

ПРАВИТЕЛЬСТВО РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
«ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»

УДК 338.242

№ госрегистрации 115060340082

Инв.№

УТВЕРЖДАЮ
Первый проректор НИУ ВШЭ,
д-р.эконом.наук, профессор

_____ Л.М. Гохберг

«__» _____ 2015 г.

ОТЧЕТ
О НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ РАБОТЕ

по теме:

ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В
УСЛОВИЯХ КОНЪЮНКТУРНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

(заключительный)

0101-03-15

Руководитель темы: руководитель проектно-учебной
лаборатории анализа финансовых рынков,
д-р. эконом. наук, профессор

Т.В. Теплова

Москва 2015

Справка о проверке отчёта в системе Антиплагиат	
Название отчёта:	ОТЧЕТ О НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ РАБОТЕ «ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В УСЛОВИЯХ КОНЪЮНКТУРНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ» шифр темы 0101-03-2015
Наименование подразделения:	Факультет экономических наук
Наименование файла:	ОТЧЕТ_ВШЭ Теплова ГК МЭР 2015_v3.rar/ОТЧЕТ_ВШЭ Теплова ГК МЭР 2015_v3.doc
Реквизиты договора:	ГК № ГК-72-АВ/Д21 от 19 мая 2015
Система проверки (Антиплагиат-НИР и/или Антиплагиат-ВУЗ)	Антиплагиат-НИР
Процент оригинальности текста:	97,40%
Подпись руководителя НИР, дата:	Т.В. Теплова
Подпись специалиста, осуществляющего проверку в системе Антиплагиат, дата выдачи справки:	Т.В. Пронская 29.09.2015 <i>Пронская</i>

РЕФЕРАТ

Отчет 561 с., 215 рис., 168 табл., 202 источника.

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК, ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, СЦЕНАРНЫЕ ПРОГНОЗЫ, ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ, РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ, РЫНОК АКЦИЙ, РЫНОК СИНДИЦИРОВАННОГО КРЕДИТОВАНИЯ, РЫНОК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ, СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫЕ НЕЛИКВИДНЫЕ АКТИВЫ, БАНКОВСКИЕ АКТИВЫ, РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ (СРОЧНЫЙ РЫНОК), ФИНАНСОВЫЕ БАЛАНСЫ СЕКТОРОВ, БАЗЫ ДАННЫХ (ПОКАЗАТЕЛЕЙ), МОНИТОРИНГ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, МЕТОДИКА АНАЛИЗА ФИНАНСОВОЙ ГЛУБИНЫ, 100 ИНДИКАТОРОВ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ, 100 ИНДИКАТОРОВ РЫНКА АКЦИЙ, 500 ИНДИКАТОРОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ, СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ (МО), БАНКОВСКИЕ ОБЛИГАЦИИ (БО), ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ (ГО), КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ (КО), СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ, ЛИКВИДНОСТЬ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ, ADR, IPO/SPO, КОНЦЕНТРАЦИЯ СЕГМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА, РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ, СУВЕРЕННЫЕ ФОНДЫ, ОПЕРАЦИИ МИНФИНА, ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ, ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, СИСТЕМА ЗАВИСИМОСТЕЙ ОТ МАКРОПОКАЗАТЕЛЕЙ, SWOT АНАЛИЗ, ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ РФ, РЕГРЕССИОННЫЙ АНАЛИЗ, ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ, СИСТЕМА ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Научно-исследовательская работа «Прогноз развития финансовых рынков Российской Федерации в условиях конъюнктурной нестабильности» (шифр темы – 0101-03-15) выполнена федеральным государственным автономным образовательным учреждением высшего профессионального образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» на основании государственного контракта от 19 мая 2015 г. № ГК-72-АВ/Д21.

Актуальность и научная значимость проблемы. Более чем двадцатилетний период формирования рыночной экономики в РФ, включая формирование финансового сектора экономики, позволяет сделать определенные выводы о достигнутом в сопоставлении с развивающимися рынками и переходными экономиками, а также оценить упущенные возможности, возникшие в последние годы угрозы сбалансированному развитию и росту. На текущий момент Россия может характеризоваться как несбалансированная по финансовому уровню экономика, несмотря на предпринятые, особенно в последние годы, как отклик на обострение внутренних экономических проблем и внешней конъюнктурной

нестабильности, шаги по активизации инвестиционной активности компаний реального сектора и мотивации к инвестированию населения, очищению финансового сектора от недобросовестных участников. Наш вывод о несбалансированности базируется на ряде фактов. Так, в последние годы наблюдается снижение размера рынка акций при растущем долговом рынке. Велика вероятность при нарастании дефицита бюджета гипертрофированного роста государственного долга и долга регионов. В экономике отсутствуют «длинные деньги», низка активность частных инвесторов. На фоне обострения внешних и внутренних проблем растет долларизация экономики, высока инфляция и стоимость финансовых ресурсов. Слаба финансовая грамотность населения (что в том числе демонстрирует наличие валютных заимствований и требований переноса рисков на банки и государство) и отсутствуют действенные (не наносящие урон реальному сектору экономики) рычаги сглаживания валютной паники и «набегов на банки». Ручное управление реальным сектором экономики (при слабости малого и среднего бизнеса и растущей доли компаний с государственным участием, которые занимают лидирующие позиции в том числе и в финансовом секторе) позволяет в ряде случаев проводить оперативный комплекс мер по недопущению коллапса (например, как это имело место в декабре 2014г при личных переговорах первых лиц страны с экспортёрами по мотивации к продаже валюты), но эти действия не могут быть задействованы на постоянной основе и не всегда гарантируют положительный результат.

