

2.4. Российский финансовый рынок в 2008–2009 гг.: динамика, антикризисная поддержка, институциональные проблемы

2.4.1. Кризис и восстановление российского рынка

Во время кризисов поведение фондовых индексов, как правило, предвосхищает изменения базисных экономических показателей. Вот и на сей раз начавшееся с июня 2008 г. падение индекса РТС еще до обвала цен нефти и ВВП внезапно прекратилось в феврале 2009 г. Рост индекса возобновился. Индикаторы же производства отдельных видов продукции стали проявлять признаки роста лишь с апреля 2009 г.¹ По итогам 2009 г. индекс РТС достиг 58,7% от предкризисного пика, индекс ММВБ –71,2%. По критериям изменений цен акций и фондовых индексов кризис 2008–2009 гг. оказался менее глубоким и, вероятно, не столь продолжительным, как кризис 1997–1998 гг. (см. табл. 21) Хотя говорить о полном восстановлении предкризисных значений индекса пока рано.

Таблица 21

**Количественные параметры финансовых кризисов
1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. в России**

	Кризис 1997–1998 гг.	Кризис 2008–2009 гг.
1. Падение от пика		
1.1. Глубина, %		
Индекс РТС	–91,3	–78,2
Индекс ММВБ	–73	–68,2
1.2. Продолжительность, месяцев		
Индекс РТС	14	8
Индекс ММВБ	13	7
2. Восстановление, месяцев		
Индекс РТС	59	11
Индекс ММВБ	8	12

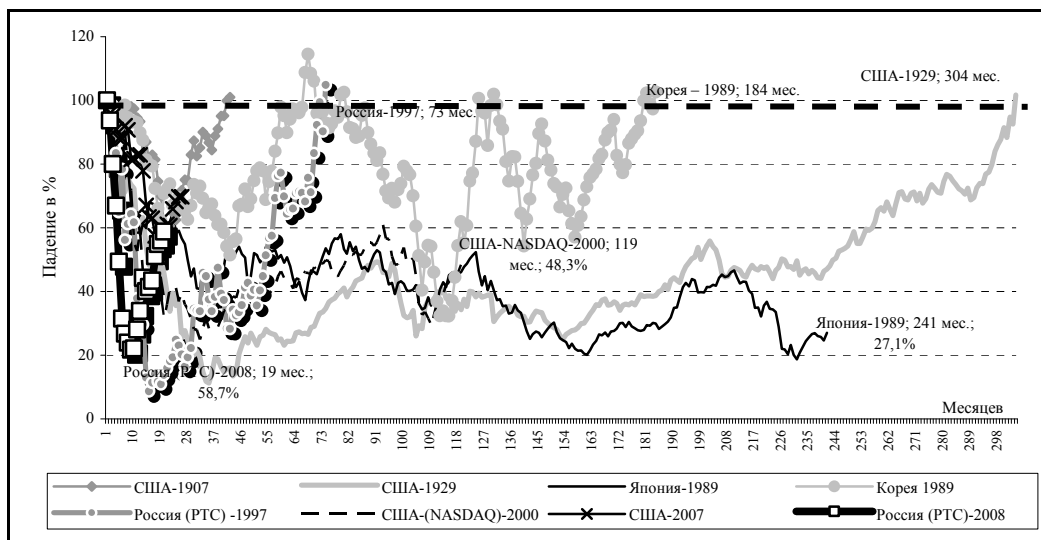
Источник: по данным РТС и ММВБ по состоянию на 31 января 2010 г.

Кризис 1997–1998 гг. начался в августе 1997 г., снижение индекса РТС продолжалось 18 месяцев, его падение составило –91,3%. Во время нынешнего кризиса с июня 2008 г. падение индекса РТС длилось 8 месяцев, индекс упал на 78,2%. В условиях 3-кратной девальвации рубля в 1998 г. и двухлетнего падения цен на нефть восстановление индекса РТС от «дна» до докризисного пика заняло 59 месяцев. В 2009 г. до достижения данного уровня индекса РТС прошло всего 11 месяцев.

На фоне крупнейших долгосрочных финансовых кризисов последнего столетия (см. рис. 13) финансовый кризис в России 2008–2009 г. является ярко выраженным «V-образным» кризисом. По глубине падения он все же уступил не только российскому кризису 1997–1998 гг., являющемуся абсолютным рекордсменом по данному критерию среди самых известных кризисов в современном мире, но и обвалам американского индекса Доу-Джонса во времена Великой депрессии 1929–1933 гг. и японского Nikkei 225 в конце 1980-х. Продолжительность текущего кризиса фондового рынка в России, который длится «всего» 19 месяцев, серьезно уступает таким уже закончившимся кризисам, как «Россия-1997–1998» – 73 месяца, «Корея-1989» – 184 месяца и Великая депрессия в США – 304 месяца, а также еще далеким от завершения кризисам – кризису

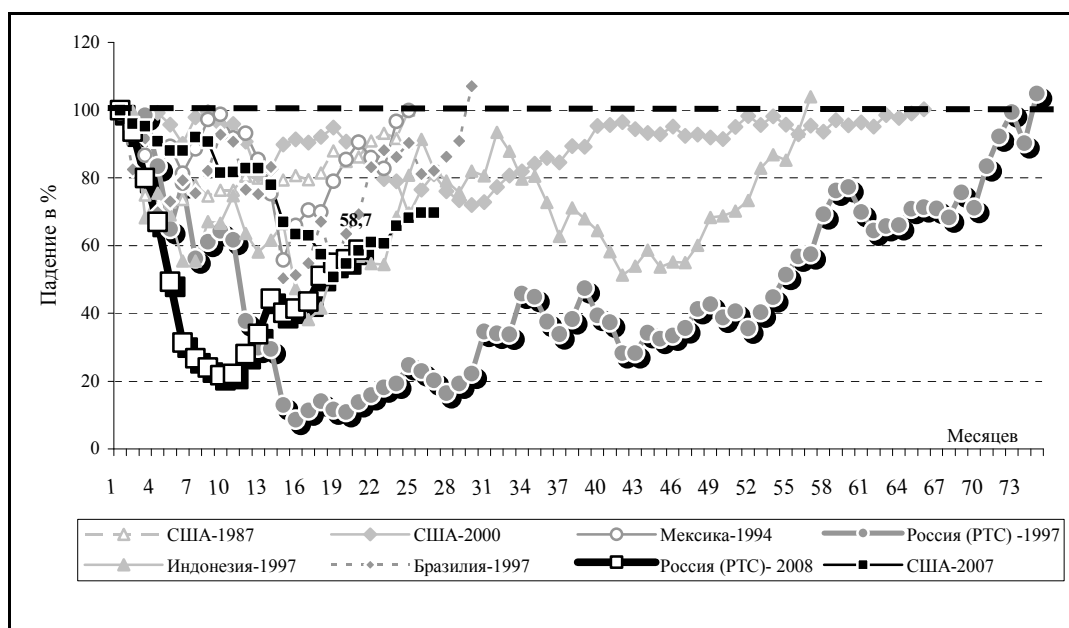
¹ Бутрин Д. Промышленность нехотя выходит из рецессии// Коммерсантъ. 2010. 25 января. С. 2.

рынков акций NASDAQ, длящемуся с 2000 г. уже 119 месяцев, и кризису акций японских компаний, начавшемуся в 1989 г. и продолжающемуся 241 месяц.



Источник: по данным РТС, ММВБ и www.finance.yahoo.com

Рис. 13. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире на декабрь 2009 г. (пик = 100%)



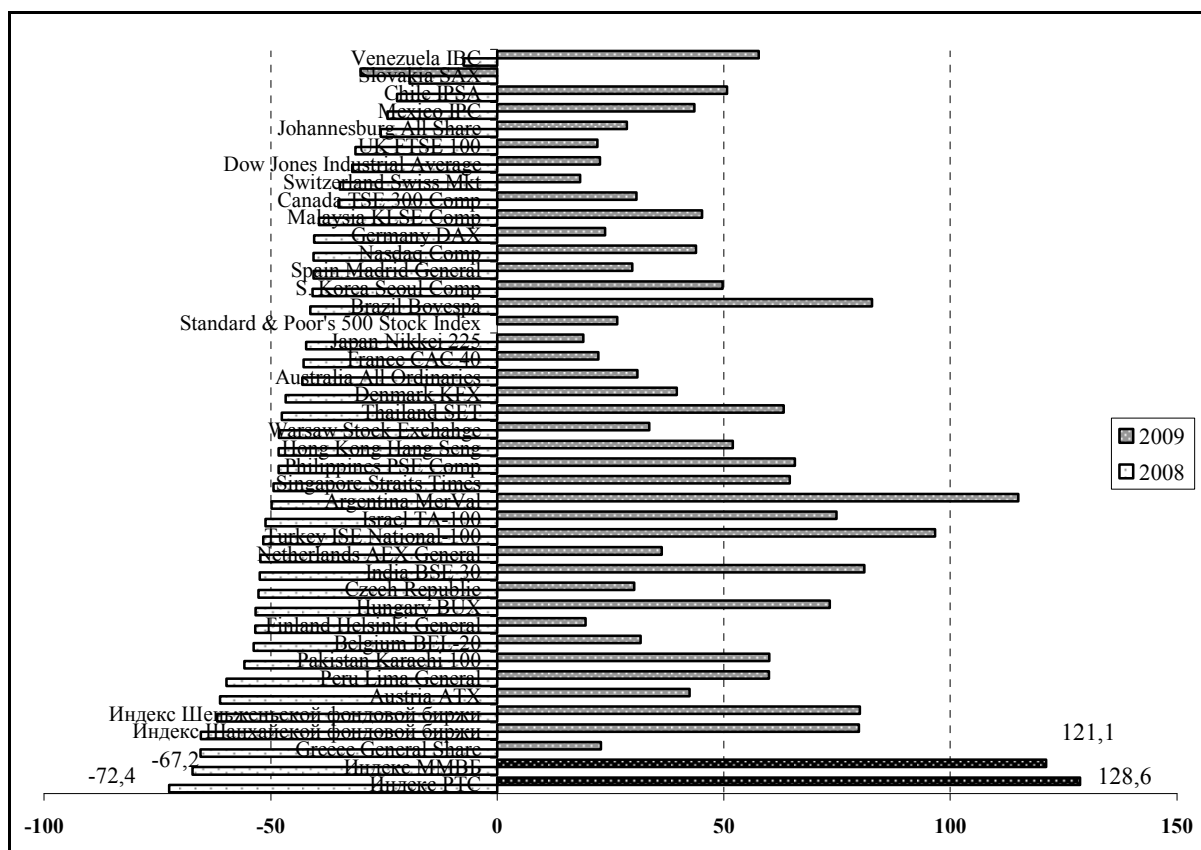
Источник: по данным РТС, ММВБ и www.finance.yahoo.com

Рис. 14. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на декабрь 2009 г. (пик = 100%)

На фоне наиболее сильных за последние десятилетия краткосрочных финансовых потрясений, таких, как кризисы «голубых фишек» на фондовом рынке США 1987 г. и 2007 г., крах «пузыря» интернет-компаний 2000 г., мексиканский 1994 г., индонезий-

ский и бразильский 1997 г. кризисы, нынешний российский кризис является более глубоким, но средним по продолжительности. Это показано на *рис. 14*.

Два кризисных года подтвердили статус российского рынка акций как одного из самых рискованных в мире. В 2008 г. индексы РТС и ММВБ по глубине падения, составляющей соответственно $-72,4\%$ и $-67,2\%$, опередили падение индексов всех известных фондовых рынков в мире. Наоборот, в 2009 г. российские индексы принесли самую высокую доходность, индекс РТС вырос на $128,6\%$, индекс ММВБ – на $121,1\%$. В начале 2009 г. вряд ли кто ожидал столь быстрых темпов восстановления цен акций российских компаний (*рис. 15*).



Источник: по данным РБК и Всемирной федерации бирж.

Рис. 15. Доходность мировых фондовых индексов в 2008–2009 гг. (%)

В 2009 г. капитализация российских компаний составила 643 млрд долл., увеличившись на $62,0\%$ по сравнению с предшествующим годом (*рис. 16*). Несмотря на то что в 2008 г. снижение капитализации составило $73,6\%$ по сравнению с 2007 г., объем торгов акциями на российских биржах вырос с 1206 млрд долл. в 2007 г. до 1405 млрд долл. в 2008 г. Это означало, что в первый год кризиса осуществлялись массивные распродажи акций российских эмитентов. Кроме того, в первой половине года сделки на рынке акций совершались по высоким, докризисным ценам. В 2009 г. при росте капитализации на фоне восстановления рынка наблюдалось значительное снижение объемов торгов – до 900 млрд долл. Снижение торговой активности участников рынка в прошлом году объясняется сокращением объемов инвестиций портфельных инвесторов

на российском рынке акций и тем, что в 2009 г. цены акций большинства эмитентов пока не достигли докризисного уровня. Также сократились объемы сделок РЕПО, что было вызвано ограничениями, действовавшими на рынке маржинального кредитования до середины июня 2009 г. (см. в этом разделе ниже)¹.



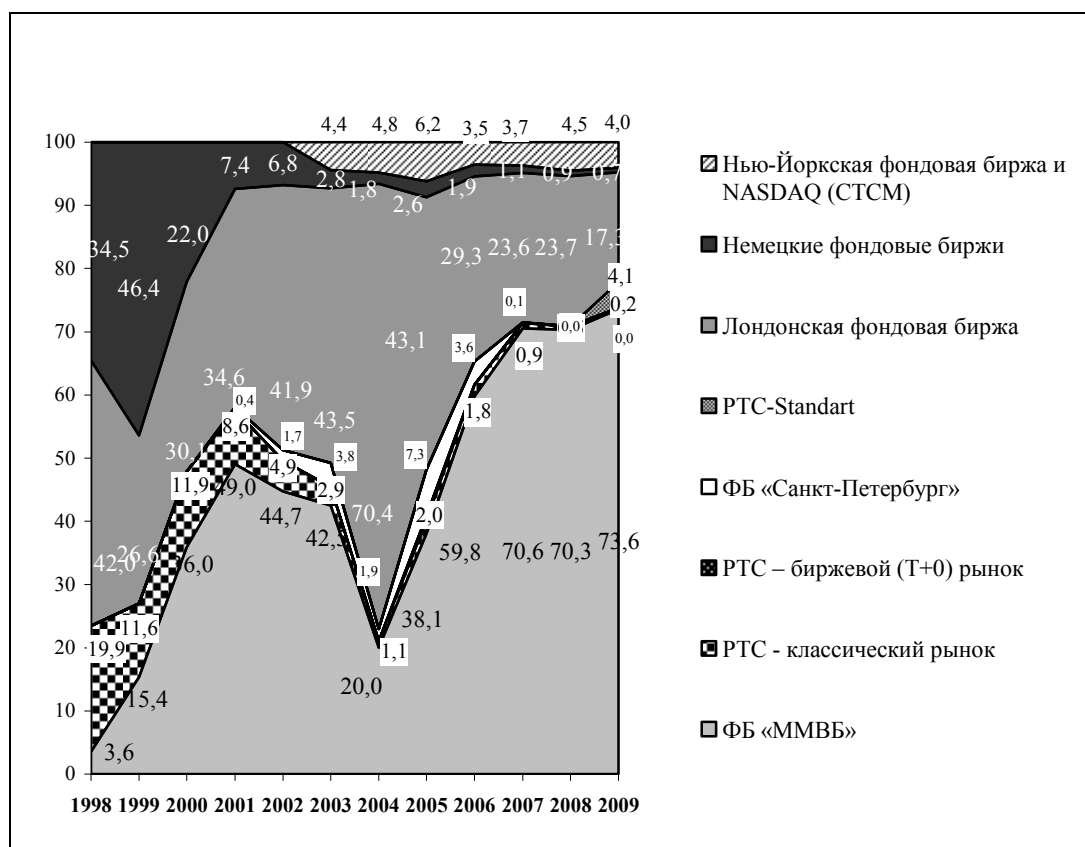
Источник: по данным ОАО «РТС», S&P, МВФ.

Рис. 16. Капитализация, ликвидность и волатильность российского рынка акций

Начало кризиса 2008–2009 гг. (как и кризиса 1997–1998 гг.) было сопряжено с существенным ростом волатильности доходности акций. В 2008 г. показатель стандартного отклонения изменений дневной доходности индекса РТС составил 86,4% от уровня показателя 1998 г., в то время как в 2007 г. он достигал лишь 27,4%. В 2009 г. значение волатильности рынка акций снизилось до 60,5% от уровня 1998 г., однако это пока еще выше уровня риска 2003 г. – года восстановления фондового рынка от первого кризиса.

В 2009 г. российскому биржевому рынку акций удалось удержать и даже упрочить конкурентные позиции по объему торгов среди своих глобальных конкурентов. Об этом свидетельствуют данные о соотношении объемов торгов акциями и депозитарными расписками на акции российских компаний на национальных биржах и зарубежных фондовых биржах, приводимые на рис. 17.

¹ В силу специфики регулирования российского фондового рынка предоставление маржинальных кредитов его участникам осуществляется главным образом в форме сделок РЕПО.



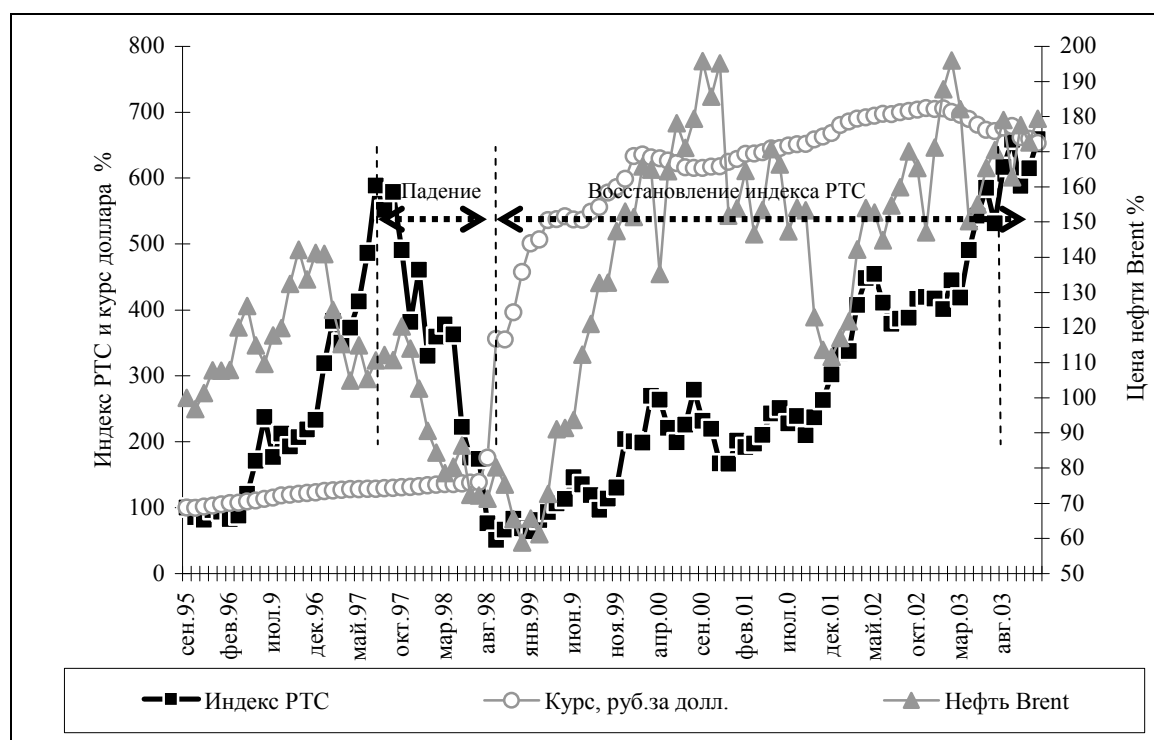
Источник: расчеты автора по данным фондовых бирж.

Рис. 17. Удельный вес бирж в объемах торгов акциями российских АО

В 2004 г. доля российских фондовых бирж в оборотах долевых ценных бумаг упала до 23,0%. Возник реальный риск перемещения центра ценообразования и ликвидности акций российских компаний за пределы России, на Лондонскую фондовую биржу. Однако в последующие годы данную негативную тенденцию удалось переломить. Российские фондовые биржи, прежде всего ММВБ, восстановили свои позиции центра ценообразования и ликвидности акций российских эмитентов. В 2009 г. на долю фондовой биржи ММВБ приходилось 73,6% оборота долевых ценных бумаг российских компаний, спот-рынок акций в России де-факто централизовался на фондовой бирже ММВБ. Однако в 2009 г. бирже РТС все же удалось несколько улучшить свои конкурентные позиции на рынке акций. За счет ввода в действие RTS-Standard – новой схемы биржевых торгов и расчетов акций за рубли, предполагающей отказ от морально устаревшей системы предварительного депонирования активов до начала торгов, а также гарантирование расчетов с помощью централизованной клиринговой системы, доля РТС на рынке акций российских эмитентов выросла практически с 0% в 2008 г. до 4,3% в 2009 г.

2.4.2. Отличия и схожие черты в кризисах 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг.

В целях понимания эффективности деятельности властей во время кризиса 2008–2009 гг. важно сравнить сценарий возникновения и протекания данного кризиса со сценарием российского кризиса 10-летней давности. В возникновении обоих кризисов было много общего. Главное в том, что они были обусловлены циклическим характером российской экономики, ее сильной зависимостью от мировой конъюнктуры цен на сырье, в первую очередь на нефть и газ, а также поведения иностранных портфельных инвесторов. Это обнаруживается при рассмотрении сценариев обоих кризисов на рис. 18 и 19. Сначала падают цены на нефть, у иностранных инвесторов нарастают опасения по поводу возможной девальвации рубля. Отток спекулятивного капитала вызывает обвал фондового рынка. Если далее правительству не удастся справиться с девальвацией национальной валюты, возникает дисбаланс между валютными активами и обязательствами банков и предприятий реального сектора экономики, активно занимавших средства на внешних рынках. Возникает угроза банковского кризиса и дефолтов долгов нефинансовых компаний. Если к тому же оказывается несбалансированным бюджет, возможен дефолт по государственным долговым обязательствам.



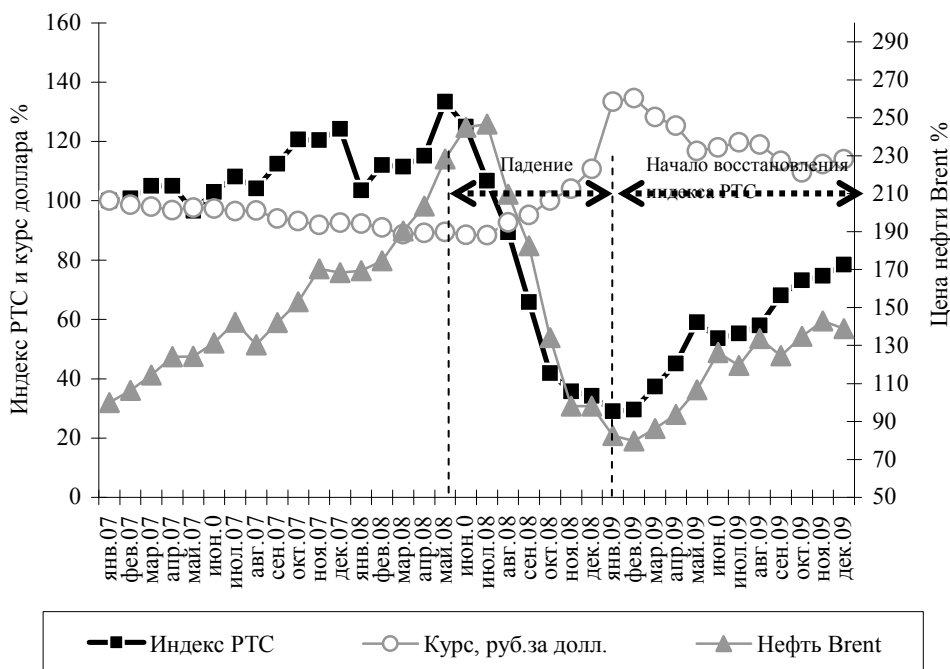
Источник: по данным ОАО «РТС» и Международного валютного фонда.

