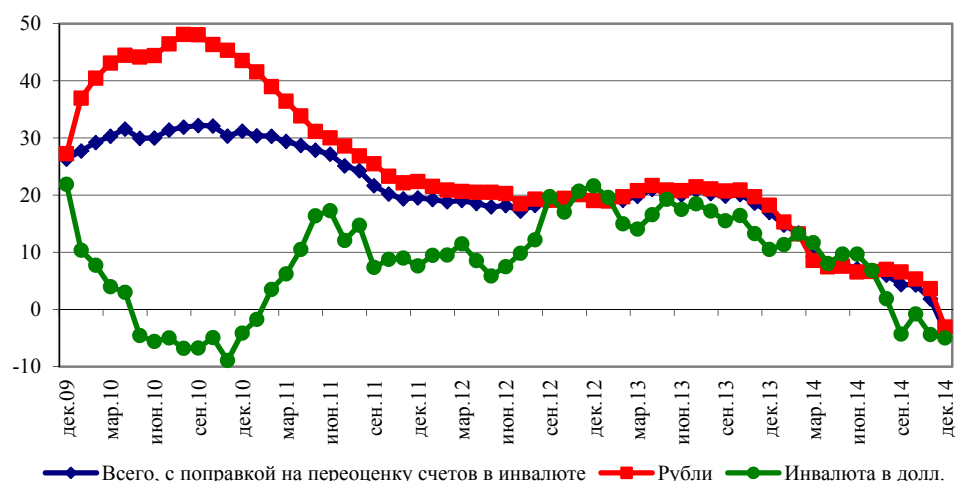
Годовой темп прироста вкладов по итогам года стал отрицательным: с поправкой на переоценку валютных депозитов объем вкладов снизился в 2014 г. на 4,0% (на 684 млрд руб.). С учетом величины процентных выплат, составивших около 5% годовых (863 млрд руб.), население за последний год изъяло из банковского сектора более 1,5 трлн руб.

Альтернативой сбережениям на банковских вкладах для населения традиционно выступает рост спроса на наличную иностранную валюту. За 2014 г. по предварительным оценкам Банка России запас наличной иностранной валюты на территории Российской Федерации увеличился на 34 млрд долл. В рублевом эквиваленте это соответствует 1,4 трлн руб., что очень близко к нашей оценке изъятия вкладов и процентов.



Источник: Банк России, Росстат, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 54. Приток вкладов населения в банки за период с начала года в % от денежных доходов населения, 2012–2014 гг.



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 55. Темп прироста депозитов населения 2010–2014 гг.
(% к соответствующей дате предшествующего года)

Внешняя задолженность

Еще до введения ограничений на внешние займы для российских госбанков динамика совокупной задолженности банков перед нерезидентами стала негативной. В методологии платежного баланса сокращение иностранных обязательств банков началось со II кв. 2014 г. и составило 7,5, 12,1 и 18,4 млрд долл. соответственно во II, III и IV кв. По балансовой отчетности кредитных организаций объем иностранных пассивов также сокращается с апреля 2014 г. С максимума на 1 апреля 2014 г. (176 млрд долл.) к 1 января 2015 г. внешняя задолженность банков сократилась на 36 млрд долл., или на 20%. Из этих 36 млрд долл., 27 млрд долл., или 75%, пришлось на Сбербанк и другие крупные госбанки. Это заметно больше, чем доля госбанков в совокупной задолженности банковского сектора перед нерезидентами – около 60%. Более быстрое сокращение внешней задолженности банков, очевидно, является последствием зарубежных санкций, которые были направлены именно против крупнейших российских банков.