Слабо развиты рынки коллективных инвестиций, секьюритизации активов, хеджирования рисков. По показателям капитализации фондового рынка к ВВП, денежной массы к ВВП, международных резервов к ВВП Россия значительно отстает от развитых экономик. НИР предполагает раскрытие причин сложившихся диспропорций и разработки мер преодоления финансовой слабости экономики.

В 2014 г. в связи с напряженной геополитической обстановкой, введением запрета на рефинансирование кредитов на развитых рынках капитала для ведущих российских заемщиков, «бегством» иностранных инвесторов с российского рынка проблема обеспечения сбалансированного развития внутреннего финансового рынка становится крайне актуальной. В настоящее время внутренний финансовый рынок является ключевым источником финансирования предприятий реального сектора. Его состояние и перспективы развития определяют финансовую устойчивость и возможности роста российских компаний.

Экономическая эффективность и практическая значимость настоящей НИР определяются тем, что в результате работ будет создана детальная структурированная база показателей развития различных сегментов российского финансового рынка в

динамике. Также будет сформирован сценарный прогноз (5 сценариев) развития финансового рынка в условиях конъюнктурной нестабильности и санкций со стороны США и ЕС, замедления экономики Китая и низких цен на сырьевом рынке. Результаты НИР позволяют оценить риски и угрозы отсутствия регулирующих воздействий и описать комплекс мероприятий по обеспечению сбалансированного развития сегментов внутреннего финансового рынка, что будет способствовать повышению устойчивости российской экономики в целом. Комплекс мероприятий базируется на выявлении возможностей, которые имеются на каждом сегменте финансового рынка, на анализе доступных внутренних ресурсов для инвестирования в финансовые инструменты. В основе разработки комплекса мер лежит SWOT анализ (качественные характеристики угроз и возможностей), а также «Балансы секторов» для количественных оценок.

Объектом исследования являются сектора финансового рынка РФ в сопоставлении с зарубежными аналогами.

Предметом исследования являются взаимосвязи между секторами финансового рынка и складывающиеся тенденции в динамике отношений основных участников финансового рынка (регулятора (ЦБ), банков, небанковских финансовых посредников, частных инвесторов и компаний реального сектора экономики). Вскрытие взаимосвязей, мотивов и конфликтов интересов участников позволяет оценить угрозы и возможности развития секторов финансового рынка РФ, дать количественные оценки динамики секторов до 2020 года.

Научная новизна исследования заключается в комплексном анализе сегодняшнего состояния российского финансового рынка, анализе этапов его развития, выявления его «больных» и проблемных зон и сравнительного анализа с другими финансовыми рынками, предпринимаемыми на глобальном рынке мерами для преодоления дисбалансов. В работе предполагается на эмпирических данных установить основные закономерности, определяющие динамику и структуру развития российского финансового рынка, определить основные факторы влияния и дисбалансов.

Цель исследования заключалась в построении прогноза развития финансовых рынков Российской Федерации. Поставленная общая цель декомпозирована нами на две подцели:

1) построение 5 сценарных прогнозов, учитывающих внешние макроэкономические, социальные и геополитические факторы и возможность управленческих люфтов (значимых результатов управленческого воздействия);

2) разработка комплекса мер, направленных на обеспечение перехода с одного возможного сценарного уровня на другой. Этот комплекс мер предусматривает улучшение системы управления и модернизацию российского финансового рынка.

Для достижения поставленной цели решались следующие три задачи:

1) Была сформирована актуальная база данных по основным сегментам финансовых рынков и финансовых инструментов. Механизм мониторинга и поддержания такой базы строится на указании источников данных и представления базы в удобном Эксель формате, позволяющем продолжать временные ряды с заданной частотой (дневные, недельные, месячные и годовые данные).

2) Регрессионными и трендовыми методами оценено влияние различных внешних факторов (прежде всего речь идет о макрофакторах) на динамику сегментов финансового рынка РФ и зарубежных стран, построена система зависимостей основных параметров развития реального сектора, банковского сектора и финансовых рынков, на которых функционируют данные организации, от основных макроэкономических показателей.

Дополнительно к исходно поставленным задачам нами выявлена система взаимосвязи между разными сегментами российского финансового рынка и международных рынков капитала, изменения политики валютного регулирования. Представлен сравнительный анализ параметров российского финансового рынка и зарубежных развитых и развивающихся рынков на основе методики анализа уровня финансового развития страны. Акцентируется внимание на разбалансированность, неразвитость отдельных секторов российского финансового рынка. Выявлены основные риски для развития российского финансового рынка с учетом нестабильности мировой конъюнктуры, политических рисков, несовершенства институциональных основ российского финансового рынка, турбулентности на рынках капитала, ограничения доступа российских компаний на мировые рынки капитала, замедления темпов роста мировой и российской экономики.

3) Разработаны сценарные прогнозы развития сегментов финансовых рынков с учетом среднесрочных сценариев Минэкономразвития России.

При выполнении отдельных работ по Государственному контракту использовались *методы* научной абстракции, системного, сопоставительного, факторного, ситуационного (кейсового) анализа, экспертных оценок, а также инструментарий статистического, экономико-математического, факторного анализа, что позволило повысить обоснованность выводов, количественно обосновать прогнозные оценки динамики секторов финансового рынка РФ, выявить основные риски и точки роста.

Информационной базой исследования явились Нормативно-правовые акты Российской Федерации, прогнозы МЭР, Банка России, Минфина, монографии, статьи, аналитические отчеты, интернет-источники на русском и английском языках.