Рис. 18. Динамика индекса РТС, цены нефти Brent и курса доллара в рублях (сентябрь 1995 г. = 100%)

В 1997–1998 гг. кризис развивался по наихудшему сценарию. С января 1997 г. стала снижаться цена на нефть – с 23,47 долл./барр. в декабре 1997 г. до 9,8 долл./барр. в декабре 1998 г. Индекс РТС достиг пика в июле 1997 г. в размере 506,45 пункта. В августе

1997 г. начался обвал рынка акций, к январю 1999 г. индекс РТС снизился до 55,12 пункта. Обвал рынка акций спровоцировали ожидания инвесторами роста страновых рисков России, связанных со снижением цен на сырье и девальвацией рубля. Серьезное воздействие на кризис российского рынка акций в 1997 г. оказало падение в этом году азиатских фондовых рынков, что усилило негативное отношение международных инвесторов к развивающимся фондовым рынкам, включая Россию. Через год после падения рынка акций кризис охватил рынок долговых обязательств и банков. В августе 1998 г. на фоне низких цен на нефть, когда правительству стал очевиден факт невозможности дальнейшего пополнения бюджета за счет размещения все новых государственных краткосрочных обязательств (ГКО), были объявлены 3-кратная девальвация рубля и дефолт по рублевым ГКО. Крупнейшие коммерческие банки оказались не в состоянии обслуживать свои обязательства перед внешними и внутренними кредиторами. Правительство объявило временный мораторий для коммерческих банков на исполнение обязательств перед нерезидентами.

Начало кризиса 2008–2009 гг. шло по схожему сценарию (см. рис. 19). Факторы падения российского рынка акций в данном случае оказались такими же, что и в 1997 г. Они включали падение цен на металлы с мая 2007 г. и нефть с июля 2008 г., отток иностранного капитала, рост рисков на фоне ожиданий девальвации рубля. В результате с июня 2008 г. началось снижение рынка акций, которое в августе переросло в настоящий обвал. Однако на этот раз кризис натолкнулся на активную антикризисную политику государства в финансовой сфере, которое могло себе это позволить, обладая золотовалютными резервами в размере почти 600 млрд долл.



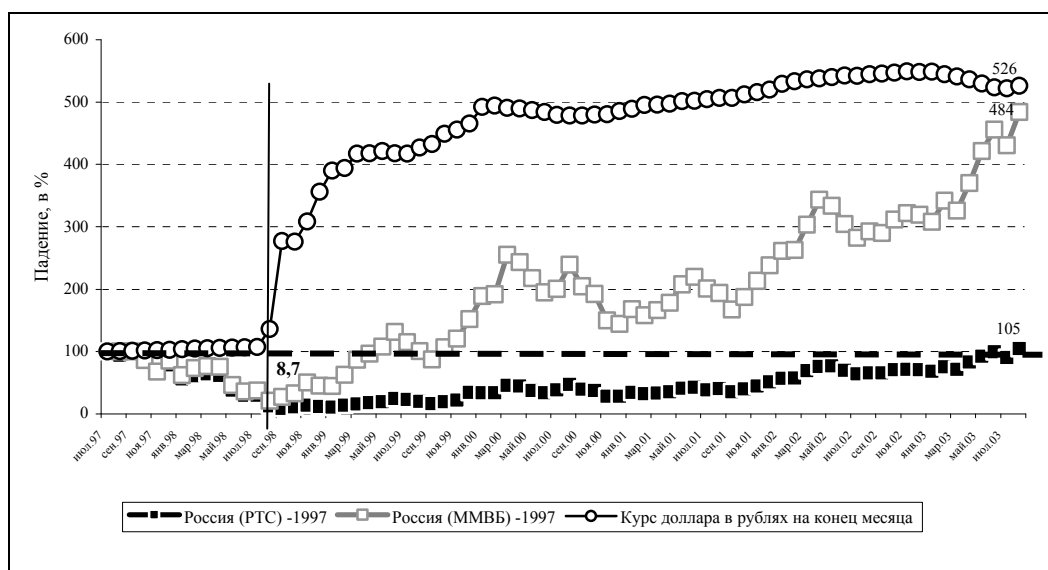
Источник: по данным ОАО «РТС» и МВФ.

Рис. 19. Динамика индекса РТС, цены нефти Brent и курса доллара (январь 2007 г. = 100%)

В условиях сокращения поступлений от экспорта сырьевых товаров и бегства краткосрочного капитала девальвация рубля была неизбежной. Однако в отличие от событий 10-летней давности правительство не стало затягивать до последнего решение вопроса, приступив к девальвации практически с сентября 2008 г. Но самое главное, был выбран вариант не внезапной, а постепенной девальвации национальной валюты. Это позволяло достичь несколько «плюсов» в финансовой сфере. Банки и обремененные значительными долгами нефинансовые компании получили возможность постепенно реструктуризировать свои валютные активы и обязательства перед нерезидентами без отказа от исполнения последних. Население также получило возможность трансформировать часть своих рублевых накоплений в валютные активы без шока внезапной потери стоимости рублевых сбережений. Однако «минусом» плавной девальвации были огромные потери золотовалютных резервов и их перераспределение в пользу узкого круга представителей банковского и промышленного капитала. Наряду с плавной девальвацией правительство на возвратной основе предоставило значительные финансовые ресурсы банкам и отдельным системообразующим предприятиям, с тем чтобы не допустить не только их неплатежеспособности, но и перехода существенных пакетов акций крупнейших компаний в пользу иностранных залогодержателей. Тем самым обвал фондового рынка в 2008 г. – начале 2009 г. не привел к возникновению системного финансового кризиса. Кроме того, необходимо учитывать, что в отличие от первого финансового кризиса, когда цена на нефть падала практически в течение двух лет, кризис 2008–2009 гг., хотя и был глобальным, сопровождался падением цен на нефть немногим больше полугодия. Также и по этой причине текущий финансовый кризис является менее продолжительным по сравнению с кризисом 1997–1998 гг.

Отличия в глубине девальвации рубля во время двух рассматриваемых кризисов обусловили разную динамику восстановления индекса РТС и индекса ММВБ. Оценка акций в портфеле индекса ММВБ осуществляется в рублях, индекса РТС – в долларах США, поэтому при более чем 5-кратной девальвации рубля¹ последующее восстановление индекса ММВБ шло быстрее, чем индекса РТС (рис. 20). До докризисного пика индекс ММВБ восстановился уже к маю 1999 г., т.е. всего через 8 месяцев после прохождения «дна» кризиса. Восстановление индекса РТС заняло 59 месяцев после достижения им минимального значения во время кризиса.

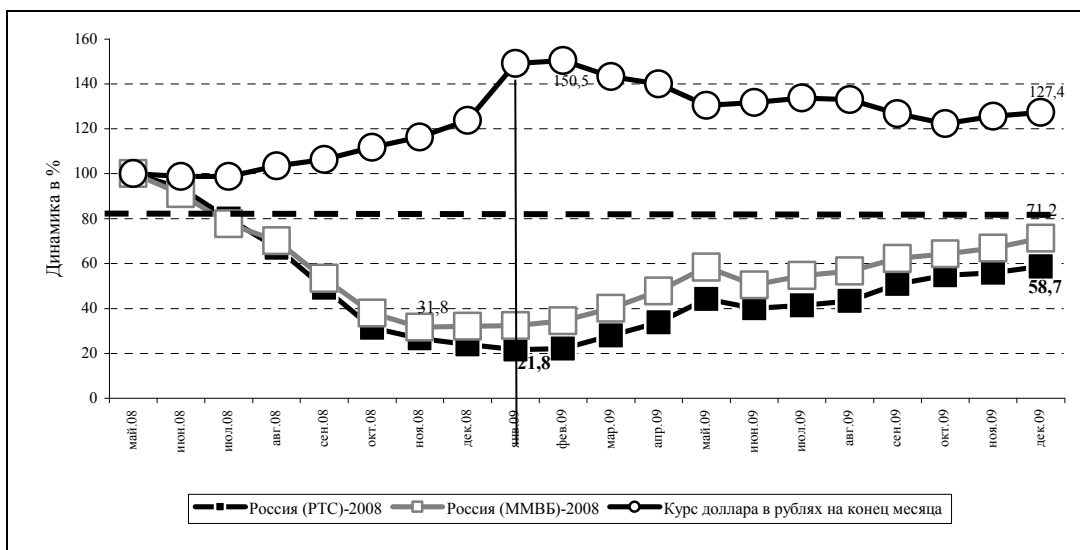
¹ В течение 1998–2003 гг.



Источник: по данным ОАО «РТС», ФБ ММВБ и Банка России.

Рис. 20. Изменение курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ (июль 1997 г. = 100%)

Во время кризиса 2008–2009 гг. максимальный уровень девальвации рубля составил 50% (см. рис. 21) с последующим укреплением рубля. По этой причине восстановление индексов РТС и ММВБ за прошедшие месяцы шло практически одинаково с небольшим преимуществом индекса ММВБ, который восстанавливался чуть-чуть быстрее. По итогам 2009 г. индекс РТС достиг 58,7%, индекс ММВБ – 71,2% от пикового значения данных индексов в мае 2008 г.



Источник: по данным ОАО «РТС», ФБ ММВБ и Банка России.

Рис. 21. Изменение курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ с мая 2008 г. по декабрь 2009 г. (май 2008 г. = 100%)

2.4.3. Меры государственной антикризисной поддержки финансового рынка

Поддержка финансовой системы была центральным звеном антикризисной политики государства в 2008–2009 гг. В силу многообразия форм поддержки оценить общую сумму средств, полученных финансовыми институтами, затруднительно. Многие формы поддержки оказывались на возвратной основе или носили косвенный характер. Не всегда открытой является информация о том, как исполнялись принятые решения о выделении финансовых ресурсов для поддержки финансового сектора. По этим причинам оценки антикризисных мер в отношении российской финансовой системы разнятся. По сообщению информационного агентства Reuters от 17 сентября 2009 г. со ссылкой на экспертное управление президента РФ, с учетом погашения беззалоговых кредитов и возврата депозитов Минфину предприятиям, банкам и гражданам было выделено 7,4 трлн руб., или 240 млрд долл. По оценкам Всемирного банка, объем антикризисных бюджетных мер по поддержке российской финансовой системы в 2008–2009 гг. оценивается в сумме 1,4 трлн руб.¹

Государственные взносы в капитал банков

С начала кризиса государство продемонстрировало, что готово идти на самые решительные меры по поддержке банковской системы, включая прямые взносы в уставный капитал финансовых структур, предоставление субординированных кредитов, а также долгосрочных депозитов на целевые нужды. Основные меры такой поддержки приводятся в *табл. 22*, на них затрачено 2,8 трлн руб.

Таблица 22

Основные меры по капитализации финансовых структур в 2008–2009 гг.

Мера	Сумма, млрд руб.
Взнос в уставный капитал ВЭБа для поддержания финансовой системы	75
Субординированный кредит ВЭБу для поддержки фондового рынка	175
Внесено на долгосрочный депозит для погашения внешнего долга российскими компаниями и банками	1350
Выделено АИЖК для поддержки ипотечного кредитования	60
Выделено АСВ для санации банков	200
Долгосрочные субординированные кредиты банкам для их рекапитализации	950
Взнос в уставный капитал Россельхозбанка	30
Итого	2840

Иные меры обеспечивали условия для укрепления доходной базы банков в виде привлечения на возвратной основе средств Банка России, государственного бюджета, государственных корпораций и депозитов населения. Сюда же можно отнести такие мероприятия, как плавная девальвация рубля, позволившая банкам исправить дисбаланс между валютными активами и обязательствами. Важную роль в укреплении стабиль-

¹ Всемирный банк. Доклад об экономике России № 18, март 2009 г. С. 15. Опубликован на www.worldbank.org.ru

ности банков сыграли решения по снижению резервных требований и введение гарантий по вкладам граждан в сумме до 700 тыс. руб. в одном банке.

Девальвация рубля и дисбаланс валютных активов и обязательств банков

Наличие почти 600-миллиардного золотовалютного резерва в начале нынешнего кризиса позволило государству не допустить распространения кризиса на банковскую систему и кредитный рынок. В преддверии кризиса 2008–2009 гг., как и предыдущего финансового кризиса в России, основным «драйвером» роста банков являлась спекулятивная стратегия *carry trading*, когда кредитные организации активно заимствовали деньги в валюте на развитых зарубежных рынках под низкую ставку процента, а затем вкладывали их в высокодоходные рублевые активы. В преддверии кризиса 1998 г. такими активами служили государственные краткосрочные обязательства (ГКО), а до августа 2008 г. – кредиты населению, рублевые корпоративные облигации и ссуды крупнейшим корпорациям¹.

Вот как описывает бизнес-стратегию российских банков накануне кризиса 1998 г. Мартин Гилман, который в конце 1990-х годов был одним из координаторов взаимодействия МВФ с российскими органами власти: «Они стремились, таким образом, воспользоваться стабильностью обменного курса и заработать на вроде бы беспроектной схеме: брали дешевые кредиты в долларах, покупали на них высокодоходные ГКО, затем после их погашения на полученные рубли покупали опять доллары, погашали ими кредит и разницу клали в карман. Для более осторожных инвесторов-нерезидентов, желавших подстраховать рублевые инвестиции в ГКО, они заключали форвардные контракты на покупку долларов»².

Стратегия *carry trading* является очень рискованной: в случае девальвации национальной валюты рублевые активы спекулянтов резко обесцениваются, обязательства в иностранной валюте перед нерезидентами становятся трудно исполнимыми. Банк попадает в «ловушку ликвидности» или просто становится неплатежеспособным. Вовлеченность банков из развивающихся стран в *carry trading* в целях фондирования роста кредитования населения, по мнению экспертов МВФ, является одним из основных рисков финансовых рынков в этих странах³.

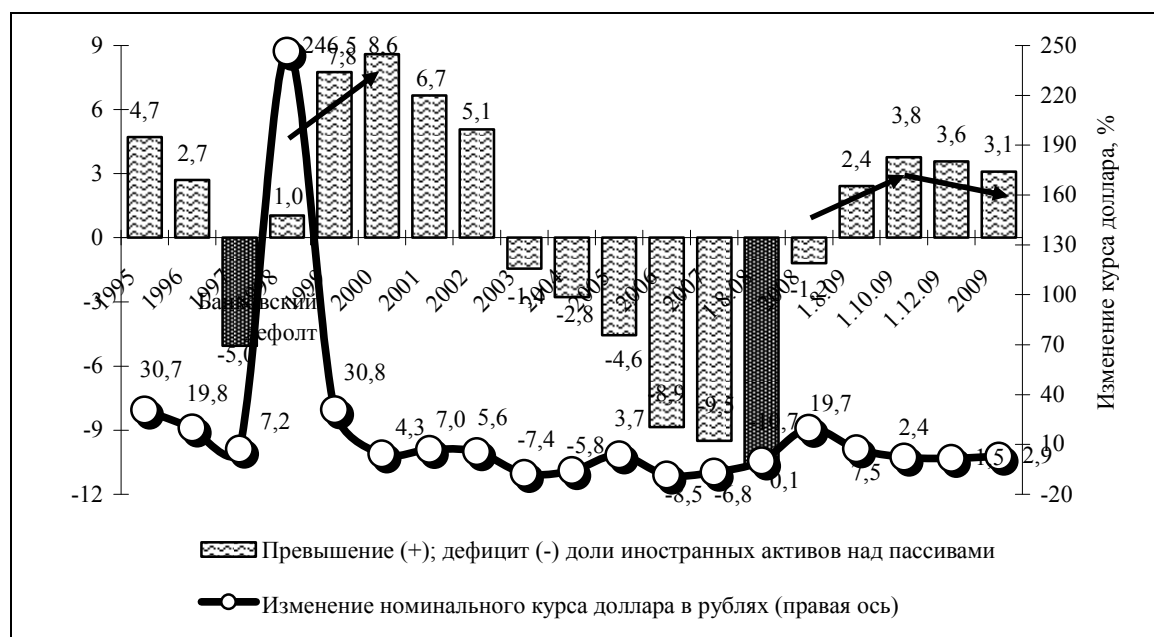
Все эти годы, наблюдая за тем, как накануне очередного финансового кризиса в банковской системе резко нарастают дисбалансы между валютными активами и обязательствами банков перед нерезидентами (*рис. 22*), приходилось только удивляться тому, насколько явно Центральный банк России закрывал глаза на данные ключевые банковские риски⁴.

¹ Стратегии *carry trading*, их предпосылки и риски на российском финансовом рынке рассматривались в наших более ранних публикациях// Российская экономика в 2008 году. Тенденции и перспективы. Вып. 30. М.: ИЭПП, 2009. С. 524–534; Кризисная экономика современной России: тенденции и перспективы/ А.Абрамов, Е.Апелалова, Е.Астафьева [и др.]; науч. ред. Е.Т. Гайдар. М.: Проспект, 2010. С. 524–534.

² Гилман М. Дефолт, которого могло не быть/ Пер. с англ. А.Багаева. М.: Время, 2009. С. 223.

³ IMF. Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies. September 2007. P. 22–25.

⁴ Объяснением попустительского отношения Банка России к рискам стратегии *carry trading* банков накануне как августовского кризиса 1998 г., так и августа 2008 г., возможно, является то, что для банковской системы данная стратегия являлась одним из ключевых источников доходов.



Источник: расчеты по данным Банка России.

Рис. 22. Превышение (+) и дефицит (-) иностранных активов банков над пассивами (доля в % от стоимости активов (пассивов) банков)

Масштаб вовлеченности банков в стратегию carry trading наглядно демонстрируют показатели дефицита (-) и излишка (+) иностранных активов банков по сравнению со стоимостью прав требования нерезидентов к банкам, соотношенные к общей стоимости активов банков. В 1997 г. накануне банковского кризиса 1998 г. обязательства перед нерезидентами превышали стоимость активов банков на величину, эквивалентную 5,0% валюты баланса банковской системы. Разовая 3-кратная девальвация рубля привела к неплатежеспособности банков. Баланс был восстановлен за счет банкротства крупнейших частных российских банков и замораживания (или, иными словами, дефолта) исполнения банками обязательств перед нерезидентами, которое правительство вынуждено было легализовать, приняв постановление, запрещавшее банкам исполнять обязательства перед нерезидентами. В результате баланс валютных активов и обязательств банков был восстановлен, сумма превышения стоимости валютных активов банков над их обязательствами составила в 1998 г. 1% от стоимости активов банков. Однако репутация национальной банковской системы за рубежом оказалась «подмоченной» на долгие годы.

Накануне кризиса 2008–2009 гг. по состоянию на 1 августа 2008 г. дефицит валютных активов банков по сравнению с требованиями достигал 10,7% валюты баланса банковской системы. Он в два раза превышал уровень, предшествовавший августовскому кризису 1998 г. Период с начала 2004 г. по июль 2008 г. был этапом расцвета стратегии carry trading у российских банков. Начавшаяся осенью 2008 г. девальвация рубля, которая в итоге снизила стоимость рубля на 50% (см. рис. 21), безусловно, привела бы к повторению сценария краха банковской системы образца 1998 г., если бы на помощь банкам не пришло государство. Благодаря предоставленным банкам кредитным ресурсам со стороны Банка России и органов государственного управления, а так-

же политике плавной девальвации рубля банки получили денежные средства и резерв времени, необходимые для восстановления дисбаланса между своими валютными активами и обязательствами.

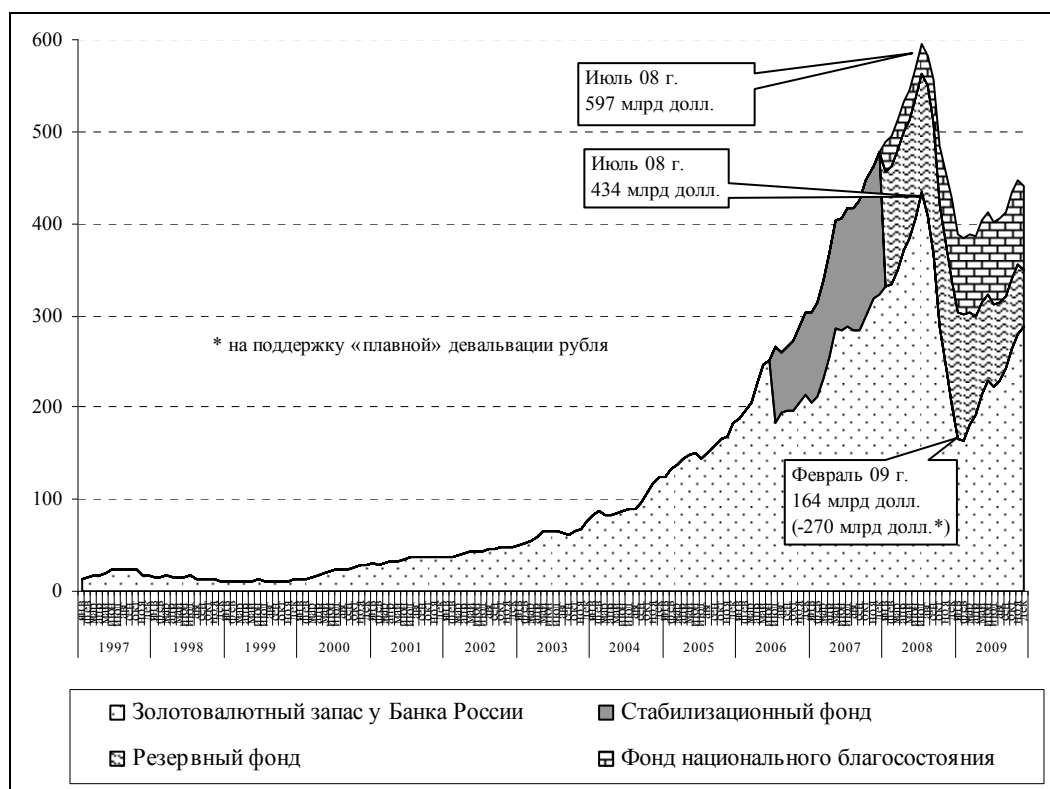
Для стимулирования скорейшего устранения данного дисбаланса Банк России скорректировал нормативы обязательных резервных требований по обязательствам кредитных организаций перед банками-нерезидентами и по иным обязательствам в иностранной валюте с предкризисного уровня в размере соответственно 5,5 и 5,0% от стоимости обязательств до уровня 8,5 и 6,0% на период 1–17 сентября 2008 г.¹ Банки частично погасили внешние долги и конвертировали рублевые активы в валютные вложения. В результате уже к концу 2008 г. рассматриваемый дисбаланс, достигавший 2,4 трлн руб., был практически ликвидирован, а на 1 января 2010 г. превышение валютных активов банков над правами требования нерезидентов достигало 3,1% от стоимости банковских активов. По нашим оценкам, эффект данной меры для российской банковской системы составляет 3,3 трлн руб. (см. *табл. 23*)

Все это стало возможным лишь благодаря предоставлению беспрецедентной финансовой поддержки государства банкам и системообразующим нефинансовым компаниям. О масштабах государственной помощи свидетельствуют данные снижения объемов золотовалютных резервов в России в августе 2008 г. – феврале 2009 г., приводимые на *рис. 23*.