Проблема внешнего фондирования смягчается тем, что для финансирования погашения внешней задолженности были использованы внешние же активы банковского сектора, которые за тот же период (с 1 апреля 2014 г. по 1 января 2015 г.) сократились на 50 млрд долл., из которых 34 млрд долл. – снижение активов госбанков. То есть совокупные вложения в зарубежные активы снизились даже сильнее сокращения объемов внешней задолженности. Последнее объясняется, вероятно, определенным желанием банков подстраховаться в ожидании возможного усиления санкционного давления, способного принудительно ограничить зарубежные операции российских банков.

Задолженность перед регуляторами

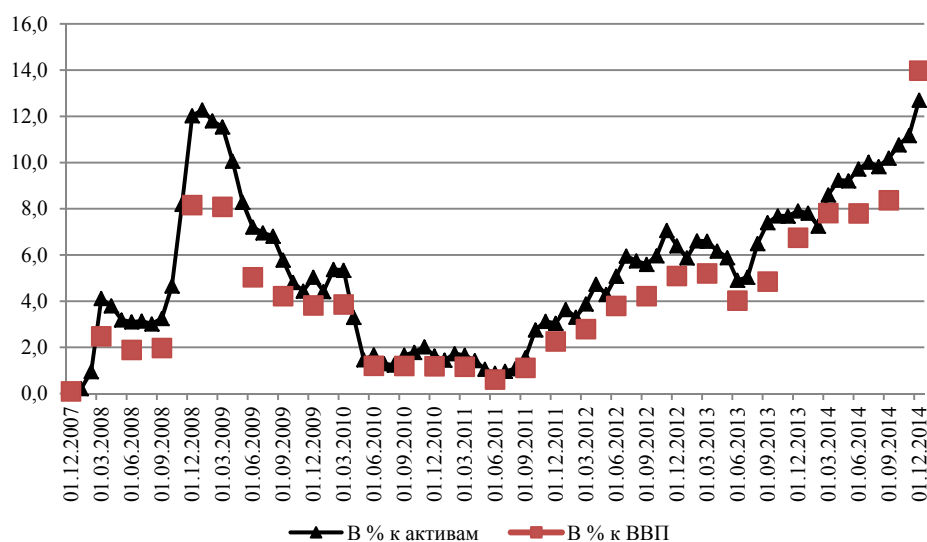
Негативная динамика основных сегментов привлеченных средств банков закономерно привела к росту зависимости банковского сектора от рефинансирования со

стороны Банка России и Минфина. Средства регуляторов компенсировали дефицит прочих привлеченных средств банковского сектора, поддерживая рост кредитования и исключая нарастание проблем с банковской ликвидностью. За 2014 г. задолженность банков перед денежными властями выросла на 5,3 трлн руб. или более чем в два раза, достигнув 9,9 трлн руб. Это составляет 12% от совокупных активов банков, почти достигнув максимума, наблюдавшегося в период кризиса 2009 г. (12,3%). По отношению к размерам экономики зависимость банков от государственной поддержки уже превысила 12% ВВП, тогда как в 2009 г. она достигала лишь 8%. Это связано с отмеченным выше ростом размеров банковского сектора относительно размеров российской экономики.

В конце 2014 г. обострившаяся проблема дефицита валюты на внутреннем рынке, обусловившая возросшую волатильность обменного курса рубля, заставила регуляторов денежного рынка активизировать предоставление валютных средств банкам на возвратной основе. Это, с одной стороны, удовлетворяло спрос на валюту со стороны банков и их клиентов, а с другой стороны, не оказывало давление на обменный курс.

Первые аукционы по операциям РЕПО в иностранной валюте были проведены в ноябре 2014 г., но основной объем валютных средств был предоставлен банкам в декабре 2014 (21,6 млрд долл., против 0,6 млрд долл. в ноябре) По состоянию на 1 января 2015 г. задолженность банков перед Банком России по операциям валютного РЕПО составила 20,2 млрд долл. (часть средств, предоставленных на сроки 1 и 4 недели была уже возвращена). Кроме того, Минфин также начала размещать в банках депозиты в иностранной валюте. На 1 января 2015 г. валютная задолженность банков перед Минфином составила 3 млрд долл.