Для формирования баз данных, необходимых для оценки параметров российского финансового рынка, применялись следующие *методы*: информационный поиск в сети Интернет и профессиональных базах (cbonds, ThomsonReuters, Bloomberg, НАУФОР, сайтов Центрального банка, Московской биржи, зарубежных регуляторов, фондовых бирж) с использованием поисковой машины, сбор и обработка данных, их обобщение, уточнение (устранение внутренних противоречий), описание и классификация. Эконометрические методы (регрессионный анализ по панельным и кросс-секционным данным, коинтеграционный анализ) применялись для выявления значимых факторов и оценки направления влияния, количественных оценок веса (значимости) переменных влияния и для получения выводов о причинно-следственных связях и зависимостях. Понимание мотивов и конфликтов интересов реализуется в НИР через анализ действий регулятора (ЦБ), изучение динамики структуры инвесторов и подвижек в структуре под действием тех или иных управляющих воздействий, динамики активов фондов коллективного инвестирования и поведения частных инвесторов. Сложившиеся пропорции и их динамика под действием ключевых макроэкономических, внутренних и внешних факторов, управленческих воздействий, мотивы и интересы участников в комплексе систематизированного анализа позволили в рамках НИР сформировать рекомендации по совершенствованию управления сегментами российского финансового рынка.

Основные результаты исследования сводятся к следующему:

Раздел I. Финансовый рынок в сценарном рассмотрении. Риски, угрозы и возможности для сбалансированного функционирования сегментов финансового рынка России

Процессы интеграции затронули не только товарные, сырьевые рынки, но и рынки капитала. Политика отказа от ограничений на движение капитала соответствует декларируемой и частично реализуемой политики рыночной экономики, что с одной стороны, открывает возможности для экономического роста и повышения благосостояния несмотря на сложности положения «среднего дохода»¹, а, с другой стороны, создает риски и угрозы оттока капитала, замораживания инвестиционной активности и продолжения рецессии на фоне обострения внешней несбалансированности финансовых рынков и

¹ Имеется в виду ловушка среднего дохода (ВВП на душу населения, в которую попали многие страны Восточной Европы, бывшего СССР, включая Россию).

геополитических условий функционирования. Ключевой посылкой нашего анализа является тезис об усилении конкуренции за капитал на мировых рынках и охлаждении интереса глобальных инвесторов к развивающимся рынкам капитала (включая БРИКС, с определенным оптимизмом только к Индии и осторожным вниманием к Китаю). На этом фоне для РФ принципиально важна мобилизация внутренних финансовых ресурсов, высокоэффективное управление потоками капитала и создание максимального благоприятствования для активизации инвестиционной активности через предпринимательский оптимизм. Для сопоставления финансового рынка РФ с конкурирующими за капитал рынками мы используем методiku, учитывающую как количественные (как правило в пропорции к ВВП или к численности населения), так и качественные показатели развития отдельных сегментов финансового рынка. SWOT анализ сегментов рынка позволил сформулировать комплекс проблем, обострившихся с началом мирового финансового кризиса 2008-2009гг и исчерпанием прежней модели роста на сырьевом суперцикле и замораживании неэффективного государственного управления в период 2011-2013. Обострение внешней напряженности и нарастание макроэкономических проблем с угрозой исчерпания резервов ФНБ к концу 2017 года остро поставили задачу поиска новой модели роста и стимулирования переориентации финансового рынка на эффективный канал трансформации внутренних финансовых ресурсов на инвестиционную активность и экономический подъем. Анализ потенциальных рисков и угроз со стороны внешних рынков сырья и капитала, действий глобальных регуляторов и возможности, возникающие в результате выполнения планов интеграции в рамках ЕвразЭС позволили в НИС сформулировать комплекс мер по балансированию сегментов финансового рынка, доступных внутренних ресурсов. Соотношение облигационного рынка и рынка акций зависит от реализуемой в стране модели развития финансового рынка (англо-саксонской, рыночной или банковско-ориентированной, континентальной), которая тесно связана со сложившейся правовой системой. В разделе 1 эконометрическими методами выявлены факторы, определяющие инвестиционную активность и экономический рост, воздействие регулирования валютного рынка на инвестиционную активность и поведение сегментов финансового рынка.

Российские фондовые и облигационные индексы более волатильны, чем показатели по развитым странам. Динамика и волатильность индексов, их зависимость от динамики американского рынка (индекса S&P) и цены на нефть близки к показателям по Бразилии. Долгосрочное влияние на индекс РТС оказывает также мировая добыча нефти (краткосрочно сильно влияние ценовых колебаний сырьевых фьючерсов). Эти же факторы

мирового рынка оказывают влияние и на процентные ставки по еврооблигациям российских эмитентов. Новым, выявленным в исследовании, фактором является динамика доходности к погашению еврооблигаций развивающихся рынков капитала.

Сложившаяся финансовая система ориентирована на трансформацию денежных потоков исключительно через банковскую систему, которая все больше концентрируется и полностью находится под контролем государства не развивая частную инициативу. Показательны сравнения присутствия разных групп инвесторов по 4 европейским странам (Россия, Польша, Германия, Франция). Для Франции характерна высокая доля коллективных инвестиций в капитале публичных компаний (28,8%) – это максимальное значение по рассматриваемой четверке стран (для сравнения, по Польше - 26,1%, Германии - 14%). Для Германии характерна относительно высокая доля банков в капитале публичных компаний – 9,7%. Для французских публичных компаний доля банков меньше – порядка 7%, для Польши – ничтожно мала. По российским публичным компаниям (база Фактива) доля банков составляет 5%. Еще одно значимое отличие по структуре акционерного капитала - доля индивидуальных инвесторов. Если в Германии и Польше эта доля составляет порядка 13%, то во Франции меньше – 6,7%. Ничтожно мала эта доля для российских компаний (3%). Особенностью российских публичных компаний является высокая доля государства в капитале, по этому показателю российский рынок лидирует (46%). Доля государства по выборке польских компаний – 14%, Франции 10,3%, Германии – всего 1,9%. Доля иностранных инвесторов для Германии - 21%, Франции - 41,1%, Польши – 42%.