Золотовалютный резерв состоит из двух частей: Стабилизационного фонда, трансформированного в начале 2008 г. в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния², а также части резерва, находящегося в ведении Банка России. Резервный фонд и Фонд национального благосостояния представляют собой фонды целевого назначения, предназначенные для финансирования дефицита федерального бюджета (Резервный фонд) и финансирования пенсионного обеспечения (Фонд национального благосостояния). На *рис. 23* видно, что с начала кризиса 2008 г. часть золотовалютных резервов, которой распоряжается Банк России, сократилась с 434 млрд долл. в июле 2008 г. до 164 млрд долл. в феврале 2009 г., т.е. на 270 млрд долл. После февраля 2009 г. по мере повышения нефтяных цен происходило пополнение указанного фонда Банка России. По итогам 2009 г. золотовалютные резервы выросли до 440,6 млрд долл., включая 288,5 млрд долл. золотовалютных активов в управлении Банка России.

¹ Однако уже со второй половины сентября 2008 г. данные нормативы стали снижаться и на конец 2009 г. составляли лишь 2,5% каждый.

² В международной практике такие фонды называются «суверенные фонды благосостояния».



Источник: по данным Банка России и Минфина России.

Рис. 23. Золотовалютные фонды (резервы) РФ (млрд долл.)

Предоставление банкам кредитных ресурсов Банком России и государством

Наступление финансового кризиса и кризис доверия означали прекращение модели carry trading как способа фондирования банков. Однако с самого начала финансового кризиса в августе-сентябре 2008 г. российские банки превратились в объект массовой поддержки со стороны Банка России и Минфина. На смену модели финансирования за счет carry trading пришла модель фондирования банков за счет заемных ресурсов монетарных властей государства. Данная поддержка осуществлялась на основе возвратного финансирования. Оценить ее объем помогают суммы чистых требований банков к Банку России и органам государственного управления, показанные на рис. 24.



Источник: по данным обзора кредитных организаций Банка России.

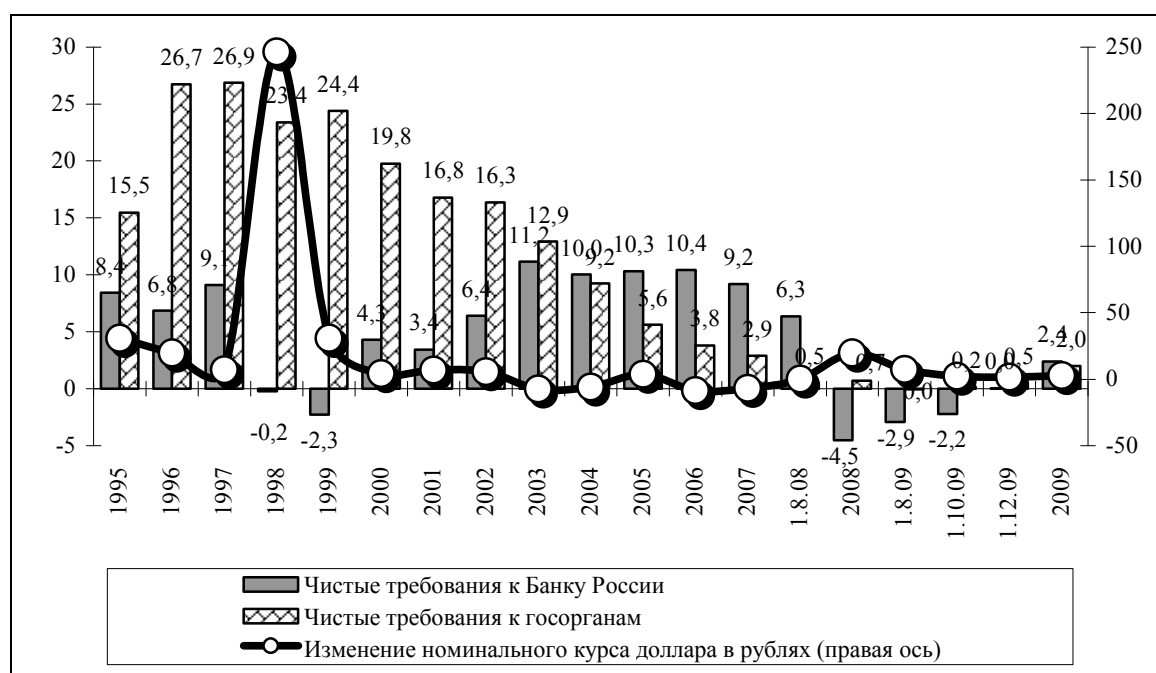
Рис. 24. Оценка сумм поддержки банков (млрд руб.)

В июле 2008 г. чистые требования банков к Банку России и органам государственного управления составляли около 1,5 трлн руб., т.е. банки являлись кредиторами Центрального банка и государственных органов. Объем средств, которые банки держали на депозитах и на корсчетах в Центральном банке РФ, в облигациях банка России и государственных ценных бумагах, на указанную величину превосходил небольшие объемы кредитов, полученные от Банка России и депозитов органов власти. Начиная с сентября 2008 г. ситуация радикально изменилась, Центральный банк и органы государственного управления превратились в чистых кредиторов банков. В начале кризиса были приняты решения о снижении норм обязательного резервирования, о размещении в банках временно свободных ресурсов бюджета и ресурсов государственных корпораций, расширении практики кредитования банков Банком России в форме сделок прямого РЕПО, а затем беззалоговых и иных видов кредитов. При этом основной акцент поддержки банков делался на их кредитовании Банком России. Уже в ноябре 2008 г. чистые обязательства банков перед ЦБР и органами государственной власти составили 957 млрд руб., в декабре они достигли 1,3 трлн руб. В январе 2009 г. объем чистых обязательств банков достиг максимума в 1,7 трлн руб. Таким образом, банки из чистых кредиторов органов власти в сумме 1,6 трлн руб. превратились в чистых должников с примерно такой же суммой обязательств. Это означает, что максимальный объем поддержки банков за счет кредитования составлял около 3 трлн руб.

Начиная с февраля 2009 г., т.е. практически с момента возобновления роста российского фондового рынка, Минфин и Банк России приступили к реализации политики постепенного «выхода» банковской системы. К декабрю 2009 г. банки вновь стали чистыми кредиторами Банка России и органов государственного управления в сумме соответственно 703 млрд руб. и 584 млрд руб., что хотя меньше докризисного уровня, однако уже не предполагало чистого кредитования банков государством. По состоянию на

1 января 2010 г. по сравнению с 1 августа 2008 г. объем чистых требований банков к государственным органам увеличился со 115 млрд до 584 млрд руб. (см. табл. 23), или на 469 млрд руб., что свидетельствует о том, что данные органы уже свернули кредитную поддержку банков и превратились в чистых должников. Чистые требования банков к Банку России за тот же период снизились с 1411 млрд до 703 млрд руб., это говорит о том, что стоимость поддержки банков со стороны монетарных властей в виде уменьшения отвлечения средств банков для финансирования ЦБР составляет 708 млрд руб.

На рис. 25 приводятся те же данные по объемам чистых требований банков к Банку России и органам власти в относительном выражении к активам банковской системы. Они свидетельствуют о том, что по своим масштабам объем заемного финансирования банков государством совпадал с объемом средств, которых банки лишились в результате невозможности реализовать далее стратегию carry trading. Ранее, на рис. 22 мы видели, что накануне кризиса августа 2008 г. объем чистого кредитования банков за счет данной стратегии составлял примерно 10,7% от стоимости банковских активов. Примерно на такую же величину – 10,8% от стоимости активов (рис. 25) – в пользу банков изменились их финансовые взаимоотношения с Банком России с августа по декабрь 2008 г.

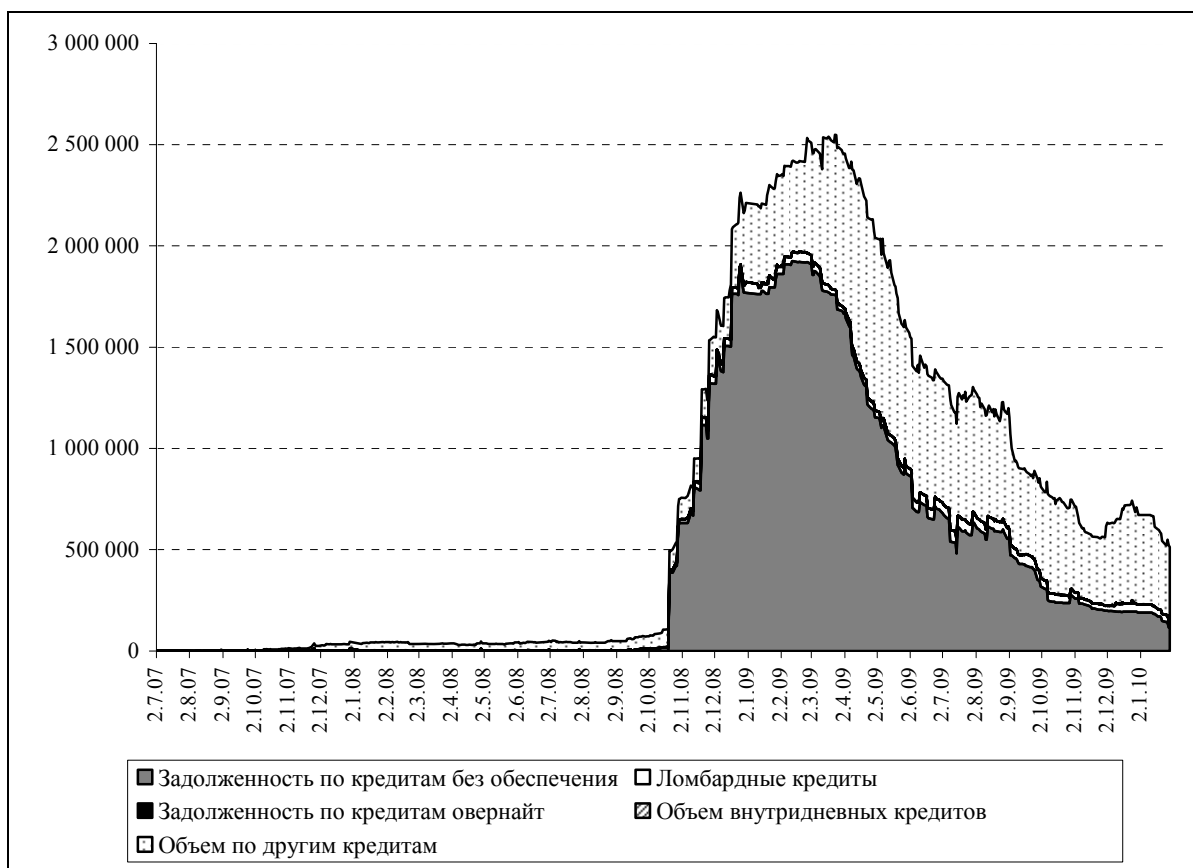


Источник: по данным обзора кредитных организаций Банка России.

Рис. 25. Чистые требования банков к госорганам и Банку России (в % от стоимости активов (пассивов) баланса)

На рис. 26 анализируются разные формы кредитования банков Банком России. Во время кризиса основной формой кредитной поддержки банков стали беззалоговые кредиты, выдача которых началась с 20 октября 2009 г. Данный вид кредитования является нетрадиционным для опыта центральных банков других стран, предусматривая возло-

жение на Банк России серьезного кредитного риска. Характерной особенностью форм кредитной поддержки банков Банком России во время кризиса являлось отсутствие связи данных механизмов с объемами кредитных портфелей самих банков, за исключением кредитов, выдаваемых под залог различных активов (рис. 26). В этом, видимо, следует искать одну из причин того, что при наличии столь мощной поддержки банков ресурсами Банка России и возложении на него значительного кредитного риска кредитный портфель банков в части кредитов населению и бизнесу за время кризиса так и не вырос.



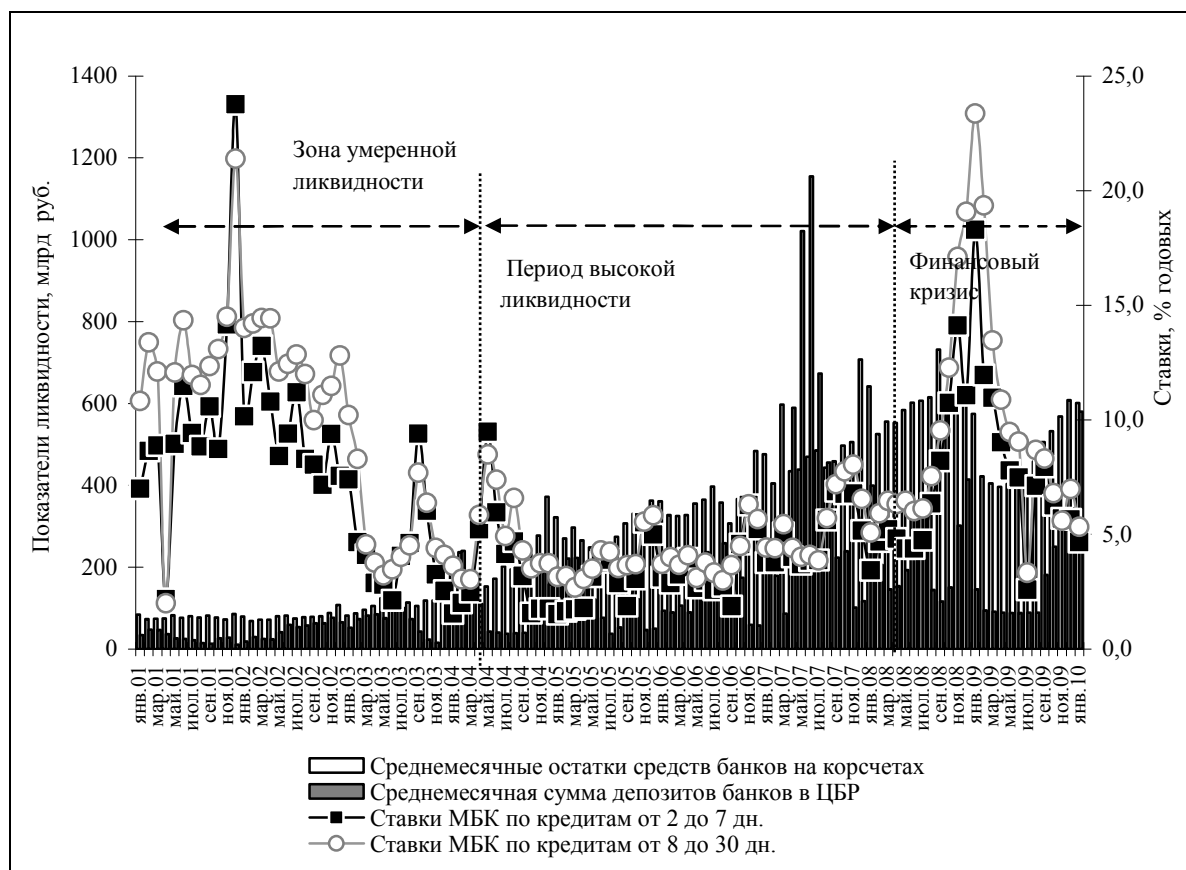
Примечание. Показатели «Объем внутренних кредитов» и «Задолженность по кредитам овернайт» имеют значения близкие к нулю, поэтому на графике не отражены.

Источник: по данным Банка России.

Рис. 26. Кредиты банкам от Банка России (млн руб.)

Более традиционным методом воздействия Банка России на стабильность банковской системы, активно применявшимся в ходе кризиса, являлось краткосрочное кредитование банков посредством сделок прямого РЕПО. На рис. 27 показаны три периода в развитии российской банковской системы в зависимости от преобладания разных источников поддержания банковской ликвидности. Первый период, продолжавшийся с 2000 по 2003 гг., был временем умеренной ликвидности, когда банки фондировались преимущественно за счет внутренних источников, а процентные ставки на межбанковском рынке были весьма высоки. Второй период с 2004 г. по июль 2008 г. был време-

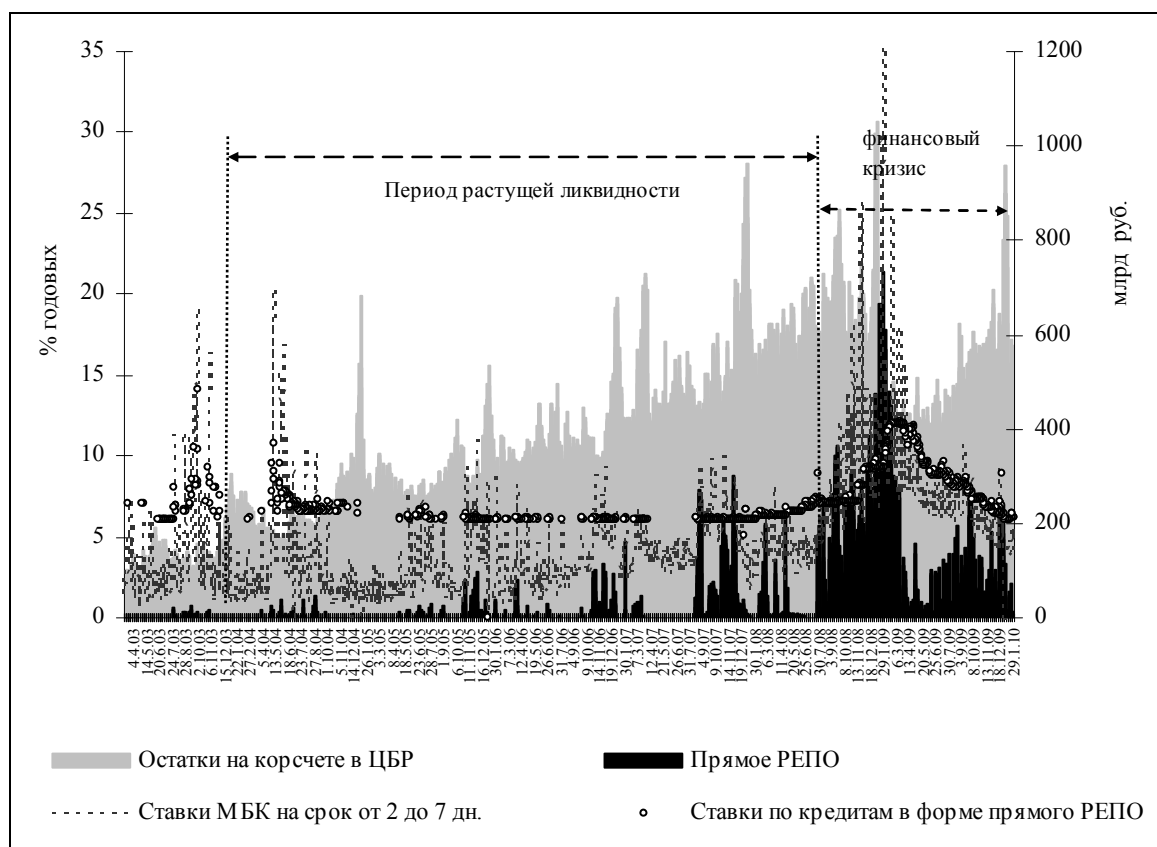
нем расцвета стратегии carry trading, когда банки имели возможность привлекать дешевые деньги на зарубежных рынках. Приток дешевых краткосрочных денег из-за рубежа породил излишек ликвидности в банковской системе и низкие ставки заимствования средств на межбанковском рынке. Третий период – с начала нынешнего финансового кризиса (август 2008 г.). Для него характерно временное прекращение стратегии carry trading, что повлекло за собой стремительный рост ставок заимствования банков, а также последующее вмешательство в процесс государства, которое на время заместило своими фондами средства нерезидентов, сгладив ситуацию на межбанковском рынке.



Источник: по данным Банка России.

Рис. 27. Ежемесячные показатели банковской ликвидности и ставок рынка межбанковских кредитов в 2001 г. – янв. 2010 г.

На рис. 28 показана взаимосвязь процентных ставок на рынке МБК с механизмом прямого РЕПО. В период растущей ликвидности Банк России прибегал к сделкам прямого РЕПО лишь эпизодически и в относительно умеренном масштабе. С начала финансового кризиса сделки прямого РЕПО стали более активно использоваться для стабилизации рынка межбанковского кредитования. Сделки стали совершаться на регулярной основе, ежедневно, их объемы по сравнению с предкризисными показателями резко выросли.



Источник: по данным Банка России.

Рис. 28. Использование механизма прямого РЕПО для регулирования банковской ликвидности в 2003 г. – январе 2010 г.

Рост депозитной базы и делевередж банков

Одной из наиболее действенных антикризисных мер по поддержке банковской системы было принятие государством обязательств об увеличении сумм гарантий по сохранности в полном объеме банковских депозитов населения с 400 тыс. до 700 тыс. руб. в расчете на вклад в одном банке. На фоне бегства индивидуальных инвесторов из таких рискованных активов, как акции, паи паевых инвестиционных фондов и «мусорные» корпоративные облигации, это обеспечило во время кризиса бурный приток средств населения на депозитах в банках. С 1 августа 2008 г. по 1 января 2010 г. депозиты населения в банках выросли с 5850 млрд до 7485 млрд руб. За счет этого банки получили приток своей доходной базы в размере 1635 млрд руб. (табл. 23).

На фоне сократившегося во время кризиса кредитного портфеля банков и роста привлеченных депозитов происходил делевередж банковской системы (см. рис. 29), т.е. снижение стоимости чистых требований банков к населению и бизнесу по отношению к суммарным активам банков с 19,3% накануне кризиса, 1 августа 2008 г., до 9,1% по состоянию на 1 января 2010 г. Помимо снижения кредитного портфеля на данный показатель оказывал влияние фактор ограничения притока ресурсов дешевого фондирования банков из-за рубежа.



Источник: по данным Банка России.

Рис. 29. Повышение кредитов над депозитами – делевередж (в процентах от стоимости активов (пассивов) банков)

Итоговые расчеты по мерам антикризисной поддержки

Итак, основными мерами кредитной поддержки банков, как показано в табл. 23, явились ребалансировка валютных активов и обязательств банков, снижение их чистых требований к Банку России, наращивание собственного капитала банков за счет взносов государства и собственников, рост депозитов населения и средств, привлеченных от организаций. По состоянию на конец 2009 г. объемы данной поддержки можно оценить в сумму свыше 7 трлн руб. Данные средства помогли сохранить стабильность банковской системы, однако они не сделали ее эффективнее и не привели к росту кредитного портфеля банков во время кризиса.

Таким образом, основным позитивным результатом антикризисных мер правительства в 2008–2009 гг. явилось сохранение банковской системы. Для этого были использованы беспрецедентные для России по масштабу и разнообразию меры поддержания устойчивости банковской системы. Основная проблема заключается в том, что по итогам данных мер банковская система хотя и сохранила устойчивость, однако осталась столь же неэффективной и неспособной к решению проблем широкомасштабной модернизации экономики, какой и была до кризиса. По показателю эффективности работы банковской системы Россия заняла в 2009 г. самое последнее место из 55 стран, по которым Всемирным экономическим форумом определяется индекс конкурентоспособности финансовых рынков 55 стран¹.

¹ World Economic Forum. The Financial Development Report. 2009. С. 210. Опубликовано на сайте www.weforum.org.

Таблица 23

Оценка эффекта от мер по поддержке банковской системы, млрд руб.