В общем объеме задолженности банков перед регуляторами по состоянию на начало 2015 г. более 13% составляли средства в иностранной валюте (23 млрд долл., или 1,3 трлн руб.)



Источник: Банк России, Минфин России, Росстат, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 56. Господдержка банковского сектора по отношению к активам банков и размерам российской экономики

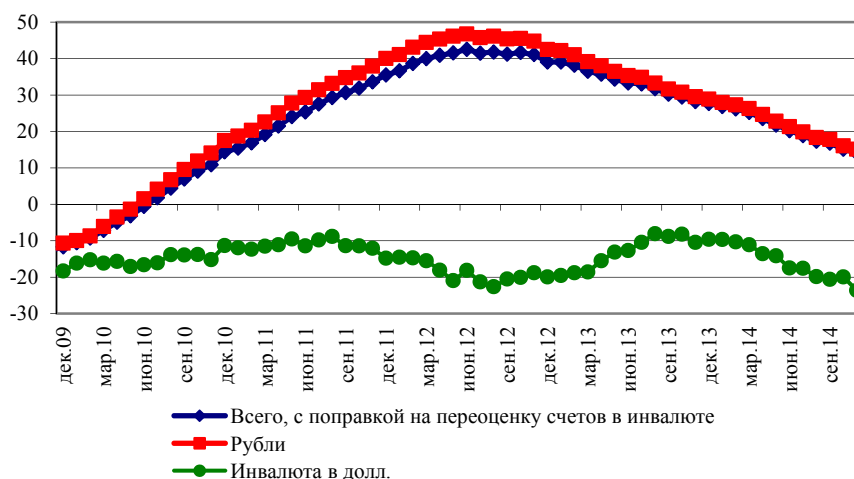
3.9.3. Ухудшение качества активов

2014 г. ознаменовался замедлением темпов роста совокупного кредитного портфеля банков, что очевидным образом вытекало из проблем с ресурсной базой. Годовые темпы прироста суммарной кредитной задолженности физических и юридических лиц снизились с 16,6% по итогам 2013 г. до 12,3% по итогам ноября 2014 г.

Наиболее резким в 2014 г. было замедление роста в розничном сегменте кредитного портфеля. Годовой темп прироста упал с 27,7% по итогам 2013 г. до 11,6% по итогам 2014 г. Валютные кредиты населению в долларовом выражении сократились за год почти на четверть, тем не менее, именно этот сегмент является для банков наиболее проблемным, что связано, главным образом с почти двукратной девальвацией рубля к доллару.

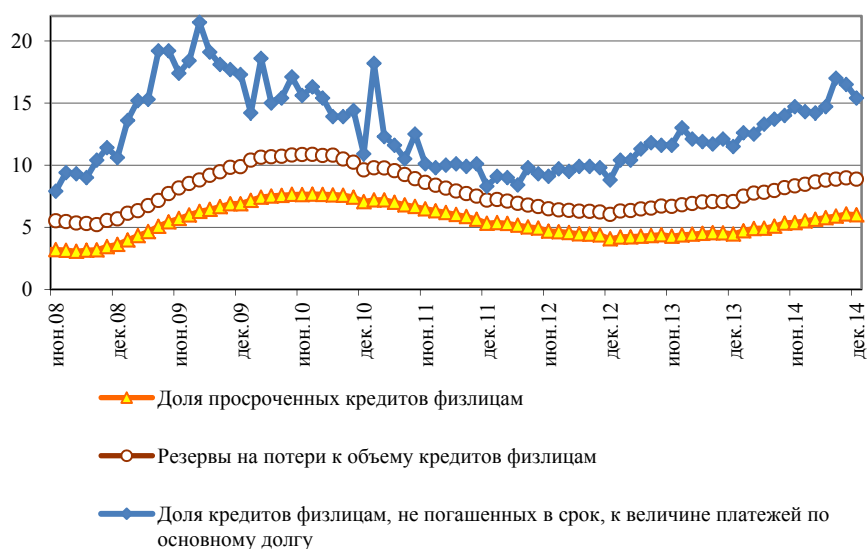
Замедление роста кредитного портфеля сопровождалось ухудшением его качества. За 2014 г. резервы на возможные потери по ссудам выросли на 977 млрд руб. (на 42%), при этом почти 40% от этого роста пришлось на увеличение резервов по просроченным кредитам (389 млрд руб.). Просроченная задолженность выросла на 547 млрд руб. (39%). В результате, доля просроченной задолженности по всем кредитам в общей задолженности выросла за 2014 год с 4,0 до 4,5%, а отношение резервов на возможные потери по ссудам к объему кредитного портфеля – с 6,8 до 7,7%.