Активная роль государства в экономике РФ, с одной стороны, порождает риски неэффективности (низкого качества контроля, отсутствия должной мотивации в росте рыночной оценки капитала и т.п.), но, с другой, - создает возможности оперативной перенастройки финансовой системы (при правильном и целенаправленном перенаправлении денежных потоков).

Главный вывод раздела 1 - требуется перенастройка финансовой системы РФ (с реализацией комплекса мер, описанных в разделе 1.3.2 и далее развитых в соответствующих разделах по секторам финансового рынка). Эта перенастройка способна даже при крайне негативных внешних сценариях (в наших обозначениях сценарии 1 и 2) сгладить отрицательное воздействие на экономический рост, перевести оценки секторов со сценария 1 в сценарий 2, а из 2 в 3. Управленческие люфты и позитивные управленческие воздействия (мы, прежде всего, рассматриваем воздействия в области финансового рынка, хотя важен комплекс мер, затрагивающих и судебную систему, правоприменение, административную реформу) и при относительной стабилизации

макроэкономической ситуации (3 и 4 сценарии) способны запустить экономический рост и перевести ситуацию на сценарий 5.

Оценка динамики секторов финансового рынка строилась на базе трендовых и эконометрических расчетов, через проверку ресурсной базы построением трех «финансовых балансов»: секторов «Корпорации», «Население» и «Банки».

Возможности перезапуска финансовой системы связаны как с интеграцией с внешними рынками капитала (при сохранении напряженности и санкций со стороны США и ЕС переориентация на ЕвразЭС и азиатские рынки²), так и с внутренними реформами, касающимися рынка коллективных инвестиций, активизации привлечения капитала частным бизнесом и государственными компаниями через публичный рынок. SWOT анализ показывает, что в РФ имеются возможности не только для косметических мер, но и для серьезного изменения подходов к трансформации финансовой системы. Реализуемые шаги в 2014-2015гг как отклик на усложнение макроэкономической ситуации уже сделаны.

Подстройка финансовой системы в ситуации конъюнктурной нестабильности и истощения возможностей прежней (сырьевой, административной с ручным управлением) модели роста предполагает широкую диверсификацию финансовых институтов (включая поддержку сектора коллективных инвестиций) и инструментов, повышение разнообразия активов долгового рынка (через мезонинные формы, секьюритизацию кредитов МСБ, населению).

Важны шаги по обеспечению устойчивости национальной валюты на достигнутом уровне и продвижение национальной валюты в международные сделки (например, Китай активно добивается включения юаня в список мировых резервных валют).

Возможные меры носят как стратегический, так и тактический характер.

Важный стратегический шаг – импорт долгосрочного капитала взамен «бегства» капитала последних лет, уход от долларизации средств населения.

Еще одно стратегическое направление - максимальная поддержка со стороны государства банкам развития (включая создание института частных банков развития). Предоставление существенных налоговых льгот «длинным деньгам». Снижение регулятивных издержек, излишней регламентации и отчетности (например, в банковской системе, работе инвестиционных банков).

² У китайских банков ставка на инвестирование в РФ по заемному капиталу – 10% годовых в юанях. С 2014 года крупнейшие российские компании ведут переговоры с китайскими банками о размещении облигаций в юанях или же о привлечении кредитов: «Газпром» ведет переговоры с китайским банком ICBC о выпуске облигаций, Новатэк для финансирования проекта «Ямал СПГ» привлекает деньги китайских банков на сумму \$13,5 млрд.

Третий шаг - борьба за информационную прозрачность (как ценообразования, так и защиты интересов инвесторов), поддержка независимых финансовых аналитиков, деловых изданий и сайтов. Продолжение политики деофшоризации, приватизации, более жесткого контроля за компаниями с государственным участием, борьба с монополизмом в финансовой сфере и в других отраслях экономики. Постепенная приватизация объектов инфраструктуры и переориентация их финансирования с государственных средств на концессионные соглашения, инфраструктурные облигации. Выбор пути на сокращение государственных инвестиций, особенно в мегапроекты.

Четвертый шаг - максимальная поддержка роста разнообразия институциональных инвесторов (поощрение эндаумент –фондов, инвестиционных компаний, хедж-фондов и т.п.), мотивация их к активному участию в акционерном капитале приватизируемых компаний.

Пятый шаг - защита национального рынка биржевой торговли, мягкое препятствование уходу инвесторов, эмитентов, торговой активности на зарубежные площадки. Поощрение введения инноваций в продвижение интернета во взаимоотношения между участниками.

К мерам тактического уровня мы относим расширение участия населения в качестве финансовых инвесторов через индивидуальные пенсионные и инвестиционные счета, налоговые льготы, через участие в акционерном капитале компаний с государственным участием (в результате процессов приватизации). Частично шаги в этом направлении сделаны в 2014-2015гг. Важно соблюсти последовательность действий.

Заметим, что на развитых облигационных рынках преобладают так называемые «реальные денежные инвесторы» (RMI), к которым не относятся, в частности, банки. Основу реальных денежных инвесторов составляют институциональные инвесторы, иностранные и национальные розничные инвесторы. В тоже время на российском рынке основная доля инвесторов представлена банковскими институтами. Это делает облигационный рынок сильно зависимым от ситуации в банковском секторе. На 31 марта 2015 года, по данным сайта sbonds, объем рынка рублевых корпоративных облигаций составлял 7, 095 трлн. рублей, в то время как рынок ГКО-ОФЗ всего 4,690 трлн. Еще меньше сегмент облигаций субъектов федерации и муниципальных облигации. Аналогичная структура и на рынке еврооблигаций. Если корпоративные еврооблигации к 31 марта 2015 года составляли 155, 5 млрд. долларов, то суверенные облигации всего 48 млрд. долларов.