	01.08.2008	01.01.2010	Стоимость	Эффект
Чистые требования к нерезидентам	-2377	905	3282	Ребалансировка валютных активов и обязательств с помощью плавной девальвации рубля
Чистые требования к государству	115	584	-469	Отвлечение средств на финансирование государства
Чистые требования к Банку России	1411	703	708	Увеличение ресурсной базы банков за счет ЦБР
Собственный капитал банков	3116	4120	1004	Повышение капитализации банков
Депозиты населения	5850	7485	1635	Выросли гарантии вкладов до 700 тыс. руб.
Депозиты организаций	4465	5467	1001	Рост ресурсной базы банков, в том числе за счет государственных компаний
Итого			7161	

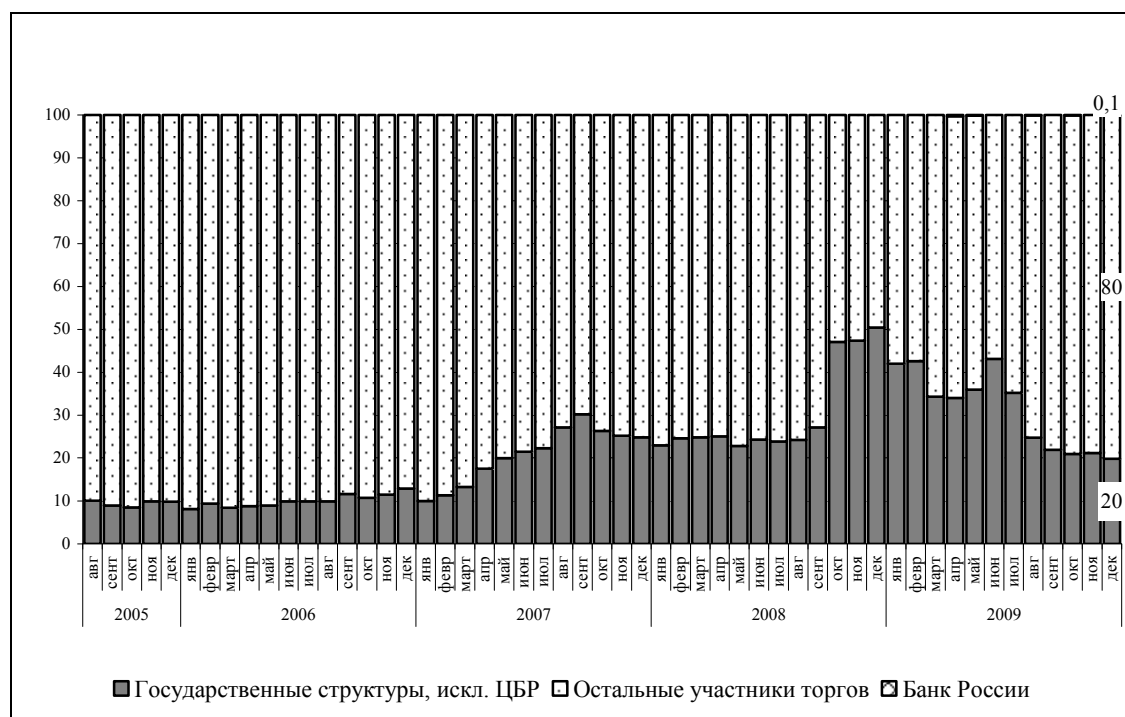
2.4.4. Оценка эффективности антикризисных мер по поддержке фондового рынка

Во время кризиса государственная поддержка фондового рынка осуществлялась по двум основным направлениям: в рамках освоения 175 млрд руб., выделенных Внешэкономбанку в виде субординированного кредита за счет Фонда национального благосостояния на поддержку рынка акций российских эмитентов под 7% годовых, а также комплекса мер по поддержке рынка рублевых корпоративных облигаций как альтернативы банковскому кредитованию.

Поддержка рынка акций ВЭБом

В целях поддержки рынка акций ВЭБ получил субординированный кредит в октябре 2008 г. под 7% годовых и вернул данные средства государству 15 декабря 2009 г. Представление о том, как это повлияло на торговую активность государственных банков и связанных с ними структур, дает диаграмма на рис. 30. С октября 2008 г. по июль 2009 г. доля государственных структур в общем объеме биржевых торгов на ММВБ выросла со среднего предкризисного уровня в 25% до 34–50%, что дает основания полагать, что именно в течение данного периода происходила активная фаза интервенции государственных средств на биржевом рынке акций. В то же время с августа по декабрь 2009 г. уровень торговой активности государственных структур на бирже был на предкризисном уровне, что дает основания сомневаться в том, что при возврате 175 млрд руб. ВЭБом в бюджет акции¹, ранее приобретенные за счет данных ресурсов, в действительности были проданы. Вероятно, ВЭБ вернул средства Минфину за счет каких-то иных источников.

¹ Об этом 21 декабря 2009 г. сообщил в эфире телеканалу «Вести24» глава Внешэкономбанка В. Дмитриев.



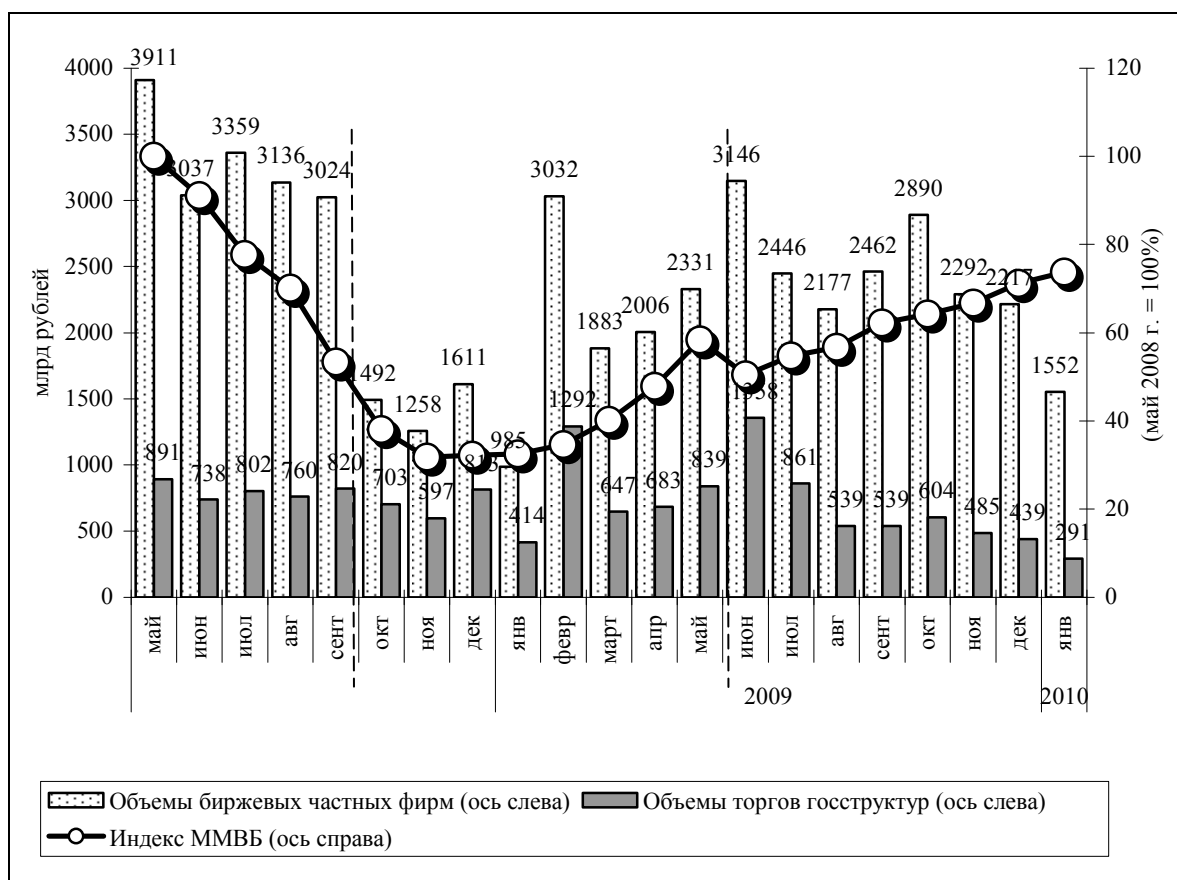
Примечание. Показатели Банка России имеют значения близкие к нулю, поэтому при этом масштабе графика не видны.

Источник: расчеты автора по данным ММВБ.

Рис. 30. Доля частных и государственных брокеров в объемах торгов акциями на ММВБ (%)¹

То, насколько действенным было влияние государственных ресурсов на цены акций российских эмитентов, анализируется на рис. 31, где рассматривается динамика индекса ММВБ от его пикового значения по состоянию на май 2008 г. до января 2010 г. На ряд с динамикой индекса наложены данные об объемах биржевых торгов с акциями на ММВБ отдельно по частным участникам торгов и государственным структурам. Падение индекса ММВБ с июня 2008 г. по январь 2009 г. в большей мере было вызвано снижением торговой активности частных инвесторов. Хотя доля государственных структур в объемах биржевых торгов была повышенной с октября 2008 г. по июль 2009 г., в абсолютном размере данные объемы соответствовали докризисным показателям. Аналогичным образом, восстановление индекса ММВБ с февраля 2009 г. скорее связано с ростом объемов торгов частных фирм, чем с торговой активностью государственных структур. Вмешательство государства в поддержку рынка с помощью финансовой интервенции, возможно, немного сгладило линию падения рынка, но никак не повлияло на сам тренд. Рынок стал восстанавливаться преимущественно благодаря частным инвесторам.

¹ ВЭБ, ВТБ, ВТБ Капитал, ВТБ 24, Газпромбанк, Сбербанк, «КИТ Финанс», Связь-банк и Банк Москвы.



Источник: расчеты автора по данным ММВБ.

Рис. 31. Динамика индекса и объемы торгов разных групп участников биржевого рынка ММВБ с мая 2008 г. по январь 2010 г.

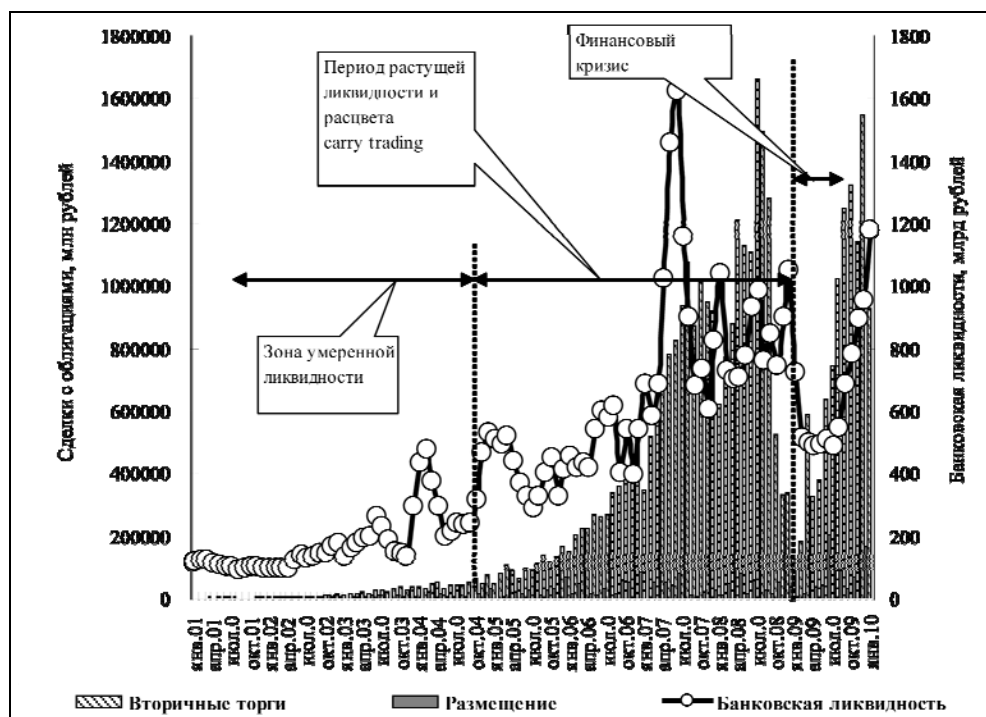
Если рассматривать фондовый рынок как состязание между участниками торгов с общей нулевой средней доходностью, когда прибыль от вложений одних инвесторов в большей мере есть убыток других, то сам факт получения высокой доходности по вложениям ВЭБа в акции, приобретенные за счет субсидиарного кредита с фиксированной доходностью (по оценке банка, обнародованной осенью 2009 г., его прибыль по сделке составила около 60%), есть не что иное, как вычет из доходов других инвесторов, продавших ему акции на «дне» кризиса. В данном случае речь идет скорее об удачной «маржинальной» сделке государственного банка за счет кредита, предоставленного на сверхльготных по срокам и стоимости условиях, чем о действительно государственной поддержке, оказанной фондовому рынку и инвесторам.

Меры по поддержке властями рынка рублевых облигаций

На рис. 32 приводятся помесечные данные об объемах эмиссии и оборотах вторичного рынка рублевых корпоративных облигаций на ММВБ с 2001 г. по январь 2010 г. Дополнительно показаны данные по банковской ликвидности, которая представляет собой остатки средств банков на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России. На графике видно, как начало финансового кризиса в августе 2008 г. привело к заметному снижению банковской ликвидности, объемов биржевых торгов и размещений

корпоративных облигаций. Начавшийся на рынке акций в мае 2008 г. и усиленный паникой инвесторов на глобальном рынке после объявления о банкротстве американского инвестиционного банка Lehman Brothers в сентябре 2008 г. кризис грозил перекинуться на рынок рублевых облигаций. В сентябре 2008 г. из-за отсутствия системы управления рисками по сделкам РЕПО на ММВБ случился временный кризис, вызванный неисполнением обязательств по сделкам РЕПО несколькими крупными участниками торгов. Однако благодаря вмешательству Банка России в налаживание расчетов и санацию оказавшихся неплатежеспособными банков системного кризиса на рынке облигаций удалось избежать.

Падение объемов сделок на российском рынке корпоративных облигаций продолжалось до февраля 2009 г. На рынке начали в массовом порядке происходить дефолты по офортам, выплатам купонов и погашениям основной суммы долга со стороны эмитентов второго эшелона. Однако с февраля 2009 г. объемы вторичных торгов на рынке стали неожиданно быстро восстанавливаться, с июня стали производиться большие по объемам выпуски корпоративных облигаций. В результате по итогам 2009 г. объемы размещений корпоративных облигаций на внутреннем российском рынке достигли 917 млрд руб. по сравнению с 398 млрд руб. в 2008 г. и 457 млрд руб. в 2007 г. Объемы вторичных торгов облигациями в 2009 г. составили 9282 млрд руб., несколько снизившись по сравнению с 11 349 млрд руб. в 2008 г. и 9489 млрд руб. в 2007 г.

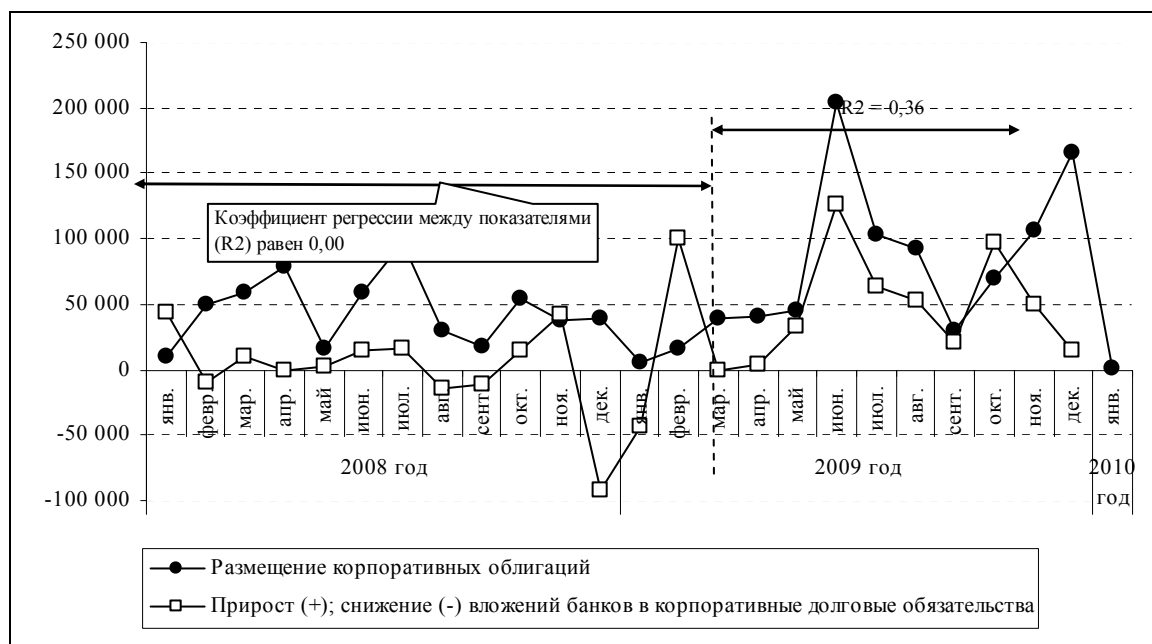


Источник: по данным Банка России и ФБ ММВБ.

Рис. 32. Операции с корпоративными облигациями и банковская ликвидность в 2001 г. — янв. 2010 г

Восстановление рынка корпоративных облигаций в 2009 г. в условиях отсутствия подпитки этого рынка за счет безотказно действовавшей с 2004 г. стратегии carry trading стало возможным благодаря сохранению ликвидности в банковской системе с по-

мощью ресурсов Банка России и временно свободных средств бюджета. Данные на рис. 33 показывают, что с февраля-марта 2009 г. именно банки превратились в главных покупателей размещаемых рублевых облигаций. До начала финансового кризиса отсутствовала явная связь между приростом банковских портфелей, вложенных в корпоративные облигации, и размещениями данных ценных бумаг; коэффициент детерминации между указанными показателями был равен 0. Однако в марте–декабре 2009 г. коэффициент детерминации достиг 0,4, что свидетельствует о наличии определенной связи между двумя рассматриваемыми показателями¹.



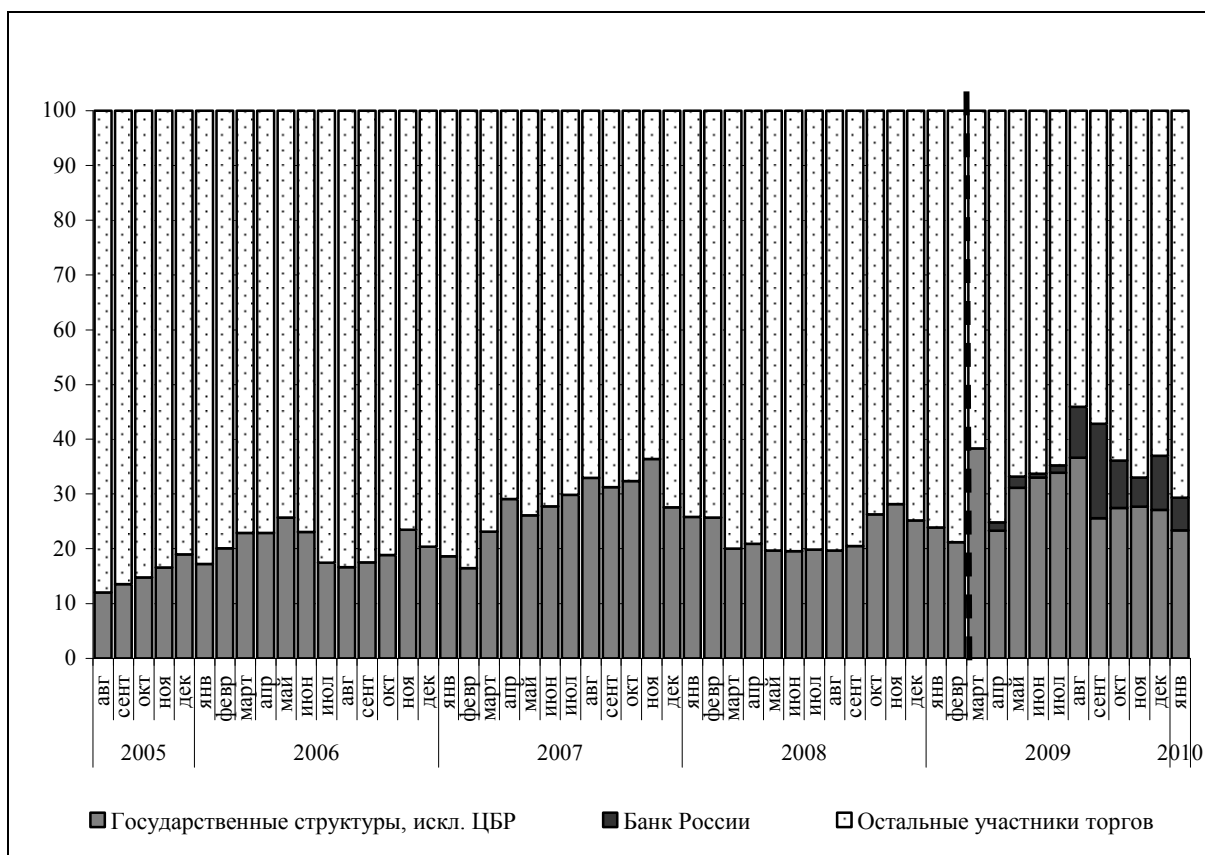
Источник: по данным Банка России и ФБ ММВБ.

Рис. 33. Взаимосвязь объемов размещений корпоративных облигаций и изменений вложений в них банков (млн руб.)

Почему же, располагая достаточной ликвидностью в 2009 г., банки не стали наращивать кредитные портфели, а предпочли выдачам кредитов приобретение корпоративных облигаций? Причина этого в том, что в отличие от кредитов корпоративные облигации являлись ликвидными финансовыми инструментами. Ликвидность облигаций поддерживалась государством напрямую с помощью кредитования банков через сделки прямого РЕПО Банком России под обеспечение в виде облигаций, а также косвенным образом путем поддержки ликвидности государственных банков, традиционно выступающих кредиторами на рынке межбанковского кредитования под залог тех же облигаций. С помощью сделок РЕПО, многократно закладывая облигации, банки имеют возможность использовать кредитное плечо в размере примерно один к одному или один к двум, т.е. на рубль исходных инвестиций в облигации привлекать от одного до двух рублей займов, получаемых под обеспечение облигациями.

¹ В марте–ноябре данный показатель был равен 0,7. Лишь в ноябре и декабре 2009 г. в размещении корпоративных облигаций начали играть существенную роль иные игроки, видимо, средства накопительной пенсионной системы под управлением ВЭБа.

На рис. 34 анализируются доли разных групп участников торгов (частных финансовых компаний, государственных структур¹ и Банка России) в объемах биржевых торгов корпоративными облигациями на ММВБ во всех режимах, включая рыночные, переговорные сделки и сделки РЕПО. Начиная с марта 2009 г. доля государственных структур в объемах торгов корпоративными облигациями заметно выросла, с апреля к ним подключился Банк России как крупный поставщик ликвидности через сделки РЕПО и иные сделки². С апреля 2009 г. по январь 2010 г. доля Банка России в объемах торгов корпоративными облигациями на ММВБ составляла от 0,7 до 17,3%.



Источник: по данным ФБ ММВБ.