Наиболее ярко ухудшение качества кредитного портфеля сказалась на его розничном сегменте. Доля просроченной задолженности по кредитам населению в общей задолженности по кредитам населения выросла к 1 января 2015 г. до 6,0%, а объем резервов на потери по кредитам физлицам – до 8,9% от общего объема задолженности физических лиц перед банками. Кроме того, в конце 2014 г. резко вырос объем платежей, непогашенных в установленный договором срок, – до 15–17% в целом по всем кредитам населения, в том числе до 17–19% по потребительским кредитам (рис. 58).



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 57. Динамика задолженности населения по банковским кредитам 2010–2014 гг. (% к соответствующей дате предшествующего года)



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

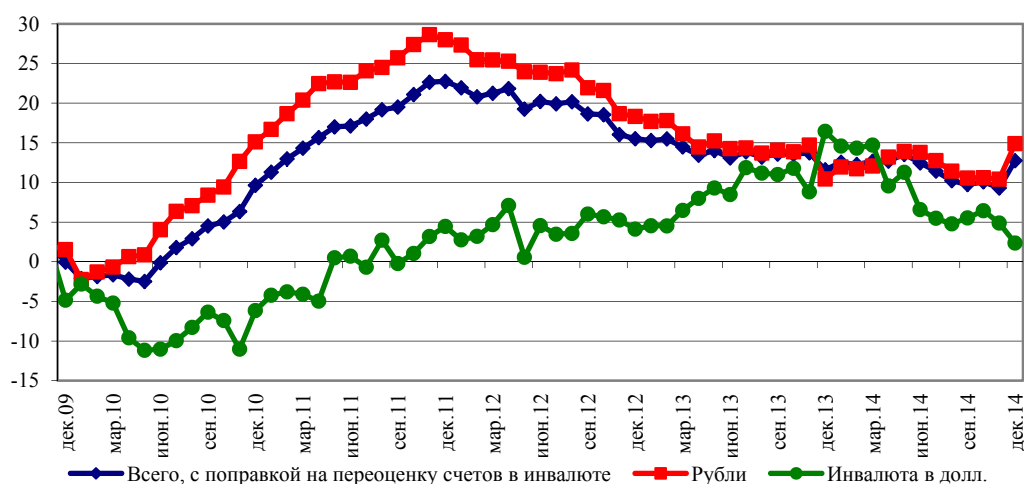
Рис. 58. Показатели качества розничного кредитного портфеля, 2008–2014 гг., %

Показатели качества розничных кредитов в конце 2014 г. приблизительно соответствовали уровню лета 2009 г. При этом отличительной особенностью текущей ситуации является то, что вплоть до конца 2014 г. темп роста кредитной задолженности физлиц всё еще оставался положительным, тогда как летом 2009 г. он упал ниже нуля. Это означает, что в настоящий момент потенциал роста «плохих долгов» оказывается более высоким даже в относительном выражении, не говоря уже об их абсолютных объемах.