Несмотря на большой объем национального рынка КО и повышательные тренды, остаются проблемы с ликвидностью этого инструмента и короткими сроками обращения

(большинство размещаемых облигаций имеют встроенные колл и пут опционы – права на досрочное прекращение). Оферта на выкуп часто прописывается уже через год после размещения. Относительно высока и стоимость заимствования, отражающая как суверенные риски, так и низкую конкуренцию инвесторов.

После допуска на рынок депозитарных систем Euroclear и Clearstream аналитики отмечают рост числа иностранных инвесторов на этом рынке. Они стали играть важную роль на российском рынке государственных облигаций. Достаточно отметить, что укрепление рубля по отношению к доллару и евро в марте-апреле 2015 года во многом объяснялось политикой кэрри-трейд, которая заключалась в заимствовании валюты по низким процентным ставкам (в том числе и на аукционах РЕПО Центрального банка) и покупки российских долговых инструментов, предлагающих высокую доходность. Тем не менее до сих пор рынок российских государственных облигаций остается относительно небольшим сегментом российского финансового рынка (по сравнению с рынком корпоративных облигаций и по сравнению с другими сопоставимыми по масштабу рынками), на нем остаются проблемы несбалансированности инфраструктуры (к примеру, на рынке отсутствует институт первичных маркет-мейкеров).

Необходима активизация нетрадиционных схем финансирования, например, мезонинного, что особенно актуально для привлечения азиатских банков. Для обеспечения притока азиатских (китайских) инвестиций в РФ может быть предложен специальный механизм частичного гарантирования кредитов китайских банков, что позволит привлечь порядка 20–25 млрд в течение ближайших лет. Механизм может быть построен не на предоставлении прямых государственных гарантий, а на софинансировании сделок. Тогда предусматривается участие в фондировании (например, в форме мезонинного (несколькими траншами) финансирования) компании (как пример, РФПИ), получающей кредит от банковской системы Китая. Эта схема разделения рисков по траншам могла бы снизить средневзвешенную ставку заимствования по сравнению с привлечением денег от европейских банков.

Проведение ответственной валютной политики, защищающей национальный рынок от спекулятивных игр иностранных инвесторов, например, через реализацию стратегий кэрри-трейд.

Это позволит реализовать стратегический путь перехода от банковско-ориентированной финансовой системы к смешанному типу, с растущими элементами рыночных отношений в инвестициях и в привлечении капитала.

Раздел 2. Облигационный рынок Российской Федерации и рынок синдицированного кредитования.

Структура облигационного рынка РФ претерпела существенные изменения с 1994 года как по соотношению государственных и муниципальных облигаций (ГО, МО) и корпоративных (КО), так и по валюте привлечения, выходу заемщиков на внешний рынок. На текущий момент структура соответствует сложившимся пропорциям на развивающихся рынках капитала: КО превышают ГО. Обратная пропорция наблюдается для развитых рынков капитала. Для РФ характерно слабое развитие рынка синдицированного кредитования, секьюризации ипотечных и иных активов.

В период после глобального финансового кризиса 2008-2009 гг. в России на фоне стагнирующего рынка акций сложился достаточно развитый и успешно функционирующий облигационный рынок. В период с декабря 2008 г. по декабрь 2013 гг. совокупный объем внутреннего рынка рублевых облигаций увеличился с 8% до 14,2% ВВП, при этом на рынке преобладали корпоративные облигации: их доля в совокупном объеме обращающихся облигаций составляла 52-55%. В период с 2010 г. по 2013 г. вложения в рублевые облигации были привлекательными для инвесторов: средняя годовая доходность индекса рублевых корпоративных облигаций MICEX CBI TR составила 9,45%, индекса рублевых ГКО-ОФЗ CBONDS GBI RU 10,23%. Среднегодовая доходность инвестиций на внутреннем облигационном рынке опережала инфляцию на 2-3%. Для сравнения, российский фондовый индекс ММВБ в рассматриваемый период рос в среднем лишь на 3,8% в год.

Несмотря на бурные темпы развития внутреннего рынка облигаций в 2008-2013 гг., в сегменте корпоративных облигационных займов преобладали займы на внешнем облигационном рынке. Так, в декабре 2008 г. объем корпоративных еврооблигаций к ВВП составил 7%, а к декабрю 2013 г. достиг 9% ВВП (объем рублевых корпоративных облигаций за этот период увеличился с 4,4% ВВП до 7,8% ВВП). Причинами превалирования внешних облигационных займов являлись: 1) относительная стабильность курса рубля к доллару и евро в период с 2010-2013 гг. и более низкие ставки привлечения средств на внешнем рынке, 2) возможность привлечения на внешнем рынке большего объема денежных средств на более длительный срок. Так, доля займов с дюрацией до трех лет на внутреннем рынке составляла свыше 90%, тогда как средневзвешенная дюрация портфеля корпоративных еврооблигаций достигала 4,5-5 лет.

В ситуации ограничения привлечения капитала крупнейшими участниками облигационного рынка (компании с государственным участием) мы прогнозируем сворачивание внешних заимствований при росте внутреннего рублевого и валютного

облигационного долга. Складываются благоприятные факторы для активизации процессов секьюритизации самых разных активов (кредитов МСБ, потребительских кредитов и т.п.), использованию нетрадиционных форм кредитования (например, мезонинное).

Раздел 3. Анализ развития российского фондового рынка

Если экстраполировать тренды последних лет, а также базироваться на эконометрических расчетах (выявление факторов влияния и их веса), то российский фондовый рынок ждет дальнейшее снижение. Это снижение обусловлено как сокращением числа эмитентов (пропадает интерес в статусе публичности), так и существенной недооценкой на фоне развитых и развивающихся рынков капитала российских компаний (P/E на уровне 6-7 при значениях для рынка США в 17-18), высокой зависимостью от цен на нефть и другие сырьевые товары, высокими откликами на шоки на развивающихся рынках капитала. Расчеты показывают, что именно динамика российского рынка оказывает влияние на приток средств в глобальные фонды акций, строящие портфели на российских акциях (а не наоборот). Еще один фактор слабого развития рынка акций – фактически отсутствие сектора коллективных инвестиций.