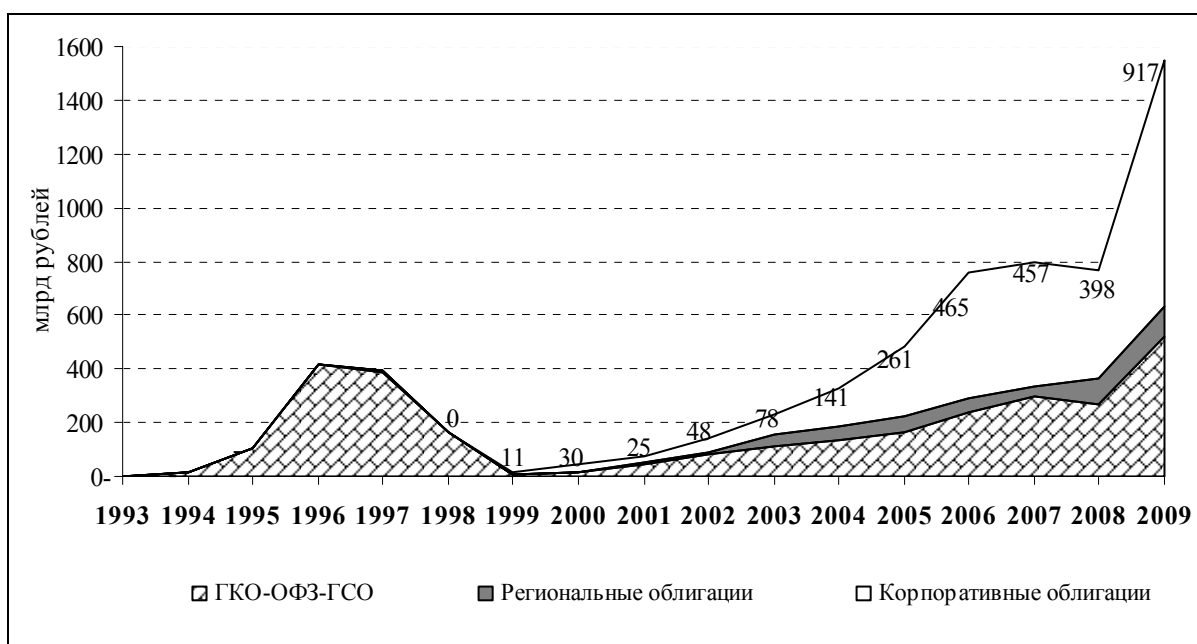
Рис. 34. Доля частных и государственных структур в объемах торгов корпоративными облигациями на ММВБ (%)

На рис. 35 анализируются объемы размещений не только корпоративных облигаций, но и региональных рублевых облигаций, а также федеральных ценных бумаг. Объемы размещений федеральных и региональных облигаций в 2009 г. были заметно скромнее, чем эмиссия корпоративных облигаций, однако все же стали рекордными для всех 2000-х годов. Эмиссия федеральных облигаций в форме облигаций федерального займа (ОФЗ) и государственных сберегательных облигаций (ГСО) выросла с 294 млрд руб. в

¹ Перечень государственных структур приводится в сноске к рис. 30.

² В данных о биржевой активности Банка России, отраженных на рис. 34, не отмечены внебиржевые сделки прямого РЕПО с корпоративными облигациями Банка России.

2007 г. и 271 млрд руб. в 2008 г. до 519 млрд руб. в 2009 г. Причины роста выпуска федеральных облигаций, пришедшегося в основном на вторую половину 2009 г., связаны с проведением более активной политики Минфина по связыванию излишней ликвидности в банковском секторе, образовавшейся из-за замораживания кредитных портфелей, в том числе путем предложения более высокой доходности по данным облигациям, чем в предшествующие годы. Размещения региональных облигаций выросли с 42 млрд руб. в 2007 г. и 97 млрд руб. в 2008 г. до 112 млрд руб. в 2009 г. Повышенная привлекательность региональных облигаций для инвесторов в 2009 г. обеспечивалась теми же мерами государственной поддержки, что и для корпоративных облигаций.



Источник: по данным ОАО «РТС» и МВФ.

Рис. 35. Объем размещений рублевых облигаций

На рис. 36 отражена доля государственных структур и Банка России в объемах биржевых торгов региональными облигациями. Несмотря на то что с августа 2008 г. по январь 2010 г. каких-либо особых изменений в доле государственных структур и Банка России на рынке не наблюдалось, можно увидеть, что сохранение доли на уровне около 40% от объема сделок с региональными облигациями являлось весьма важным для поддержания данного сегмента долгового рынка.

жевых облигаций с упрощенной процедурой регистрации эмиссии ценных бумаг на биржах вместо ФСФР России. С целью повышения устойчивости рынка корпоративных облигаций срок исполнения обязательств по биржевым облигациям был продлен с одного года до трех лет. Разрешили выпуск биржевых облигаций не только открытыми акционерными обществами, но и другими хозяйственными обществами, а также государственными корпорациями.

В табл. 24 приводятся данные о размещении корпоративных облигаций в разрезе отдельных эмитентов. Из-за массовых дефолтов рынок облигаций стал закрытым для эмитентов «второго эшелона». Основными эмитентами корпоративных облигаций в 2009 г. стали компании, относящиеся к естественным монополиям (ОАО «РЖД», «Транснефть», «Газпром»); государственные корпорации Внешэкономбанк и «Атомэнергпром» и крупнейшие частные и государственные компании («ЛУКОЙЛ», АФК «Система», ВТБ, «Газпромнефть», МТС, Новолипецкий металлургический комбинат, «Северсталь», ММК и др.). Для многих из них внутренний рынок облигационных заимствований стал временным заменителем внешних займов, привлечение которых было затруднительным из-за кризиса доверия на данном сегменте рынка.

Таблица 24

Крупнейшие эмитенты рублевых корпоративных облигаций в 2009 г.

	Эмитенты	Объем размещений, млн руб.	Доля, %
1	РЖД	145	15,8
2	«Транснефть»	135	14,7
3	Внешэкономбанк	60	6,6
4	«ЛУКОЙЛ»	50	5,5
5	«Атомэнергпром»	50	5,5
6	«Башнефть»	50	5,5
7	АФК «Система»	39	4,3
8	МТС	30	3,3
9	АИЖК	28	3,1
10	ВТБ (ВТБ 24)	23	2,5
11	«СИБМЕТИНВЕСТ»	20	2,2
12	«Газпромнефть»	18	2,0
13	ВТБ-Лизинг Финанс	15	1,6
14	«Мечел»	15	1,6
15	ММК	15	1,6
16	«Газпром»	15	1,6
17	Новолипецкий металлургический комбинат	15	1,6
18	«Северсталь»	15	1,6
19	НИА ВТБ 001	14	1,6
20	Банк «Петрокоммерц»	11	1,2
21	МБРР	10	1,1
22	Росбанк	10	1,1
23	Россельхозбанк	10	1,1
24	«ВымпелКом-Инвест»	10	1,1
25	Иные эмитенты	113	12,3
	Итого	916	100

Источник: по данным www.cbonds.ru и ФБ ММВБ.

В антикризисных мерах правительства России на 2009 г. для поддержки реализации крупных проектов развития предусматривалась необходимость разработки механизма выдачи государственных гарантий по так называемым «инфраструктурным облигациям». Однако механизм выдачи таких гарантий так и не был разработан, гарантии по облигациям соответственно Минфином не выдавались. В этих условиях можно предполагать, что вопросы удовлетворения потребности в привлечении средств с внутреннего рынка с помощью выпуска корпоративных облигаций, крупнейшие компании и корпорации решали с государственными банками в рабочем порядке путем договоренностей на высшем уровне.

Антикризисные меры ФСФР России по ограничению рисков на фондовом рынке

Текущий финансовый кризис был отмечен применением ряда новаций в сфере государственного регулирования фондовых рынков. В связи с возросшей волатильностью рынка 18 сентября 2008 г. ФСФР ввела запрет для брокеров на сделки без обеспечения (короткие продажи). С 26 сентября 2008 г. запрет был отменен, но 30 сентября введен заново. Данный запрет действовал до 15 июня 2009 г.

С 25 сентября 2008 г. ФСФР России ограничила применение кредитного плеча при осуществлении маржинальных сделок¹ клиентами брокеров. До введения данного ограничения брокер мог одалживать обычному клиенту на каждый собственный рубль инвестируемых им средств один рубль средств заемных (это соответствует кредитному плечу 1 к 1). «Квалифицированные инвесторы», т.е. состоятельные и опытные клиенты брокера, на каждый инвестированный рубль из собственных источников могли получить от брокера до трех заемных рублей. С введением упомянутого ограничения регулятивного органа кредитное плечо для всех инвесторов по маржинальным сделкам было ограничено размером 1 к 1. Право на использование прежнего плеча 1 к 3 для «квалифицированных инвесторов» вновь было восстановлено при некоторых дополнительных ограничениях с 15 июня 2009 г.

По замыслу регулятора, меры по запрету коротких продаж и ограничению маржинальной торговли, видимо, были направлены на то, чтобы помешать спекулянтам усугублять падение рынка за счет коротких продаж (так как при коротких продажах участники продают бумаги, взятые в долг у брокера, играя тем самым на понижение стоимости акций), ограничить риски появления нового пузыря и защитить от возможных крупных убытков инвесторов, применяющих маржинальные стратегии. Введение подобных ограничений требует наличия действенного и постоянного надзора ФСФР России за операциями всех брокеров, что до сих пор отсутствует². И хотя за время дей-

¹ Маржинальными называются сделки по приобретению клиентами брокеров ценных бумаг за счет получаемого ими кредита. В отличие от коротких продаж, применяемых для извлечения краткосрочной прибыли на падающем рынке, стратегии маржинальной торговли используются, как правило, на растущем фондовом рынке для получения дополнительной прибыли от использования кредитного плеча.

² По мнению авторов Отчета о результатах контрольного мероприятия «Проверки эффективности в 2008 г. действующего законодательства и нормативной правовой базы о финансовом рынке и рынке ценных бумаг в целях стабилизации финансовой системы в Федеральной службе по финансовым рынкам, в Министерстве финансов Российской Федерации (по запросу)», проведенного Счетной палатой Российской Федерации, «системный анализ ситуации на фондовом рынке государственными органами на постоянной основе не осуществляется, деятельность крупных финансовых институтов на фондовом рынке не отслеживается и не анализируется, что приводит к отсутствию у правительства Российской Федерации и

ствия запрета на короткие продажи за его нарушение были наказаны две крупнейшие брокерские компании на рынке – «Брокеркредитсервис» и «Финам», а у их руководителей и одновременно владельцев были аннулированы квалификационные аттестаты, полной уверенности в том, что участники рынка реально следовали данным ограничениям, не было. Имелись также вполне легальные способы обхождения ограничений на размер плеча, предоставляемого брокерами своим клиентам.

Насколько оправданными и действенными были данные меры на фондовом рынке? В период падения рынка запрет на маржинальную торговлю не имел особого смысла, поскольку стратегии с ее использованием приносят прибыль инвесторам лишь на растущих рынках. По этой причине ограничения на маржинальную торговлю плечом 1 к 1 для всех категорий инвесторов не очень-то мешали участникам рынка, но, возможно, помогли уберечься от потерь отдельным неопытным инвесторам. В период острой фазы кризиса вплоть до февраля 2009 г. и даже после из-за опасений по поводу второй волны кризиса большинство участников рынка сами сторонились маржинальных сделок. В свою очередь, это сильно сказалось на сокращении доходов брокеров, основную часть которых составляют доходы в виде процентов по маржинальным займам клиентам. По признанию генерального директора одной из крупнейших брокерских компаний «АТОН» А. Шеметова, если до кризиса 60–70% дохода брокеров приносило маржинальное кредитование, а остальное — брокерская комиссия, то в острой фазе кризиса стало наоборот: комиссия приносила около 60%¹.

Косвенным подтверждением того, что с середины сентября 2008 г. до середины июня 2009 г. участники рынка в целом соблюдали ограничения по маржинальному кредитованию, являются приводимые на *рис. 37* данные о количестве сделок РЕПО с обыкновенными акциями Сбербанка России, которые являются самым ликвидным биржевым инструментом на фондовой бирже ММВБ. Дело в том, что сделки РЕПО с акциями на ММВБ являются популярным инструментом привлечения брокерами ресурсов на финансовом рынке в целях последующего кредитования маржинальных сделок своих клиентов.

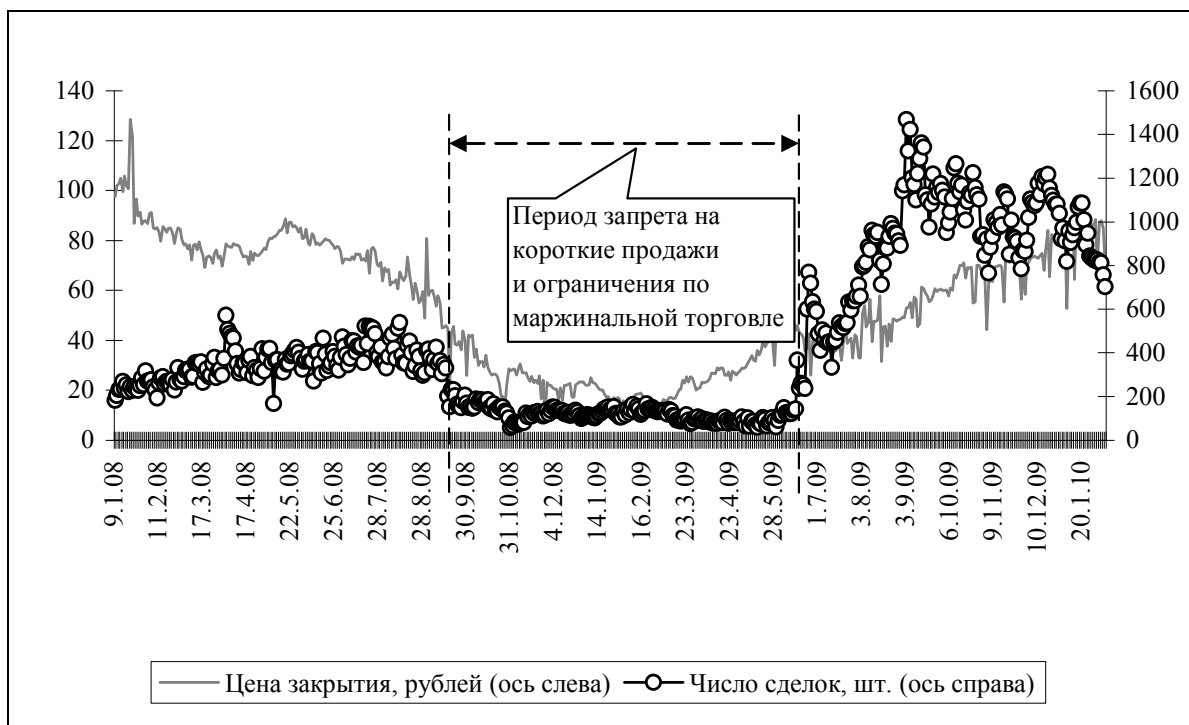
В данном случае попытаемся лишь оценить, насколько принятые меры повлияли на изменении торговой активности по наиболее ликвидным акциям на ММВБ на примере акций Сбербанка, которые в 2009 г. стали самой активно торгуемой «голубой фишкой» на фондовой бирже ММВБ. Как видно на *рис. 37*, на время действия ограничения по маржинальным кредитам с 16 сентября 2008 г. по 15 июня 2009 г. число сделок РЕПО на рынке акций было существенно меньше, чем в другие периоды.

Вопрос о том, был ли оправданным запрет на короткие продажи, является более спорным. В отличие от маржинальной торговли, интерес к которой естественным образом пропал при падении рынка, короткие продажи именно в этот момент времени были востребованы участниками рынка. Короткие продажи позволяют инвесторам зарабатывать на падающем рынке. Игра на падении рынка сопряжена с естественными ограничениями для инвесторов в управлении ими собственными рисками, что ограничивает их возможности дополнительно усугублять падение рынка. По этой причине опасения

руководства страны целостной и реальной информации об обстановке и ситуации на российском финансовом рынке». Бюллетень Счетной палаты РФ. 2010 № 1. С. 100. Опубликовано: http://www.ach.gov.ru/userfiles/bulletins/05-buletен_doc_files-fl-1855.pdf

¹ Кудинов В. Короткие продажи возвращаются // Ведомости. 2009. 15 июня.

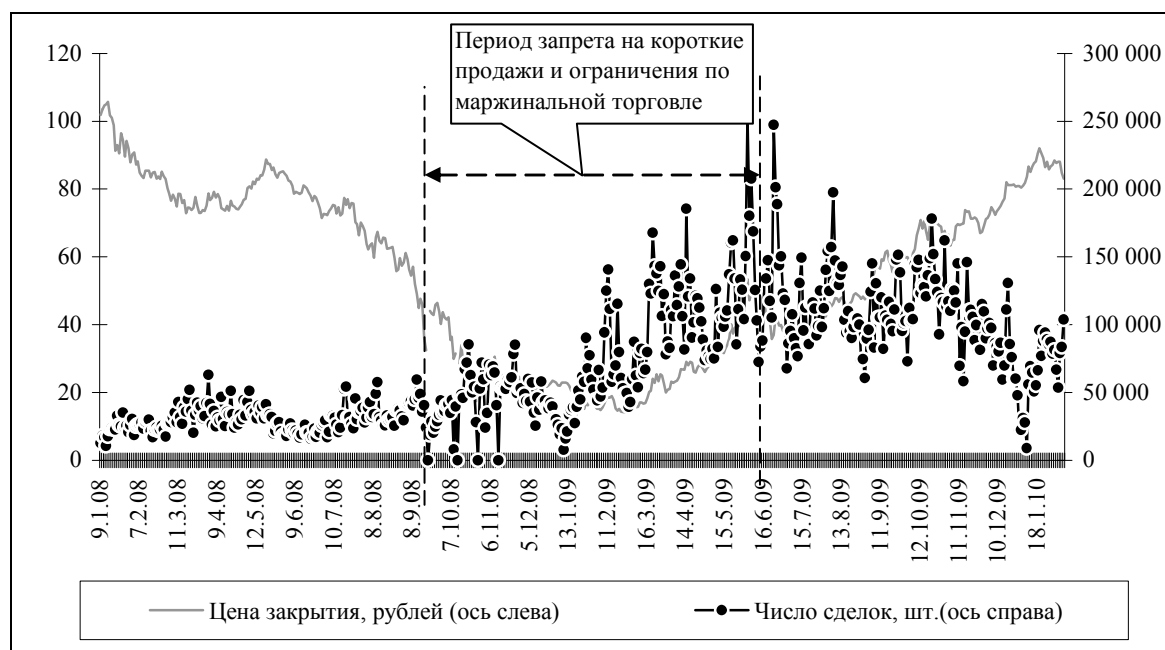
регуляторов по поводу того, что данные стратегии торгов серьезным образом могли повлиять на глубину падения российского рынка акций, являются не очевидными. Падение российского рынка акций прежде всего было вызвано уходом краткосрочных иностранных инвесторов с российского рынка, на которых ограничения ФСФР не распространялись.



Источник: по данным ФБ ММВБ.

Рис. 37. Сделки РЕПО с обыкновенными акциями
Сбербанка России

Экономический интерес к коротким продажам на фоне слабости надзорных функций регулятора вели к тому, что данные ограничения нередко нарушались. Об этом свидетельствуют приведенные выше факты применения санкций к двум руководителям крупнейших брокерских компаний. Косвенным образом об этом говорит анализ числа рыночных сделок с акциями Сбербанка России на ММВБ до введения запрета на короткие продажи, в период его действия и после отмены (рис. 38). Введение запрета на короткие продажи в середине сентября 2008 г. никак не отразилось на уменьшении числа сделок с наиболее ликвидными ценными бумагами. Более того, оно стабильно росло вплоть до отмены данного запрета в июне 2009 г. Скорее всего участники рынка нашли иные легальные способы предоставить своим клиентам возможность совершения сделок без покрытия.



Источник: по данным ФБ ММВБ.

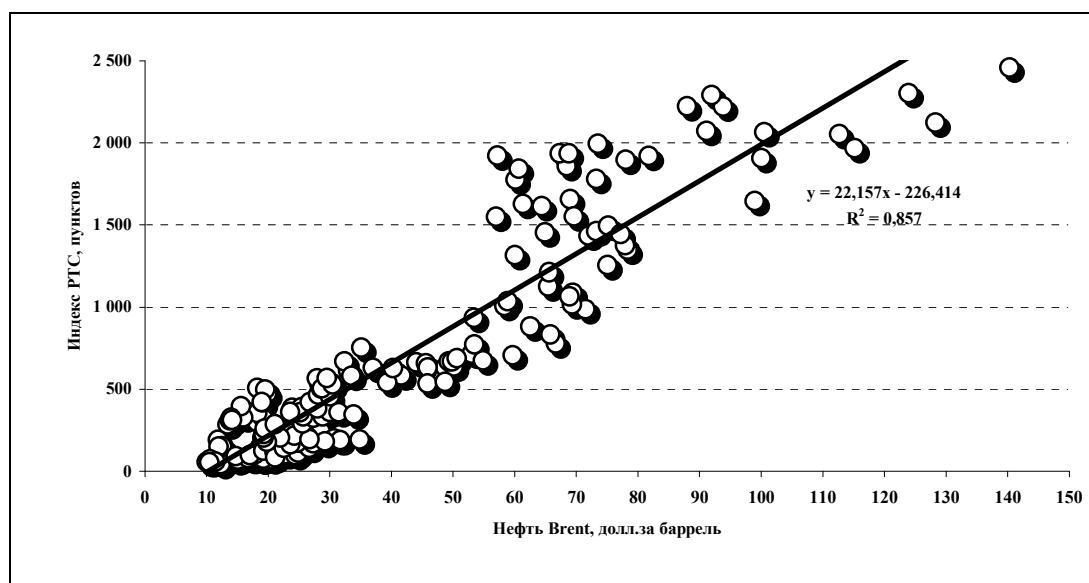
Рис. 38. Рыночные сделки с обыкновенными акциями Сбербанка

2.4.5. Основные риски на финансовом рынке

Основные риски финансового рынка по итогам кризиса 2008–2009 гг. связаны со следующими факторами: сильной зависимостью экономики и фондового рынка от цен на нефть; ростом новых пузырей на рынке акций и рублевых облигаций за счет чрезмерной ликвидности; опережающим ростом внешнего заимствования банков и нефинансового сектора; рисками оттока иностранного капитала; девальвацией рубля; ростом объемов торгов на срочном рынке при недостаточном уровне обеспеченности сделок; нарастанием рисков на рынке РЕПО; низкой емкостью рынка финансовых услуг, препятствующей капитализации финансовых посредников.

Зависимость фондового рынка от цен на нефть

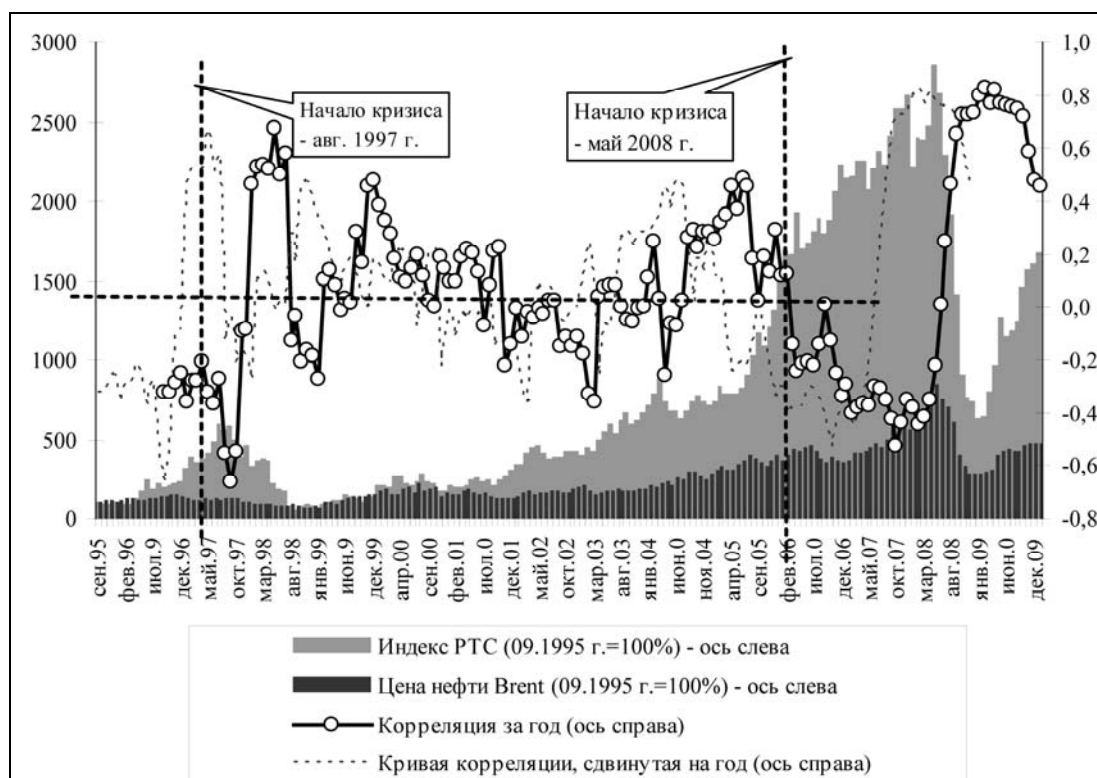
Так же как вся экономика, российский фондовый рынок зависим от цен на нефть. Это наглядно видно из графика на рис. 39, где отражен коэффициент детерминации между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами нефти сорта Brent за весь период существования данного фондового индекса по декабрь 2009 г. Коэффициент детерминации (R^2) между указанными показателями равен 0,86, что говорит об очень тесной зависимости между ними. В условиях слабо диверсифицированной экономики именно цена на нефть предопределяет цены российских «голубых фишек» и соответственно стоимость портфелей, составляющих фондовые индексы.