Кредитование корпоративных заемщиков в 2014 г. росло довольно низкими темпами. Показатель номинальной динамики задолженности корпоративных клиентов перед банками, выросший до 26% по итогам 2014 г., не должен вводить в заблуждение, т.к. это в значительной степени лишь следствие эффекта переоценки кредитов в иностранной валюте в результате девальвации рубля. С поправкой на переоценку кредитов в иностранной валюте корпоративный кредитный портфель вырос в 2014 г. на 12,7%, что, впрочем, чуть выше, чем в 2013 г. (11,6%).

Это небольшое ускорение роста корпоративной кредитной задолженности перед банками в 2014 г. было обеспечено увеличением темпов роста рублевой задолженности с 10,4% в 2013 г. до 14,9% в 2014 г. Темп роста задолженности в иностранной валюте в долларовом выражении наоборот резко замедлился с 16,4% в 2013 г. до 2,4% в 2014 г. Такая динамика, очевидно, обусловлена значительной девальвацией рубля в 2014 г., в результате которой, обслуживание валютных кредитов стало слишком дорогим для заемщиков, и рост спроса на такие кредиты сильно замедлился.

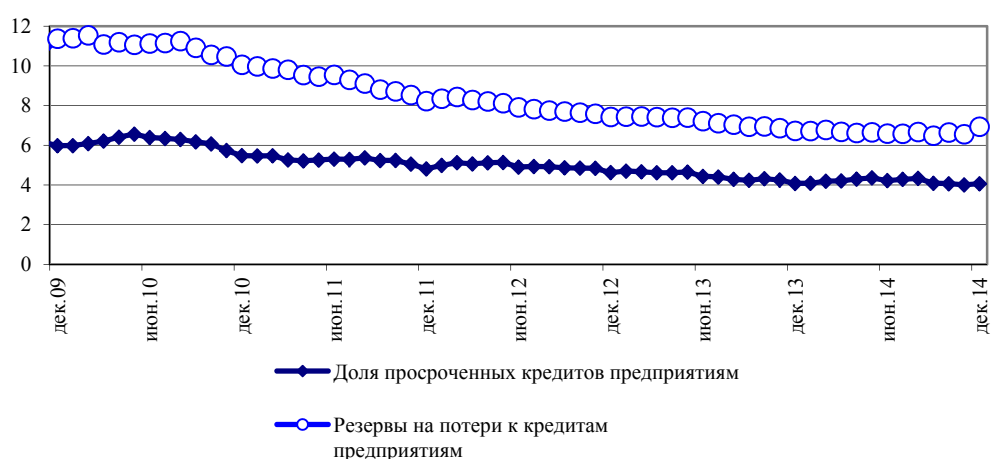
Отдельно стоит отметить, что практически в течение всего года темпы роста как рублевой, так и валютной кредитной задолженности предприятий замедлялись. Темпы роста рублевых кредитов увеличились лишь по итогам декабря, что отчасти связано с эффектом базы – в декабре 2013 г. наблюдалось сжатие объема банковского кредитования реального сектора.



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 59. Динамика задолженности корпоративных клиентов по банковским кредитам в 2010-2014 гг. (% к соответствующей дате предшествующего года)

Как ни странно, замедление роста объемов кредитного портфеля пока не сказалось на его качестве. Обычно снижение темпов роста кредитной задолженности проявляет накопившиеся проблемы, что выражается в опережающем росте просроченных кредитов и резервов по ссудам. Тем не менее вплоть до ноября 2014 г. доля просроченной задолженности корпоративных клиентов в общем объеме задолженности корпоративных заемщиков не росла, а значение этого показателя по состоянию на 1 декабря 2014 г. (4,0%) стало самым низким после кризиса 2008–2009 гг. Отношение резервов на возможные потери к объему кредитной задолженности корпоративных заемщиков в 2014 г. также достигало своего посткризисного минимума (6,5%), это случилось чуть раньше – 1 октября 2014 г.



Источник: Банк России, оценки ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 60. Показатели качества корпоративного кредитного портфеля банков, %, 2010–2014 гг.