Рынок коллективных инвестиций существенно отстает от тех прогнозных показателей, которые были в «Стратегии развития финансовых рынков Российской Федерации до 2020 года». Так, согласно прогнозным показателям объем активов инвестиционных фондов должен был составить 17 трлн. рублей к 2020 году. Однако к концу 2014 года стоимость активов закрытых инвестиционных фондов составила 447 млрд. рублей, а суммарная стоимость активов открытых и интервальных паевых фондов впервые за много лет опустилась ниже 100 млрд. рублей до 93 млрд. рублей. Приходится признать, что российские паевые фонды в силу целого ряда причин не стали тем якорным инвестором, на котором могла бы держаться «внутренняя капитализация» (рассчитанная на внутренних инвесторов) российского фондового рынка.

Изменение структуры портфеля пенсионных накоплений может значительно повысить капитализацию российского фондового рынка. Сохранение существующего на сегодняшний день порядка перечисления отчислений в накопительную часть (на уровне 6%) может позволить увеличить объемы частных накоплений до 152 млрд. долларов к 2020 году. При условии увеличения доли акций в инвестиционном портфеле они могут аккумулировать до 55% акций.

Остается и такой неиспользованный момент для повышения капитализации российского фондового рынка как активизация рынка публичных размещений, которые в последние годы почти не проявлял жизни. Это позволит увеличить глубину рынка, на

рынке появятся новые эмитенты, произойдет диверсификация отраслевой структуры российского фондового рынка, что снизит зависимость от динамики рынка сырья.

Раздел 4. Денежная политика в России, роль банковского сектора в финансовой системе России

Главным игроком на финансовом рынке РФ продолжает сохраняться Банк России, который в одном лице обеспечивает ликвидность, контролирует финансовых и нефинансовых посредников и таргетирует инфляцию. В РФ в полной мере реализуется банковско-ориентированная, ручного управления финансовая политика с сжимающимся присутствием частного сектора и частного инвестора. Для поддержания стабильности финансовой системы Центральный банк в последние годы проводит активную политику по расчистке банковской системы, предоставлению коммерческим банкам ликвидности, используя при этом различные финансовые инструменты.

В условиях ухудшения экономической ситуации, вызванной снижением мировых цен на нефть, украинским кризисом и введением экономических санкций, резко снизились возможности банков по привлечению средств на финансовых рынках. В данной ситуации решающую роль в предоставлении ликвидности сыграл ЦБ РФ, который в 2014 году предоставил коммерческим банкам кредитов, обеспеченных активами или поручительствами, на сумму более 12 трлн. руб.

Проведенный анализ показывает, что максимальные объемы предоставления кредитов всех видов приходятся на сентябрь 2008 – январь 2010 г. и на последние четыре года, что может свидетельствовать о наличии значительной заинтересованности коммерческих банков в инструментах кредитования, предлагаемых Центральным Банком только в условиях экономической нестабильности. Для предоставления банкам ликвидности Центральный банк использует широкий спектр инструментов. Однако наибольшее распространение получили два вида кредитов: операции РЕПО и кредиты, которые предоставляет Центральный банк под обеспечение нерыночными активами или поручительствами. На долю этих видов кредитов приходится 99% всех обязательств коммерческих банков перед Банком России.

Главная проблема денежно-кредитной политики в РФ и политики Банка России по таргетированию инфляции определяется тем, что инфляция в России носит немонетарный характер. Инфляция в основном обусловлена высоким уровнем монополизации российской экономики (когда инфраструктурные завышенные затраты полностью перекадываются на карман потребителей) и низким уровнем конкуренции, низкой производительностью труда в ключевых отраслях, контролируемых мало подотчетным

государством. Используемые Центральным банком нормы резервирования не оказывают существенного влияния на макроэкономические показатели (инфляция, рост ВВП и др.). Данные нормативы обеспечивают страхование от возможного невозврата кредитов, а также регулируют объем ликвидности банковского сектора.

Последние годы развития банковского сектора России характеризуются ужесточением контроля со стороны Центрального банка за деятельностью коммерческих банков и повышением требований в величине уставного капитала как банков, так и финансовых посредников. При невыполнении требований регулятора происходит отзыв лицензии у банка и его последующая ликвидация. Второй фактор отзыва лицензий – неправомерные операции банка. Проведенный анализ показывает, что количество банков и небанковских кредитных организаций (НКО) в России за последние годы постоянно снижается. Реально ожидать, что в ближайшее время число банков сократится до 500-600.

Жесткая политика Центрального банка приводит к двум противоречивым последствиям. С одной стороны, такая политика способствует повышению устойчивости банковского сектора и всей финансовой системы России. С другой стороны, сокращение числа региональных банков приводит к снижению конкуренции и концентрации капитала в ограниченном числе банков, прежде всего, государственных.

Об уровне концентрации свидетельствуют следующие данные. Первые 30 банков по величине активов составляют всего 3,8% от общего числа кредитных организаций. Однако эти банки владеют подавляющей частью банковских активов. Активы 30 крупнейших кредитных организаций составляют 57 043 млн. руб. в общей сумме активов кредитных организаций, которая равняется 73 513 млн. руб., т.е. доля активов крупнейших банков составляет около 78% всех активов банковского сектора, а для 200 крупных банков – 96%.