Источник: рассчитано по данным IFS IMF и фондовой биржи РТС.

Рис. 39. Зависимость индекса РТС от цены нефти Brent с сентября 1995 г. по декабрь 2009 г.

О взаимосвязи динамики цен на нефть и фондовых индексов свидетельствуют также данные на рис. 40, на котором приводятся результаты изменений коэффициента корреляции между месячными относительными изменениями индекса РТС и ценами на нефть 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 12 месяцев. Однако наложение разных данных на рис. 40 позволяет выявить следующие закономерности. В преддверии достижения пиковых значений индекса накануне финансовых кризисов 1997–1998 гг. и 2007–2008 гг. коэффициент корреляции демонстрировал резкое падение, достигая отрицательных значений $-0,67$ в сентябре 2007 г. и $-0,53$ в октябре 2007 г. По достижении минимума в октябре 2007 г. коэффициент корреляции оставался в значимой отрицательной зоне вплоть до апреля 2008 г. Начиная с острой фазы падения индекса РТС, во время обоих кризисов коэффициент корреляции резко повышался и доходил до близких к максимуму (единице) значений. То есть с наступлением кризиса изменения фондового индекса и цен на нефть становятся очень синхронными и происходят в одинаковом направлении. Затем по прошествии нескольких месяцев по мере восстановления рынка коэффициент корреляции начинает снижаться.



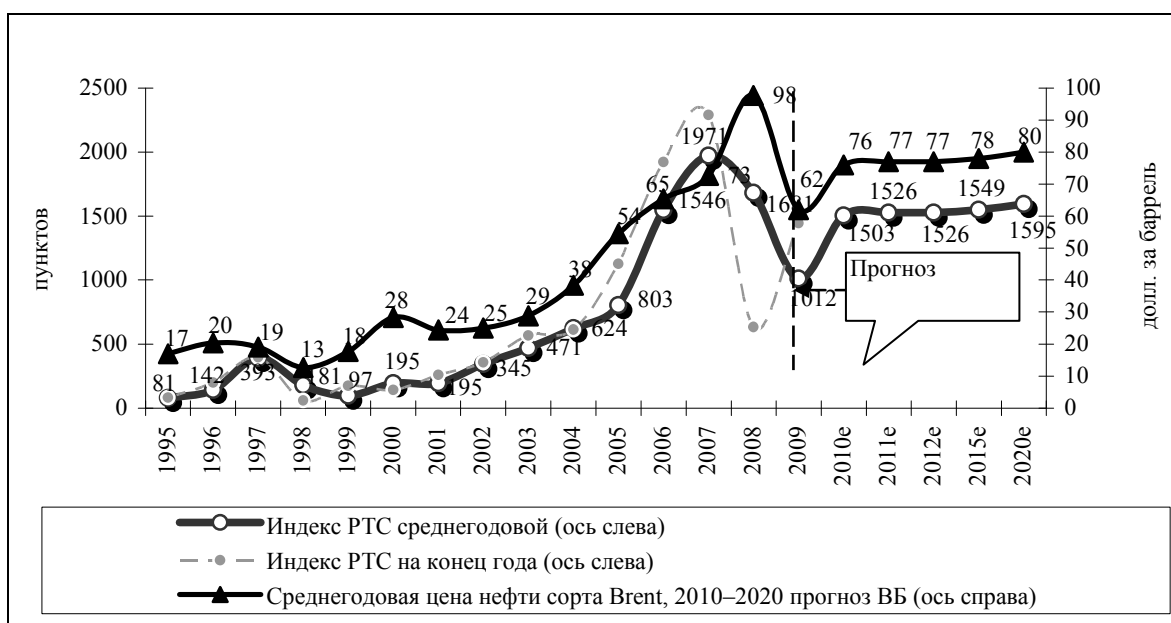
Источник: рассчитано по данным IFS IMF и фондовой биржи РТС.

Рис. 40. Корреляция между изменениями индекса РТС и цены на нефть Brent с сентября 1995 г. по декабрь 2009 г.

В основе указанных циклических изменений скользящей корреляционной кривой лежат экономические причины. Значения индекса РТС в значительной мере зависят от цены нефти. Кроме того, российский рынок весьма чуток к поведению иностранных краткосрочных инвесторов. Как правило, наступлению финансового кризиса предшествует нарастание эйфории у подобной категории спекулятивных инвесторов. Несколько лет роста российского фондового рынка за счет нефтяного фактора обычно ведет к массовому притоку иностранных портфельных инвестиций (подробнее об этом далее – на рис. 46), за счет данного притока цены акций начинают расти быстрее, высокие показатели доходности вложений в акции привлекают все больше новых портфельных инвесторов. Рост фондового рынка ускоряется вне зависимости от динамики нефтяных цен. В этом случае скользящая корреляционная кривая переходит в отрицательную зону. У самого рынка не находится достаточно здравомыслия, чтобы остановить эйфорию роста. Для отрезвления инвесторов нужен сильный внешний импульс. С этой задачей успешно справляется нефтяной шок. Если цены на нефть начинают резко падать, иностранные портфельные инвесторы вдруг вспоминают, что в основе российской экономики и стабильности ее валюты лежат доходы от экспорта энергоносителей. Спекулятивный капитал покидает страну, тесная связь между динамикой цен нефти и фондового индекса РТС восстанавливается до следующего приступа эйфории у иностранных портфельных инвесторов.

Нынешний уровень зависимости фондового рынка России от цен на нефть является одним из основных источников рисков инвесторов. По прогнозам международных фи-

нансовых организаций, в частности Всемирного банка и МВФ, приводимым на *рис. 41*, в отличие от 2000-х годов в ближайшее десятилетие не предвидится бурного роста цен на нефть. По данным Всемирного банка, цена нефти за баррель составит 76 долл. в 2010 г., 77 долл. в 2011 и 2012 гг., 78 долл. в 2015 г. и 80 долл. в 2020 г. Исходя из уравнения регрессии для описания взаимосвязи индекса РТС и годовых цен нефти можно определить среднегодовые значения индекса РТС на будущее десятилетие¹. Среднегодовые значения индекса РТС в этом случае останутся на многие годы на нынешнем уровне, т.е. 1500–1600 пунктов. Это означает, что если не будет проведена модернизация и диверсификация российской экономики, внутренний фондовый рынок будет ждать стагнация в течение 10 лет, что, впрочем, не исключает его повышенной волатильности. В этом случае восстановление индекса РТС в отличие от нынешнего «V-образного» сценария (см. *рис. 13*) может пойти по многолетнему «L-образному» сценарию, аналогичному для индекса DJIA после Великой депрессии, индексу Nikkei 225 в Японии после его падения в 1989 г. или индексу NASDAQ после краха пузыря акций интернет-компаний в начале 2000-х.



Источник: рассчитано по данным прогноза изменения цен на товарные ресурсы, опубликованным на сайте Всемирного банка www.worldbank.org, и данным фондовой биржи РТС.

Рис. 41. Прогноз индекса РТС до 2020 г. исходя из прогноза Всемирного банка по ценам на нефть

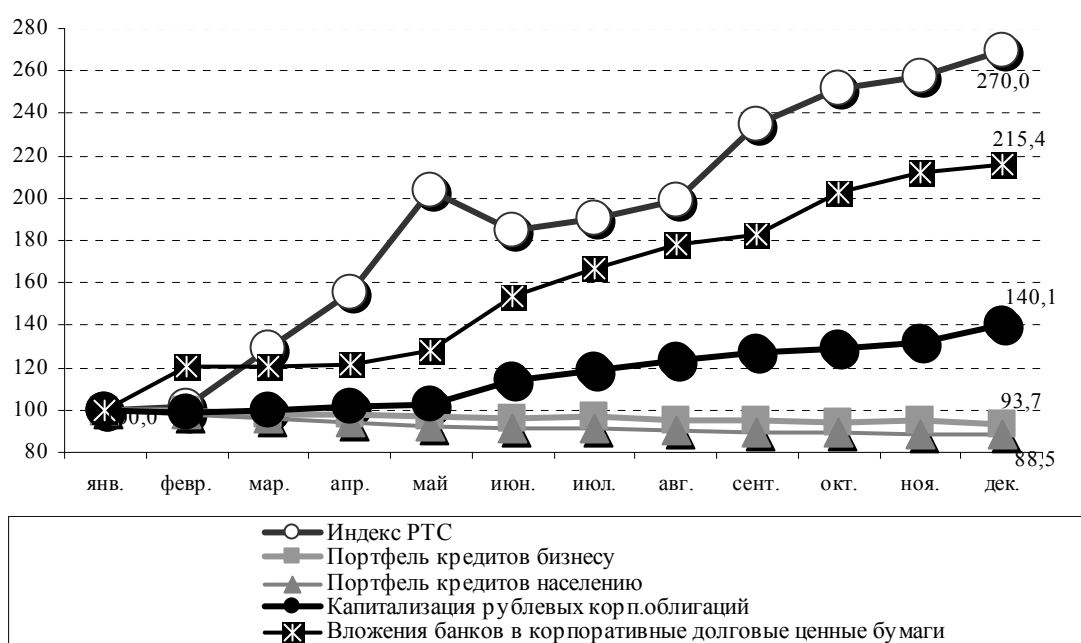
Рост новых пузырей на рынке акций и рублевых облигаций под влиянием чрезмерной ликвидности в мире и России

Другим риском российского фондового рынка, который может привести к росту пузырей на рынке акций и рублевых облигаций, несмотря на ожидаемую экспертами ме-

¹ На тот случай, если диверсификации структуры российской экономики не произойдет и связь между нефтью и индексами останется неизменной.

ждународных финансовых организаций стагнацию нефтяных цен, является чрезмерная ликвидность, скопившаяся на финансовых рынках. Основными каналами формирования чрезмерной ликвидности на внутреннем финансовом рынке являются не находящиеся пока применения на цели кредитования средства, образовавшиеся в банковской системе в процессе антикризисной политики государства, а также восстановление фондирования операций на фондовом рынке из-за рубежа за счет стратегии carry trading.

На рис. 42 показатели роста капитализации акций и корпоративных облигаций сравниваются с динамикой кредитных портфелей банков. В январе–декабре 2009 г. индекс РТС вырос на 170,0%, а капитализация рублевых корпоративных облигаций – на 40,1%. При этом за тот же период времени кредитный портфель банков по кредитам бизнесу снизился на 6,3%, а по кредитам населению – на 11,5%, вложения банков в корпоративные облигации выросли на 115,4%.



Источник: рассчитано по данным Банка России и фондовой биржи РТС.

Рис. 42. Динамика индекса РТС, кредитных портфелей и рынка корпоративных облигаций в 2009 г. (январь 2009 г. = 100%)

По мнению аналитиков Goldman Sachs, Россия относится к весьма узкой группе стран, которые в ответ на финансовый кризис не ослабили, а ужесточили денежно-кредитную политику¹. В этом была своя логика, поскольку правительство опасалось кризиса неплатежей. В разгар кризиса – с 1 декабря 2008 г. по 23 апреля 2009 г. была установлена одна из самых высоких в странах G20 ставка рефинансирования банков в размере 13% годовых, которая носила фактически запретительный характер на рефинансирование банковских кредитов. Лишь с апреля 2009 г. Банк России начал постепенно снижать ставку рефинансирования, доведя ее до нынешних 8,75%. Повышенная ставка рефинансирования была призвана оградить банки от искушения использовать

¹ Бутрин Д. Российская денежная политика выбивается из стандартов BRIC // Коммерсантъ. 2009. 9 февраля. С. 2.

полученные от государства ресурсы на заведомо невозвратные кредиты. По нашему мнению, данная мера была в большей мере защитой от мошенничества, чем барьером для кредитования реальных проектов, поскольку даже если бы ставка рефинансирования во время кризиса была низкой, ответственные предприниматели вряд ли предъявляли бы повышенный спрос на кредиты из-за неуверенности в эффективности будущих инвестиционных проектов. Именно по этой причине в большинстве стран мира, за исключением Китая, даже практически при нулевых ставках рефинансирования кредитный портфель банков так же не рос, как и в России.

Самой сложной задачей правительства и Банка России после кризиса будет убедить предпринимателей в том, что наступило время брать кредиты, а получаемые ими заемные ресурсы найдут применение в эффективных проектах¹. Если же настроения предпринимателей не изменятся и спрос на кредиты не восстановится, в банковской системе будет накапливаться излишняя ликвидность, которая может быть направлена на рынок акций и корпоративных облигаций. Более того, по мере восстановления внешних рынков заимствования банки и иностранные хедж-фонды могут вновь начать использовать стратегию carry trading для привлечения средств на рынок рублевых облигаций. Вовлеченность банков из развивающихся стран в carry trading в целях фондирования роста кредитования населения, по мнению экспертов МВФ, является одним из основных рисков финансовых рынков в этих странах².

В отличие от кредитного портфеля вложения банков в корпоративные облигации быстро росли. По нашему мнению, это связано не только с повышенной ликвидностью облигаций по сравнению с кредитами, но и с рядом негативных причин. К ним относятся более низкие барьеры имущественной и моральной ответственности финансистов на рынке облигаций по сравнению с выдачей кредита, а также недостаток профессионализма банковского персонала. Кредитная работа с бизнесом требует от банкиров детального знания текущего финансового состояния и перспектив развития кредитруемых предприятий. В данном случае ответственность в банке персонифицирована для тех специалистов, которые оценивают кредитное качество должников и принимают решения о выдаче кредитов. С облигациями все проще. От банковских служащих не требуется проводить углубленных изысканий финансового состояния эмитентов. По законодательству о рынке ценных бумаг эмитенты облигаций обязаны сами раскрыть всю существенную информацию для всех потенциальных инвесторов. Это в значительной мере снимает с банкиров ответственность за достоверность и полноту существенной информации при принятии решений о выдаче займов. В условиях же кризиса дефолты по облигациям допускают многие эмитенты, а потери несут массы инвесторов. Ответственность каждого конкретного финансиста компаний, допускающих дефолты обязательств по облигациям, и сотрудников банков, принимавших решения о вложении средств в облигации таких компаний, расплывается среди большого числа людей. Чем

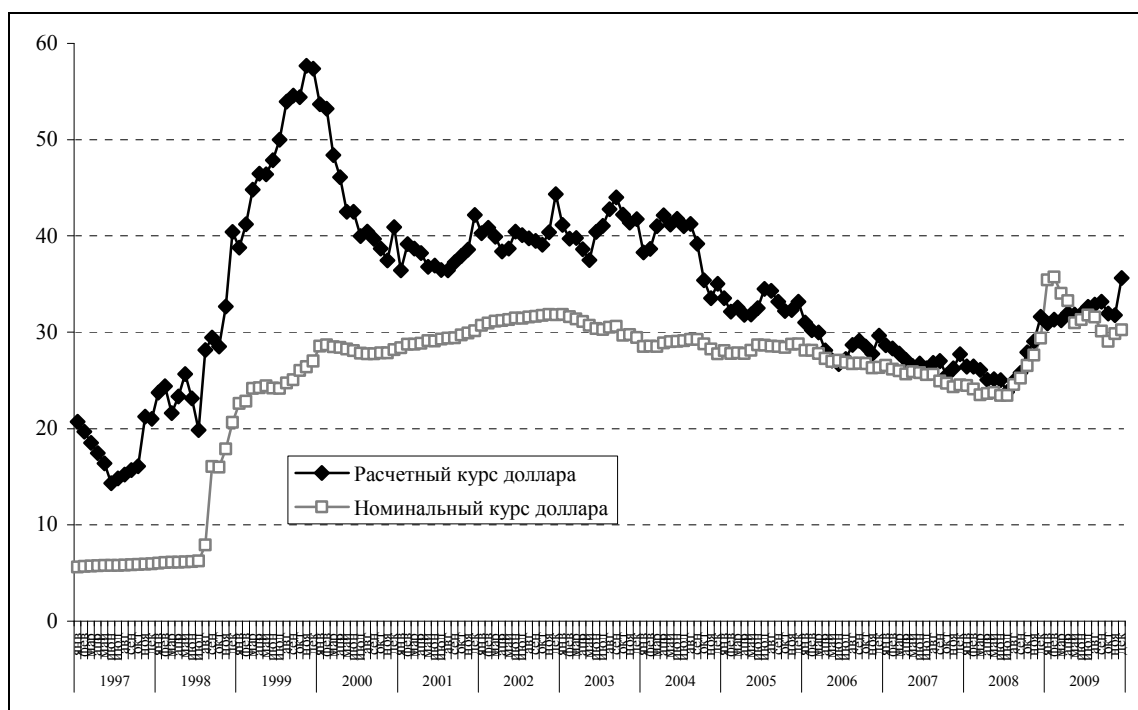
¹ В своем выступлении перед банками 4 февраля 2010 г. глава Банка России предположил, что в условиях наметившихся тенденций по стабильности национальной валюты при умеренной ее волатильности и роста денежных средств в экономике (агрегата M2) кредитный портфель банков вырастет на 20% в 2010 г. Более того, к концу года будет наблюдаться «кредитный бум, который в целях борьбы с инфляцией еще придется ограничивать». *Дементьева С.* Блестящий бум России // Коммерсантъ. 2010. 5 февраля. С. 1.

² IMF. Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies. September 2007 P. 22–25.

больше таких людей, тем труднее предъявлять требования к персональной имущественной и моральной ответственности. Данная проблема, выявившаяся в процессе кризиса, является не менее значимой, чем проблема «too big to fail», т.е. невозможности допущения банкротства самых крупных банков, привлекающих сбережения населения.

Риски девальвации рубля

На российском финансовом рынке сохраняются риски девальвации рубля. Данные рис. 43 позволяют предположить, что в течение нескольких последних лет монетарные власти в России следовали неформальному правилу, требующему, чтобы номинальный курс доллара в рублях соответствовал бы его расчетному курсу, определяемому путем деления денежного агрегата М2 на величину золотовалютных резервов¹. По своему содержанию данное правило напоминает «золотовалютный стандарт», когда рублевая денежная масса должна быть обеспечена определенным золотовалютным резервом. Если вдруг население начинает скупать доллары, то их курс в рублях соответствует обеспечению рублевой денежной массы запасом иностранной валюты и золота. В этих условиях предвестником девальвации рубля, как правило, является повышение расчетного курса доллара.



Источник: рассчитано по данным Банка России и Минфина России.

Рис. 43. Зависимость номинального курса доллара в рублях от курса расчетного

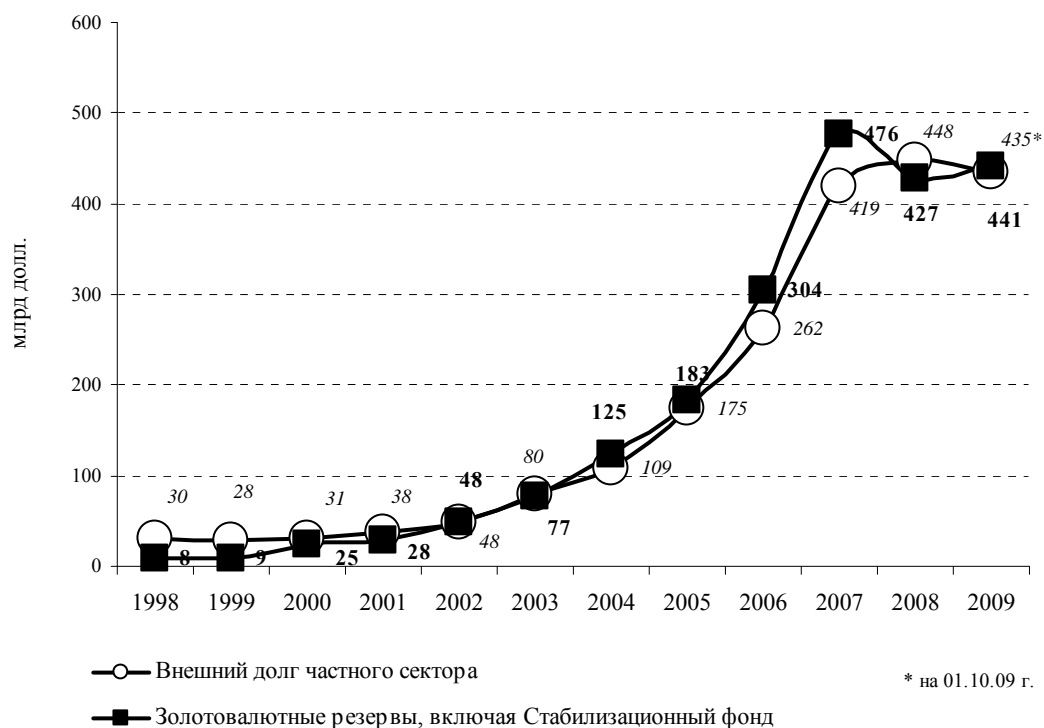
¹ Автору не доводилось встречать признания следования данному правилу в высказываниях официальных лиц.

В последние месяцы 2009 г. расчетный курс доллара стал расти заметно быстрее номинального курса, достигнув в декабре 2009 г. значения 35,6 руб. при официальном номинальном курсе 30,24 руб. Причиной этого стал более быстрый рост денежного агрегата M2, особенно в декабре 2009 г., что объясняется повышением пенсионных выплат, традиционным закрытием в декабре этапов работ в сфере строительства и оплатой госзаказов, стремлением бюджетных организаций в полном объеме потратить выделенные на год средства, получением премий и бонусов в частных структурах. Все это привело к заметному росту запасов наличных рублей у населения и депозитов в банках. В силу того, что государство скорее всего будет ускоренными темпами тратить Резервный фонд как источник финансирования пенсионных выплат, а по мере восстановления экономики продолжится ускоренный процесс монетизации ВВП, а цены на нефть не будут расти столь стремительно, продолжится ускоренный рост расчетного курса доллара по сравнению с его фактическим номинальным курсом. Это означает снижение обеспеченности рублевой денежной массы запасами золотовалютных резервов. Это будет подталкивать власти в направлении дальнейшей девальвации рубля.

Кроме того, курс на некоторое ослабление рубля выгоден государству с точки зрения стимулирования ускоренного роста несырьевых отраслей экономики и сдерживания притока спекулятивного иностранного капитала. По этой причине проведение мягкой девальвации рубля в посткризисный период представляется весьма вероятным.