Однако в последние месяцы года, в основном в декабре, качество корпоративного кредитного портфеля также начало демонстрировать тенденцию к ухудшению. Если за первые три квартала 2014 г. объем резервов вырос на 119 млрд руб., то в IV кв. – уже на 306 млрд руб. Рост просроченной задолженности в конце года также ускорился. Ее прирост в IV кв. (112 млрд руб.) сопоставим с увеличением за первые три квартала (109 млрд руб.).

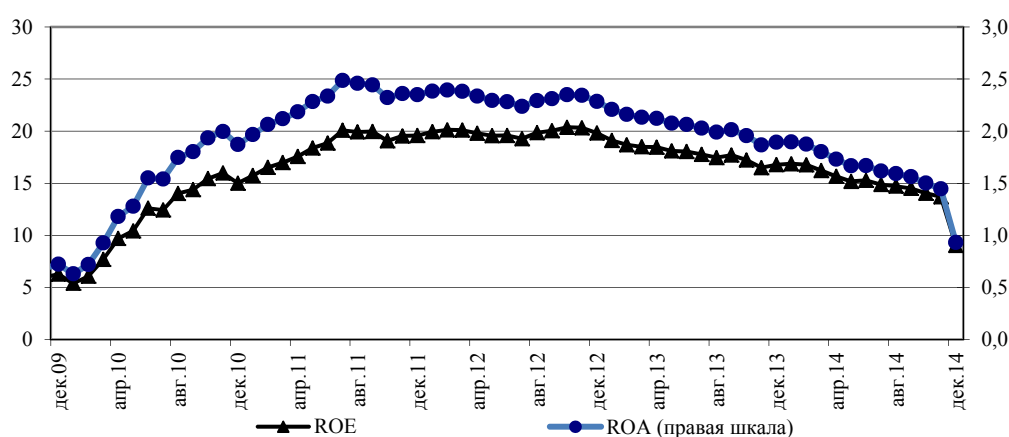
3.9.4. Снижение рентабельности банков

Рентабельность банковского сектора последовательно снижается уже несколько лет. В последние месяцы 2014 г. этот процесс ускорился под воздействием ухудшения качества кредитного портфеля, требующего увеличения отчислений в резервы, и роста ключевой ставки Банка России, ведущей к увеличению стоимости обслуживания средств, полученных от денежных властей, и соответствующего роста стоимости прочих заемных ресурсов. При этом вплоть до декабря 2014 г. кредитные ставки не в полной мере откликнулись на рост ключевой ставки.

С января по ноябрь 2014 г. ключевая ставка выросла на 4 п.п., а средняя ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям – менее чем на 3 п.п. В декабре 2014 г. ключевая ставка была повышена до 17% годовых, однако в среднем за месяц ее значение составило 13,5%, что на 4 п.п. выше ноябрьского. При этом средневзвешенные ставки по рублевым кредитам предприятиям в декабре 2014 г. выросли более, чем на 6 п.п. Тем не менее рост чистого процентного дохода банковского сектора в 2014 г. резко замедлился. Если в I кв. 2014 г. его величина была на 25% больше, чем в соответствующем периоде 2013 г. то в IV-м – лишь на 2%.

Кроме того, в конце 2014 г., как уже было отмечено выше, банки увеличили отчисления в резервы на возможные потери, а декабрь 2014 г. впервые за длительный период времени оказался убыточным для банковского сектора.

В результате по итогам 2014 г. рентабельность активов банковского сектора упала до 0,9%, а рентабельность собственных средств – до 9%, что близко к финансовым результатам банковского сектора в 2009 г. (0,7% и 6% соответственно).



Источник: Банк России.

Рис. 61. Рентабельность активов (ROA) и собственных средств (ROE) банковского сектора за 12 месяцев, предшествующих отчетной дате, %, 2009–2014 гг.