Для поддержания финансовой стабильности у Правительства есть ресурсы, аккумулированные в Резервном фонде и Фонде национального благосостояния, в каждом из которых находится более 70 млрд. долл. Однако управление средствами российских суверенных фондов находится на неудовлетворительном уровне, что проявляется в низком уровне диверсификации инвестиций по классам активов, диверсификации по географическому признаку, валютной диверсификации.

Таким образом, при формальном нарастании банковских активов и попытке удержать инфляцию, обеспечение стабильности за счет использования резервных фондов и балансирование бюджета за счет свободного курсообразования национальной валюты (фактической девальвации при падении цен на нефть) перспективы удержания ситуации под контролем не велики. Ухудшение экономической конъюнктуры, сжимание налоговой

базы потребует искусных мер и механизмов для поддержания активности частного сектора.

Раздел 5. Рынок производных финансовых инструментов России

Развитие российского срочного рынка в среднесрочной перспективе 2016-2020 гг. будет определяться эволюцией спотового рынка и экономической конъюнктурой.

Полагаем, что снижение интереса иностранных и внутренних инвесторов не приведет к отрицательной динамике ключевых показателей рынка (объемы торгов, объемы открытых позиций, число сделок) на срочном рынке. Это связано со спецификой срочного рынка, на котором обращаются фьючерсы и опционы – инструменты для спекуляции и хеджирования. Более того, неопределенность на спотовом рынке придает больший вес операциям хеджирования на срочном рынке, которые обеспечивают относительную стабильность для будущих расчетов. Чем более волатилен спотовый рынок, тем более популярен срочный рынок.

Таким образом, в среднесрочной перспективе 2016-2020 гг., скорее всего, будет наблюдаться переток денежных средств от спотового рынка на срочный рынок, как предлагающий больше возможностей в условиях повышенной неопределенности. Повышению интереса к срочному рынку в условиях спада доходов частных и институциональных инвесторов будут также способствовать меньшие транзакционных издержки совершения операций хеджирования и спекуляции на срочном рынке. Структура российского срочного рынка по типу контракта останется неизменной – резкое преобладание валютных деривативов. Вместе с тем, не исключено, что понижение интереса к спотовому рынку и повышение интереса к срочному рынку даст импульс диверсификации инвестирования, ведь в 2013-2015 гг. МБ предприняла активные действия для расширения линейки деривативов и, следовательно, расширения диапазона возможных стратегий (фьючерсы на валютные пары доллар США/японская йена, доллар США/швейцарский франк, доллар США/украинская гривна китайский юань/рубль, доллар США/турецкая лира, доллар США/канадский доллар, фьючерсы на еврооблигации Россия-2030, фьючерсы на ОФЗ от 2-летних до 15-летних ОФЗ, фьючерсы на волатильность российского рынка, фьючерсы на акции крупнейших немецких эмитентов

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	23
1 ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК В СЦЕНАРНОМ РАССМОТРЕНИИ	27
1.1 Принципы построения пяти сценарных прогнозов, учитывающих внешние макроэкономические, социальные и геополитические факторы и возможность управленческих люфтов (значимых результатов управленческого воздействия)	27
1.2. Методика оценки финансового развития страны	33
1.2.1 Индекс человеческого развития как индикатор успеха реформ и зарубежный опыт трансформаций финансовых систем	33
1.2.2. Показатели финансового развития страны	34
1.3 SWOT анализ сегментов финансового рынка и разработка комплекса мер, направленных на обеспечение перехода с одного возможного сценарного уровня на другой	43
1.3.1 SWOT анализ по сегментам финансового рынка	43
1.3.2 Комплекс мер, направленных на удержание ситуации под контролем и перевода из сценариев 1-2 (фактически по кризису на финансовом рынке) в сценарий Базовый или Оптимистичный	51
1.4 Анализ потенциальных рисков мировой финансовой системы и влияние их на российский финансовый рынок. Роль глобальных фондовых рынков в динамике секторов финансового рынка РФ	58
1.4.1. Мировое экономическое торможение	58
1.4.2. Политика ФРС по повышению процентных ставок	59
1.4.3. Рост государственного долга в мировой экономике и поведение крупнейших институциональных инвесторов	61
1.4.5. Динамика сырьевого рынка	63
1.4.6 Анализ взаимосвязи между различными сегментами российского финансового рынка и международных рынков капитала: эконометрические оценки	66
1.5 Региональный финансовый центр. Интеграция в рамках ЕвразЭС	87
1.6 Анализ потенциального вклада финансового рынка в повышение инвестиционной активности	95
1.6.1 Анализ влияния макроэкономических показателей на показатели развития реального сектора российской экономики в 2005-2015 гг.	95
1.6.2 Построение «финансовых балансов»	107
1.7 Коллективные инвестиции	113
1.8. Оценка внутренних ресурсов для инвестирования в финансовые инструменты	127
1.9 Резюме	132
2 ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И РЫНОК СИНДИЦИРОВАННОГО КРЕДИТОВАНИЯ	137
2.1 Внутренний рынок государственных облигаций	137