Риски накопления внешнего долга банками и нефинансовыми компаниями

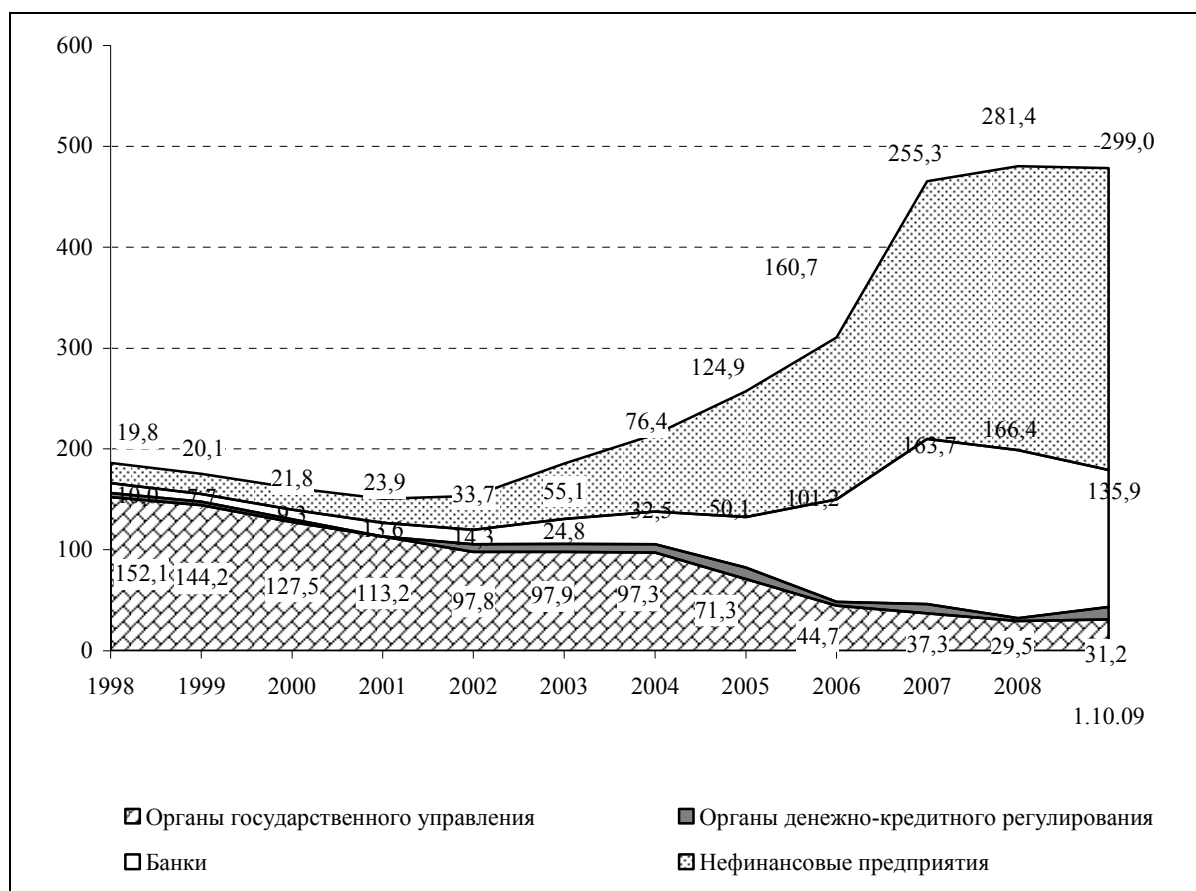
Внешний долг негосударственного сектора, который практически равен стоимости всего золотовалютного резерва Российской Федерации (*рис. 44*), остается одним из основных рисков финансовой системы страны. Тот факт, что на протяжении всех 2000-х годов размеры золотовалютных резервов и внешних долгов компаний практически совпадают между собой, наводит на мысль о взаимосвязи данных показателей. Централизация части создаваемой бизнесом стоимости в форме золотовалютного резерва, с одной стороны, создает необходимый запас прочности у финансовой системы и ограничивает чрезмерное укрепление рубля. С другой стороны, в условиях глобальной экономики изъятие таких средств из доходов бизнеса не может пройти бесследно и создает закономерные сложности для поддержания расширенного воспроизводства создающего эти доходы национального бизнеса. Чтобы поддерживать воспроизводство на том же уровне, предприниматели вынуждены компенсировать часть средств, изъятых в золотовалютные резервы государства, с помощью внешних заимствований. Вот почему, несмотря на кризис и давление государства, пытающегося снизить внешние заимствования крупных государственных корпораций, добиться существенного снижения объемов внешних заимствований реально не удастся.



Источник: по данным платежного баланса за ряд лет.

Рис. 44. Рост долгов частного сектора и финансового излишка государства

На рис. 45 данные о внешних долгах бизнеса приводятся отдельно по банкам и небанковским компаниям. По состоянию на сентябрь 2009 г. внешний долг банков снизился со 166,4 млрд до 135,9 млрд долл., долг небанковских корпораций вырос с 281,4 млрд до 299,0 млрд долл. Как было показано ранее – на рис. 22 и в табл. 23, снижение внешней задолженности банков стало возможным лишь благодаря предоставлению банкам заемных средств Банком России, Минфином и ВЭБом, а также проведению плавной девальвации рубля. Иными словами, внешние долги банков были частично погашены и замещены на заемные ресурсы, полученные банками в конечном счете из золотовалютных резервов. К сожалению, в будущем российская банковская система вряд ли сумеет привлечь достаточный объем дешевых ресурсов для своего развития за счет государства или депозитов населения. Основные надежды в первую очередь частных банков обращены на возобновление carry trading, что означает возобновление роста внешних долгов банковской системы.



Источник: по данным платежного баланса за ряд лет.

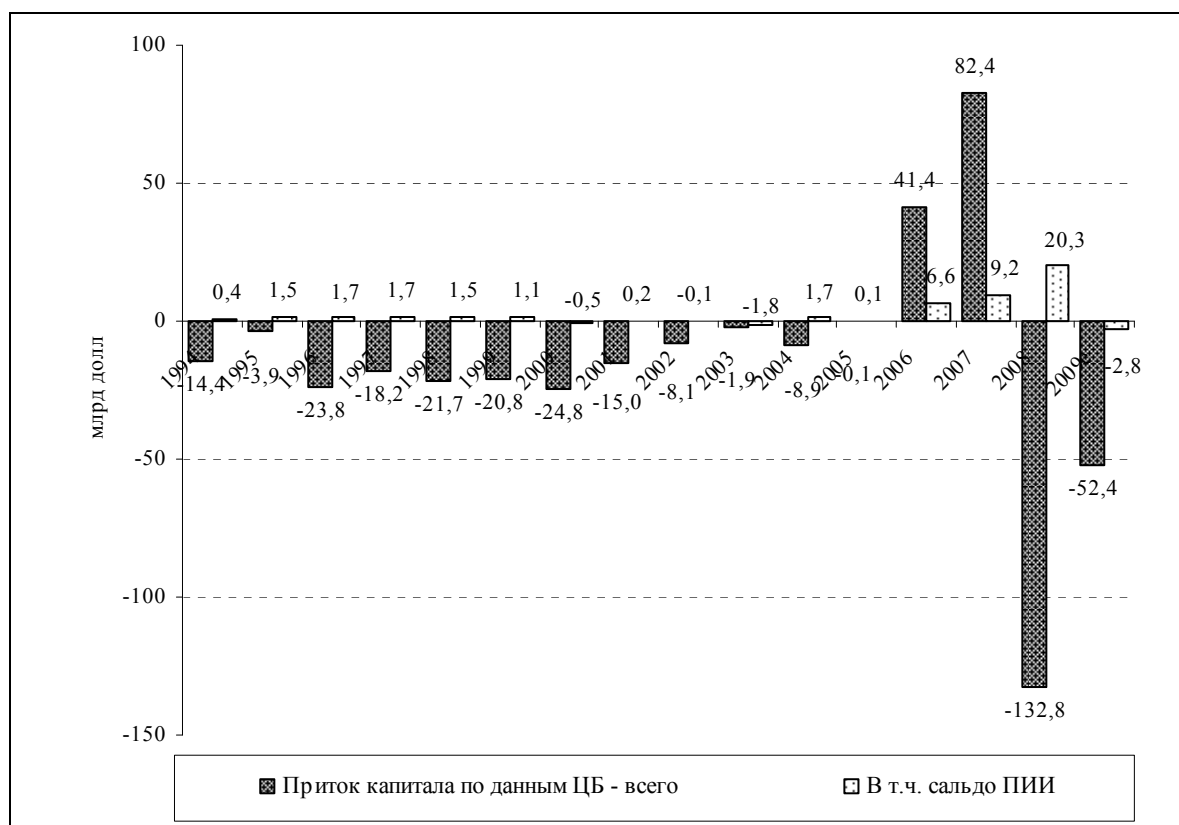
Рис. 45. Внешний долг Российской Федерации в 1999 г. – январь–сентябрь 2009 г. (млрд долл.)

Основные риски роста внешней задолженности бизнеса связаны не с тем, как в ближайшие год-два будут обслуживаться данные долги, а с более отдаленной перспективой. Если гипотеза о том, что золотовалютный резерв государства есть просто «оборотная сторона медали» внешней задолженности бизнеса, верна, то это означает, что банки и компании реального сектора экономики в среднесрочной перспективе не смогут рассчитывать по внешним долгам самостоятельно, без привлечения золотовалютного резерва. Направление же резерва на эти цели может существенно ослабить рубль и вызвать другие проблемы в финансовой системе.

Риски оттока иностранного капитала

До сих пор сохраняется высокая зависимость российского финансового рынка от движений краткосрочного иностранного капитала. Спровоцировать отток капитала могут ожидания девальвации рубля, слабые макроэкономические показатели, сокращение поступлений валюты в страну в случае снижения цен на экспортируемые сырьевые товары, ужесточения бюджетной и монетарной политики властей на международных финансовых рынках.

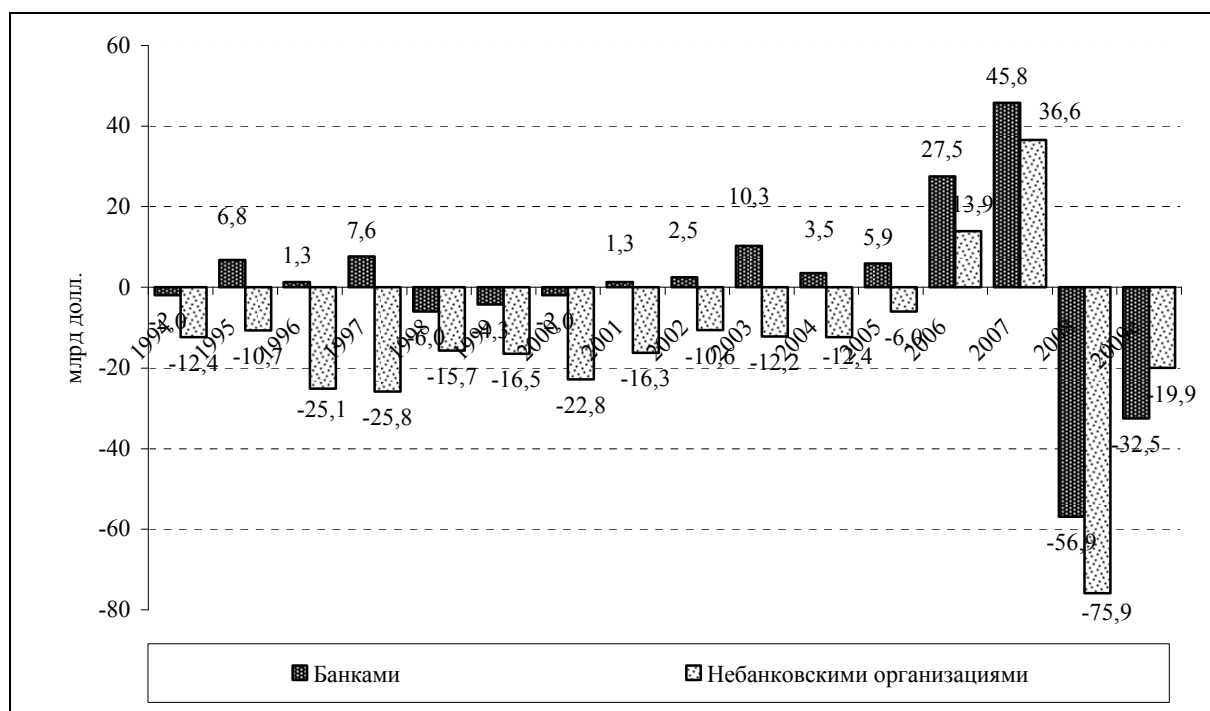
Как показано на *рис. 46*, в 2008 г. отток капитала из России составил 132,8 млрд долл. При этом, поскольку сальдо прямых иностранных инвестиций (ПИИ) было положительным в размере 20,3 млрд долл., то фактически стоимость вывезенных из России краткосрочных инвестиций составила 153,1 млрд долл. В 2009 г., по оценкам Банка России, отток капитала из России составил 52,4 млрд долл., в том числе 2,8 млрд долл. ПИИ.



Источник: по данным Банка России.

Рис. 46. Приток-отток капитала – всего и в том числе прямых иностранных инвестиций

Учитывая, что обслуживание краткосрочных иностранных инвестиций является составляющей частью стратегии *carry trading* российских банков, избавиться от данных инвестиций или существенно их сократить в ближайшие годы вряд ли удастся. На *рис. 47* показано, что в 2009 г. именно через банки шел отток основной суммы краткосрочных инвестиций. Это означает, что российский фондовый рынок будет продолжать оставаться весьма волатильным. Более сложной задачей для российской экономики и финансовой системы является привлечение прямых иностранных инвестиций и портфельных инвестиций консервативных иностранных инвесторов (взаимных фондов, пенсионных фондов, страховых организаций, фондов прямых инвестиций и др.).



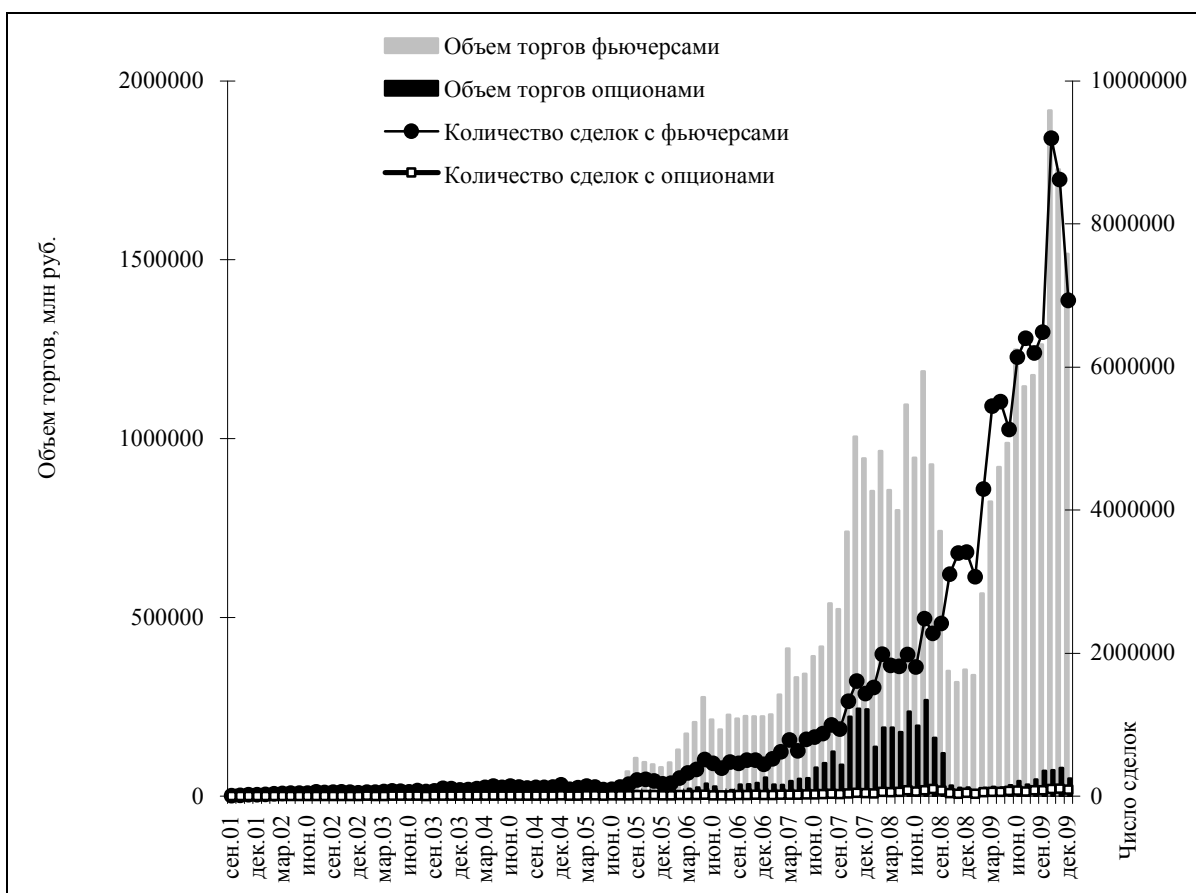
Источник: по данным Банка России.

Рис. 47. Ввоз (+)/вывоз (-) капитала

Привлечение ПИИ и средств крупных иностранных институциональных инвесторов требует кропотливой работы в сфере совершенствования институциональной среды, бизнес-климата и модернизации экономики. Огромную помощь в их привлечении могли бы сыграть российские банки и фонды прямых инвестиций, которые, к сожалению, пока остаются не в силах решить данные проблемы.

Риски российского срочного рынка

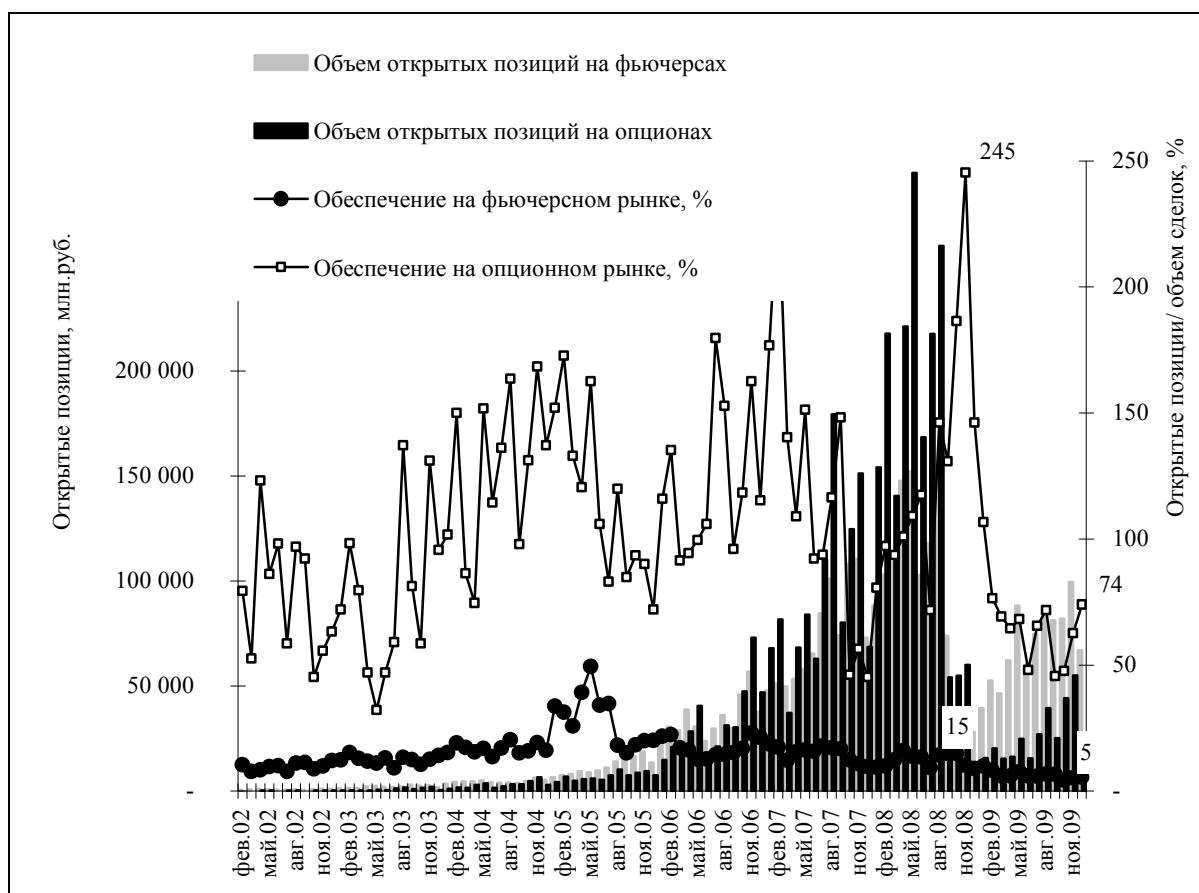
Как показано на рис. 48, аналогично рынку акций (рис. 21) и рынку рублевых корпоративных облигаций (рис. 32) российский срочный рынок, сконцентрированный преимущественно на фондовой бирже РТС, пережил падение стоимостных объемов с августа 2008 г. по февраль 2009 г. и с марта начал быстро восстанавливаться. Более того, кризис фактически не повлиял на сокращение количества сделок на рынке фьючерсов и опционов, временное падение стоимостных показателей было связано лишь со снижением стоимости базисных активов. Срочный рынок играет все более важную роль на финансовом рынке, не только позволяя расширить спектр торгуемых активов, но и предоставляя возможности участникам рынка хеджировать риски снижения рыночной стоимости базисных активов.



Источник: по данным ОАО «РТС».

Рис. 48. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке ОАО «РТС» с 1 сентября 2001 г. по 31 декабря 2009 г.

И все же, на наш взгляд, одно обстоятельство в развитии срочного рынка не может не вызывать тревоги. Речь идет о снижении уровня обеспечения фьючерсных и опционных контрактов, о чем свидетельствуют данные рис. 49. Здесь приводятся сведения об объемах открытых позиций на фьючерсном и опционном рынках, а также обеспеченности сделок на каждом сегменте рынка, рассчитываемой путем деления среднемесячного объема открытых позиций на объем торгов соответствующими срочными контрактами. Восстановление объемов торгов на фьючерсном и опционном рынках с марта 2009 г. сопровождалось снижением уровня обеспечения фьючерсных сделок с 10% от объемов торгов в декабре 2008 г. до 5% в декабре 2010 г., на опционном рынке за тот же период – со 146 до 74%.



Источник: по данным ОАО «РТС».