2.2 Внутренний рынок корпоративных облигаций (КО): облигации банков и компаний реального сектора экономики	139
2.3 Рынок регионального долга и рынок субфедеральных и муниципальных облигаций (МО)	147
2.3.1 Динамика объемов рынка муниципальных облигаций	147
2.3.2 Динамика доходности и дюрации рынка муниципальных облигаций	148
2.3.3 Структура государственного долга	151
2.3.4 Причины медленного темпа роста рынка муниципальных облигаций	153
2.3.5 Расходы на обслуживание государственного долга субъектов Российской Федерации	162
2.3.6 Уровень долговой нагрузки регионов и пути выхода из ловушки долга	164
2.3.7 Дефицит бюджета и источники погашения дефицита	167
2.3.8 Инфраструктурные облигации регионов	172
2.3.9 Перспективы развития рынка рублевых муниципальных облигаций	172
2.4 Сопоставление сегментов рынка облигаций по ликвидности	173
2.5 Еврооблигации российских эмитентов	178
2.6 Синдицированные займы	182
2.6.1 Сопоставление динамики развития рынка синдицированных кредитов и облигационного рынка в 2007-2015 гг.	182
2.6.2 Анализ валютной и секторальной структуры российского рынка синдицированного кредитования. Крупнейшие заемщики	185
2.6.3 Показатели долговой нагрузки для крупнейших заемщиков на рынке синдицированного кредитования	188
2.6.4 Концентрация выданных синдицированных кредитов по банкам и странам. Крупнейшие организаторы синдицированных кредитов	192
2.6.5 Факторы, ограничивающие развитие российского рынка синдицированного кредитования	195
2.6.6 Уроки развития рынков синдицированного кредитования развитых и развивающихся стран (в сопоставлении с облигационными рынками)	196
2.7 Структура инвесторов облигационного рынка и возможность влияния на объемы и волатильность рынка	199
2.8 Сравнительный анализ российского и зарубежных облигационных рынков, факторы, объясняющие емкость сегментов рынка	207
2.8.1. Сравнительный анализ российского облигационного рынка и облигационных рынков развивающихся стран	207
2.8.2. Анализ факторов, объясняющих доходность и дюрацию облигационных рынков развивающихся стран	216
2.8.3. Анализ факторов, объясняющих емкость сегментов облигационных рынков развивающихся стран	220

2.9 Анализ трендов на облигационном рынке и факторов, определяющих динамику объемов сегментов облигационных рынков в России. Сценарный прогноз развития российского облигационного рынка	231
2.9.1 Прогнозы по объемам облигационного рынка	231
2.9.2 Результаты построений для переменной bonds_corp	240
2.9.3 Результаты построений для переменной bonds_gov	244
2.9.4 Результаты построений для переменной bonds_bank	246
2.9.5 Прогнозы динамики секторов облигационного рынка	249
2.10 Анализ возможности использования на рынке неиспользуемых долговых инструментов (инфраструктурные облигации, облигации, выпущенные в результате секьюритизации неипотечных активов и т.п.)	256
2.11 Резюме	263
3 АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА	268
3.1 Этапы развития российского фондового рынка	268
3.2 Капитализация российского фондового рынка. Доля в мировом фондовом рынке	272
3.3 Показатели P/E и P/BV. Дивидендная доходность	281
3.4 Объемы торговли на российском фондовом рынке	284
3.5 Глубина российского фондового рынка	290
3.6 Российский рынок первичных и вторичных размещений	294
3.7 Отраслевая структура российского фондового рынка	307
3.8 Уровень концентрации	313
3.9 Структура инвесторов	318
3.9 Индекс волатильности	329
3.10 Ликвидность на российском рынке акций	330
3.10.1 Важность мониторинга ликвидности и управления ликвидностью	330
3.10.2 Оценка состояния ликвидности на российском рынке акций	332
3.10.3 Мониторинг ликвидности и управление ликвидностью	335
3.10.4 Слияние ММВБ и РТС	340
3.10.5 Прогноз состояния ликвидности на российском рынке акций	345
3.11 Дивидендная политика российских компаний и перспективы повышения привлекательности фондового рынка через дивидендные истории	347
3.12 Эконометрический анализ факторов, определяющих динамику рыночной капитализации и сценарные прогнозы	351
3.13 Резюме	362
4 ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА В РОССИИ, РОЛЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА В ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ РОССИИ	366
4.1 Развитие банковского сектора России	366
4.2 Динамика основных операций Банка России с кредитными организациями	378

4.3 Основные инструменты денежно-кредитной политики Банка России	393
4.3.1 Процентные ставки Центрального банка и их влияние на макроэкономические показатели	393
4.3.2 Политика Банка России в установлении норм резервирования	403
4.3.3. Влияние изменений процентных ставок Банка России, нормативов обязательных резервов на процентные ставки на межбанковском рынке	406
4.4. Валютная политика и валютные операции Банка России	411
4.4.1. Валютные интервенции Центрального банка	411
4.4.2. Динамика международных резервов	415
4.4.3 Динамика внешнего долга: государственного и частного	417
4.5. Суверенные фонды Российской Федерации и политика Минфина по управлению средствами суверенных фондов	419
4.5.1. Цели и задачи, решаемые при формировании и использовании средств суверенных фондов	420
4.5.2. Анализ системы управления средствами российских суверенных фондов	422
4.5.3. Эффективность инвестирования средств российских суверенных фондов	437
4.6. Эконометрический анализ факторов, определяющих динамику банковских активов	441
4.7. Прогнозные построения по 5 сценариям банковских активов (тренды и эконометрический анализ)	450
4.8 Оценка влияния перехода к политике с плавающим валютным курсом на различные сегменты финансового рынка	456
4.9 Резюме	471
5 РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РОССИИ	476
5.1 Период до кризиса 1998 года	476
5.2 Период после кризиса 1998 года	478
5.3 Период после консолидации бирж 2011 года	481
5.4 Внебиржевой рынок деривативов	482
5.5 Текущее положение биржевого срочного рынка, различия с зарубежными биржевыми площадками и перспективные направления развития	483
5.6 Резюме	489
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	492
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	496
ПРИЛОЖЕНИЕ 1. СПИСОК ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЫНКА АКЦИЙ	508
ПРИЛОЖЕНИЕ 2. СПИСОК ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ	512
ПРИЛОЖЕНИЕ 3. СПИСОК ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	523
ПРИЛОЖЕНИЕ 4. СПИСОК ПОКАЗАТЕЛЕЙ БАЗЫ ДАННЫХ ОПЦИОНОВ И ФЬЮЧЕРСОВ	561