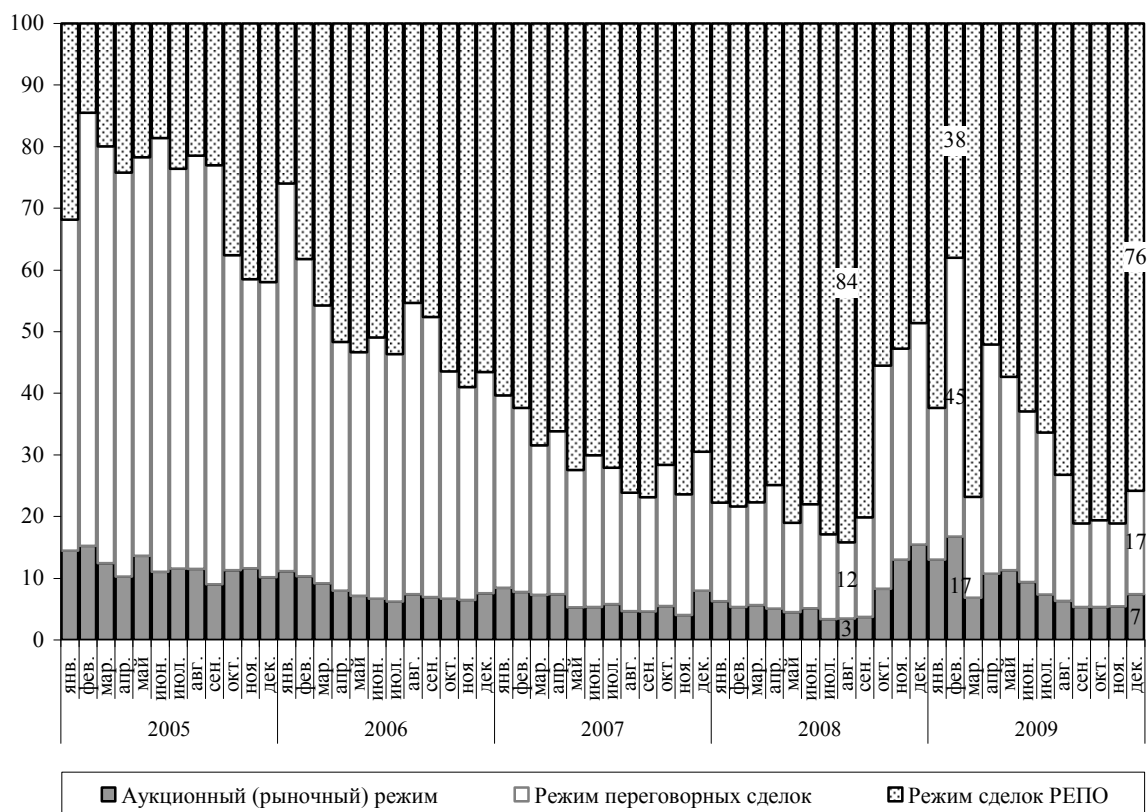
Рис. 49. Открытые позиции и обеспеченность сделок на срочном рынке РТС с 1 февраля 2002 г. по 31 декабря 2009 г.

Риски сделок РЕПО

Стремительное развитие финансового кризиса на фондовом рынке с августа 2008 г. ознаменовалось кризисом рынка РЕПО, в ходе которого несколько крупных участников рынка не сумели исполнить свои обязательства по возврату денежных средств. Системного кризиса неплатежей удалось избежать лишь благодаря вмешательству в расчеты со стороны Банка России, который помог урегулировать проблему взаимных неплатежей. Причиной данного кризиса являлось то, что заключение сделок РЕПО на бирже ММВБ не сопровождалось созданием механизма гарантий исполнения второй части сделок РЕПО, т.е. возврата должниками денежных средств. Из случившегося финансовым сообществом были сделаны в целом правильные выводы, ММВБ объявила о том, что собирается создать систему гарантий исполнения обязательств по сделкам РЕПО и перейти на расчеты через единого контрагента.

Однако совершенствование системы расчетов и гарантий по сделкам РЕПО не снимает с повестки дня вопроса о рисках чрезмерного развития данного сегмента рынка. На рис. 50 показана структура биржевых сделок с корпоративными облигациями на ММВБ. С начала 2005 г. вплоть до августа 2008 г. доля сделок РЕПО быстро росла,

достигнув 84% от оборота биржевых торгов. В связи с кризисом на рынке РЕПО в сентябре 2008 г. – феврале 2009 г. она заметно снизилась, однако по мере восстановления рынка облигаций стала опять увеличиваться, достигнув 76% в декабре 2009 г. Доля рыночных сделок составляет всего 7%.

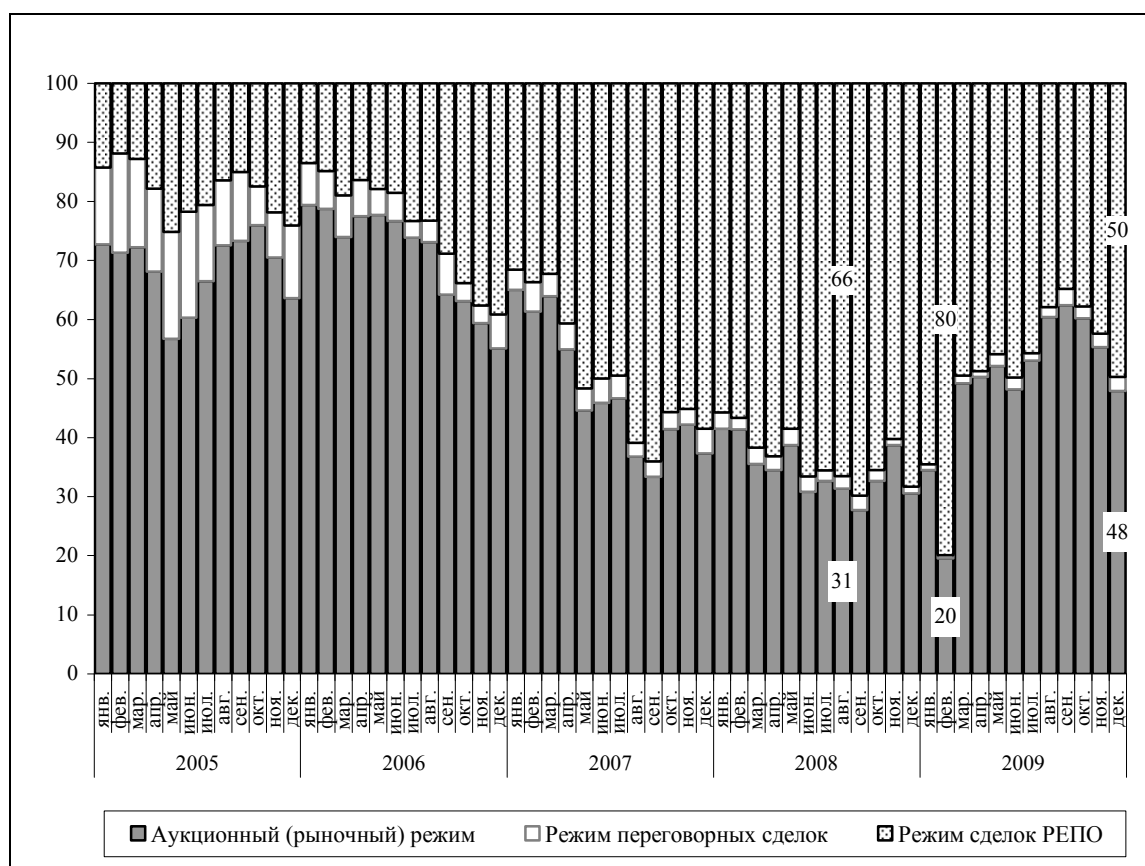


Источник: по данным ОАО «РТС».

Рис. 50. Структура сделок с корпоративными облигациями на ММВБ (%)

Опережающий рост сделок РЕПО имеет экономическое объяснение. Это важный инструмент рефинансирования банковской системы со стороны Банка России и банков, располагающих излишками ликвидности. Однако, как уже отмечалось в комментариях к рис. 33, нередко банки весьма агрессивно пользуются данным механизмом рефинансирования, наращивая по пирамидальной схеме вложения в облигации путем непрерывного совершения сделок РЕПО. Тем самым вложения в долгосрочные облигации нередко фондируются краткосрочными кредитами. Становящийся все более узким сегмент рыночных сделок с облигациями не позволяет определять их реальную рыночную стоимость. По этой причине в сделках РЕПО применяются весьма условные способы оценки стоимости облигаций. Все это повышает системные риски вложений в рублевые облигации, которые в случае внезапной неплатежеспособности одного или группы крупных эмитентов могут привести к системному кризису неплатежей, с которым будет не в силах справиться даже клиринговая организация. Возможно, наряду с рынком РЕПО Банку России стоит подумать о развитии иных способов рефинансирования банковской системы.

На рис. 51 приводятся данные об изменении структуры сделок с акциями на ММВБ. Здесь также наблюдается явная тенденция роста доли сделок РЕПО в 2005–2009 гг., которая лишь ненадолго прервалась в начале 2009 г., но уже восстанавливается к его концу¹. Природа сделок РЕПО с акциями существенно отличается от аналогичного сегмента рынка рублевых облигаций. С помощью сделок РЕПО с акциями брокерские компании, как правило, привлекают заемные ресурсы для последующего маржинального кредитования своих клиентов. Доля сделок РЕПО на рынке акций колеблется в пределах 50–66% объема биржевых торгов акциями. По нашему мнению, это пока не дает оснований тревожиться по поводу рисков. Однако в случае нарастания этой доли, возможно, участникам рынка вместе с регулятором стоит подумать о том, как снизить зависимость ресурсов маржинального кредитования у брокеров от краткосрочных заемных ресурсов.



Источник: по данным ОАО «РТС».

Рис. 51. Структура сделок с акциями на ММВБ (%)

¹ Цифра за февраль 2009 г. является искаженной, поскольку в общем объеме торгов за этот месяц были учтены 16 сделок, заключенных по ошибке одного из трейдеров 02 февраля 2009 г., с акциями обыкновенными ОАО «Газпром» в режиме «РЕПО с акциями» на общую сумму 1 620 880,00 млн руб., которые в дальнейшем были признаны недействительными в соответствии с решением Арбитражной комиссии при ЗАО «ММВБ» от 18 февраля 2009 г.

Низкая емкость внутреннего рынка финансовых услуг

Чтобы российские финансовые посредники были конкурентоспособными и могли оказывать финансовые услуги на уровне мировых стандартов, необходимо, чтобы их капитализация, т.е. стоимость бизнеса, стремилась бы соответствовать показателям аналогичных зарубежных структур. Например, по состоянию на 8 февраля 2010 г. капитализация небанковских холдингов в США, специализирующихся на оказании финансовых услуг населению, Charley Schwab Corp. (SCHW), TD Ameritrade (AMTD) и E*Trade Financial Corp. (ETFC) составляла соответственно 21,0 млрд долл., 10,0 млрд долл. и 2,8 млрд долл. Крупнейшие управляющие инвестиционными фондами имеют рыночную стоимость: Prudential Financial Inc. (PRU) – 22,5 млрд долл., BlackRock Inc. (BLK) – 39,4, Invesco Ltd. (IVZ) – 8,0, Janus Capital (JNS) – 2,18 млрд долл. Американские банковские холдинги, работающие преимущественно как инвестиционные банки, например Goldman Sachs Group Inc. (GS) и Morgan Stanley (MS), обладали капитализацией 83,7 млрд долл. и 37,1 млрд долл. соответственно. Рыночная стоимость универсальных банковских холдингов США: Bank of America Corp. (BAC) – 129 млрд долл., Citigroup Inc. (C) – 91,7 млрд долл.

Большинство российских финансовых посредников, за исключением ряда крупных банков, чьи акции торгуются на фондовых биржах ММВБ и РТС, не являются публичными компаниями и не публикуют консолидированной финансовой отчетности. Видимо, понимая, что добиться оказания конкурентных финансовых услуг на внутреннем рынке невозможно без радикальных изменений бизнеса брокеров, инвестиционных банков, управляющих компаний и иных посредников, ФСФР России в 2009 г. приняла решение о существенном повышении требований к собственному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг. Согласно приказу ФСФР России от 30 июля 2009 г. № 09-29/пз-н «О внесении изменений в нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, утвержденных приказом ФСФР от 24 апреля 2007 г. № 07-50/ПЗ-Н» минимальные требования к собственным средствам для брокеров были повышены с 5 млн до 35 млн руб. с 1 июля 2010 г. и до 50 млн руб. с 1 июля 2011 г.; для дилеров и доверительных управляющих ценными бумагами – с 10 млн руб. до соответственно 35 и 50 млн руб.; для управляющих компаний коллективными инвестициями – с 60 млн до 80 млн руб. с 1 июля 2011 г.

Однако, по нашему мнению, данные меры не решат проблему низкой капитализованности и, следовательно, недостаточной эффективности российских финансовых посредников. Серьезным препятствием на пути развития данного бизнеса является низкая емкость рынка финансовых услуг в России. Иными словами, меры, предпринимаемые органами власти в сфере пенсионной реформы, социальной поддержки населения, развития финансового рынка и т.п., в настоящее время и в ближайшей перспективе не материализуются в виде заметного роста активов, которые внутренние инвесторы приносят на фондовый рынок.

В рамках курса по экономике небанковского финансового посредничества, который прошел в 2009 г. в ГУ–ВШЭ, нами была проведена работа по оценке емкости россий-

ского финансового рынка в 2009–2014 гг.¹ На основании разнообразных источников и экспертных опросов была оценена стоимость активов, которые разные категории индивидуальных и институциональных инвесторов держат на брокерских счетах, передают в доверительное управление, в том числе в паевые фонды. Также были произведены оценки рынка инвестиционных услуг при размещении разных ценных бумаг и осуществлении сделок слияний-поглощений. После этого по годам была рассчитана сумма доходов посредников от оказания небанковских финансовых услуг, это в итоге позволило по DCF-модели определить потенциальную капитализацию бизнеса инвестиционных банков, брокеров и доверительных управляющих. По нашим расчетам, стоимость бизнеса по оказанию финансовых услуг розничным инвесторам в России составляет около 6 млрд долл., эмитентам и институциональным инвесторам – 13 млрд долл., всего 19 млрд долл. При этом около половины от сводной суммы капитализации приходится на нерезидентов или их дочерние структуры в России, которые достаточно успешно конкурируют с российскими структурами за право обслуживания наиболее состоятельных индивидуальных клиентов со стоимостью активов свыше 1 млн долл. и на рынке инвестиционных банковских услуг при размещении российскими компаниями облигаций за рубежом, проведении IPO-SPO акций и слияниях-поглощениях.

Таким образом, весь бизнес российских инвестиционных банков, брокеров и доверительных управляющих стоит около 10 млрд долл., что никак не позволяет появиться на этом рынке организациям, которые сумели бы составить достойную конкуренцию зарубежным финансовым компаниям. Несмотря на внешне благоприятные показатели объемов биржевых торгов, капитализации российских компаний, объемов IPO, сделок слияний и поглощений, конкурентоспособность российских компаний, оказывающих небанковские финансовые услуги, не только сейчас, но и на ближайшие несколько лет остается под вопросом. Это само по себе является источником повышенных рисков для инвесторов, эмитентов и экономики в целом. Решение данной проблемы требует от государства и бизнеса прорывов в области стратегического менеджмента, внедрения инноваций, встраивания российских финансовых институтов в цепочки глобальной стоимости на международных финансовых рынках, принятия решений, которые окажут реальное влияние на качественное повышение емкости внутреннего финансового рынка.

Постепенное восстановление рынка акций, рекордные показатели ликвидности и объемов размещений рублевых облигаций в 2009 г. не снимают вопросов о рисках, присутствующих российскому финансовому рынку. Он остается уязвимым перед лицом внешних шоков и внутренних факторов риска.

2.4.6. Перспективы восстановления carry trading

С точки зрения внешних факторов у российского фондового рынка имеются два основных двигателя роста: цены на нефть (см. *рис. 40*) и краткосрочный иностранный капитал (*рис. 46*). Как было показано ранее (см. *рис. 41*), имеются серьезные основания считать, что цены на нефть в ближайшие 10 лет заметно не вырастут. В этом случае на

¹ См. более подробно результаты, опубликованные в Вестнике НАУФОР. 2010. № 3 (март).

цены акций повысится влияние движений иностранных портфельных инвестиций, а значит, и влияние стратегии carry trading¹.

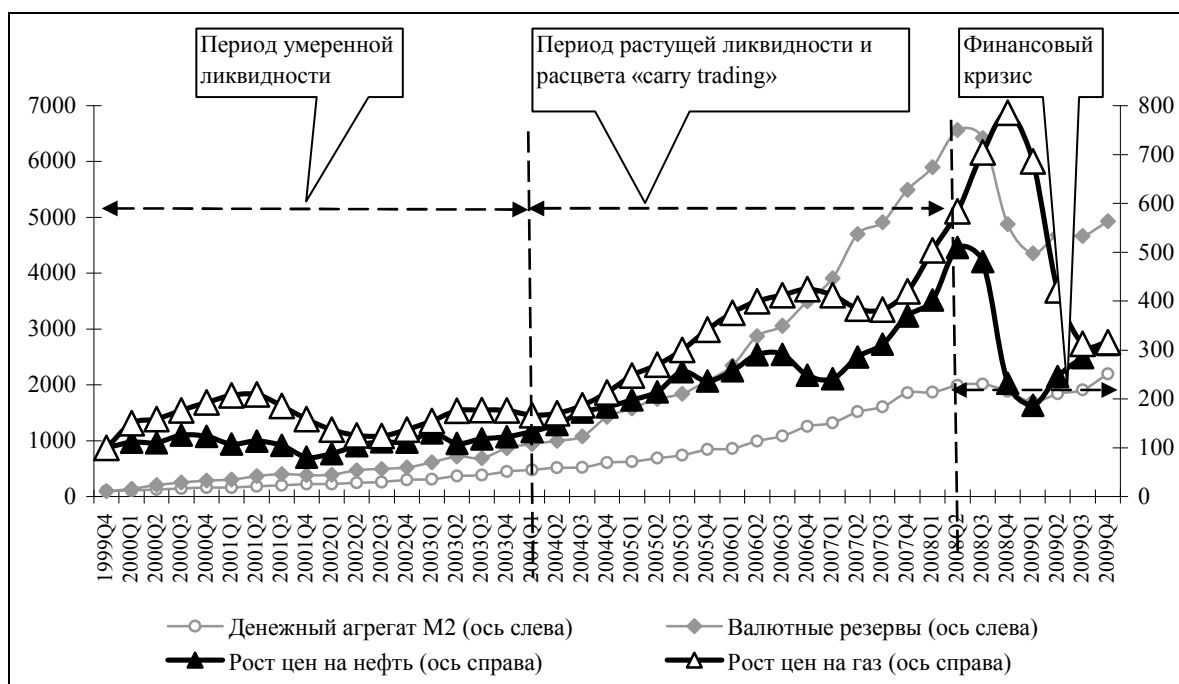
До кризиса данная стратегия была ведущим мотором роста банковского сектора, давая банкам дешевые ресурсы для кредитования и вложений в инструменты с фиксированной доходностью. О масштабе ее применения свидетельствуют данные *рис. 22*, показывающие дисбаланс между валютными активами и обязательствами банков. На время кризиса фондирование от нерезидентов было заменено заемными ресурсами от государства. Однако Банк России и Минфин уже в конце 2009 г. последовательно реализовывали стратегию выхода из банков, вновь перейдя из статуса чистых кредиторов в статус чистых должников банковской системы (*рис. 24*). Несмотря на рост банковских депозитов, необходимо учитывать, что данные средства являются «дорогими» для банков, их использование в виде кредитов обеспечивает банкам низкую маржу на уровне 3–5%. Вот почему в посткризисный период carry trading скорее всего восстановит свои позиции в банковском бизнесе.

Кроме того, банки остаются главными инвесторами на рынке рублевых облигаций. Как было показано на *рис. 32*, стремительный рост объемов сделок на рынке рублевых корпоративных облигаций с начала 2004 г. по июль 2008 г. был возможен преимущественно благодаря стратегии carry trading, применяемой российскими банками и иностранными хедж-фондами. Количественно оценить долю источников финансирования, привлеченных с помощью данной стратегии, в общей стоимости рублевых облигаций и акций весьма сложно. Например, по расчетам Greenwich Associates, на хедж-фонды в 2006 г. приходилось 45% объемов торгов облигациями эмитентов из стран с формирующимся рынком².

В начале глобального финансового кризиса из-за недоверия банков друг к другу стратегия carry trading перестала работать. Насколько быстро можно ожидать ее восстановления? Для ответа на данный вопрос необходимо разобраться в предпосылках, необходимых для ее существования. Таких предпосылок три: удешевление валюты, в которой берут кредит; низкие процентные ставки в стране, где берется кредит; и наличие ликвидного и относительно стабильного валютного рынка и финансовых активов, номинированных в национальных валютах. На *рис. 52* показаны данные о динамике цен на нефть, газ, а также о росте денежной массы M2 и золотовалютного резерва. Они свидетельствуют о том, что в 2009 г. было пройдено «дно» падения по всем перечисленным показателям и возобновился их рост. Это дает основания предполагать, что финансовое состояние России в ближайшие годы будет устойчивым, что имеет благоприятное значение для соблюдения всех условий возобновления carry trading.

¹ Суть данной стратегии проста – привлечение денег путем их заимствования в валюте тех стран, где низки ставки процента (валюта фондирования), с целью их последующего инвестирования в финансовые инструменты тех стран, где ставки процента в национальной валюте относительно высоки (валюта инвестирования).

² Основные результаты опубликованы в The Wall Street Journal 30 августа 2007 г. См. также. OECD. Financial Markets Trends. Volume 2007/1. № 92. С. 42.

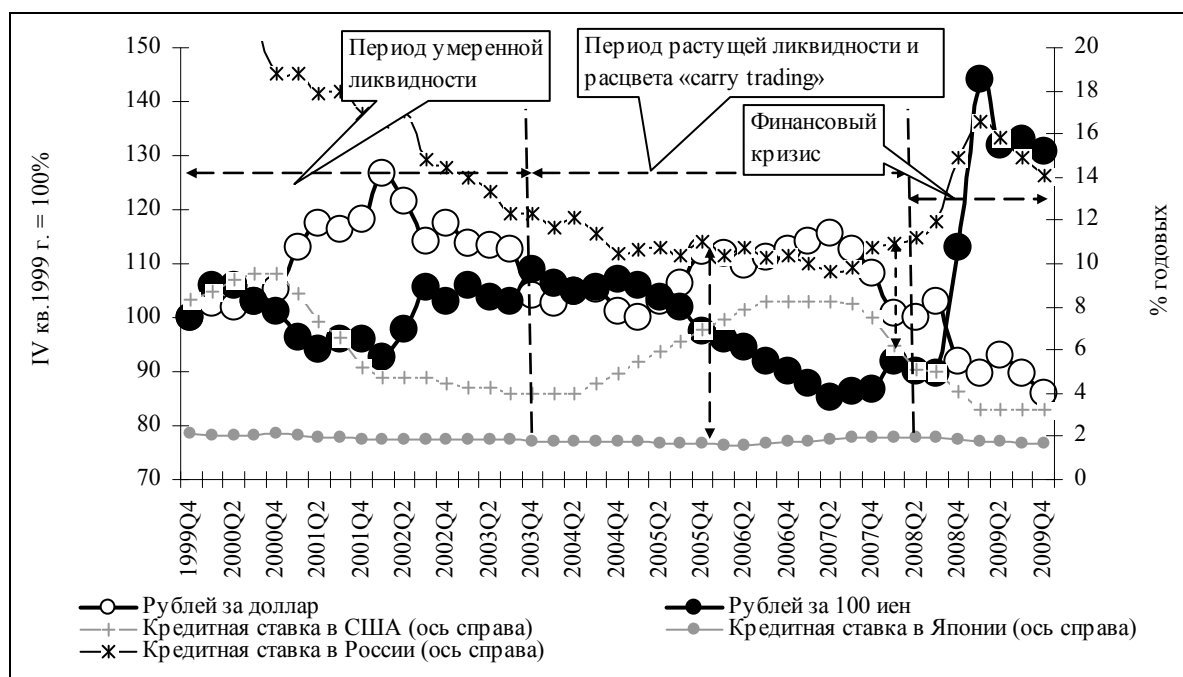


Источник: рассчитано по данным базы данных финансовой статистики IMF.

Рис. 52. Рост цен на "энергоносители и денежного излишка в России (IV квартал 1999 г. = 100%)

Предпосылки возобновления carry trading с точки зрения курсовой политики и стоимости привлечения средств анализируются на рис. 53. Несмотря на то что сейчас курс рубля продолжает укрепляться по отношению к иене и доллару, во время финансового кризиса нестабильность рубля заметно выросла. Рубль был девальвирован по отношению к доллару и еще больше – к иене. Данная неустойчивость рубля пока является препятствием для carry trading. Кроме того, как было показано при анализе данных рис. 43, в декабре 2009 г. в связи со значительным приростом М2 при некотором снижении золотовалютных резервов стал быстро расти так называемый «расчетный курс» рубля по сравнению с курсом номинальным, что, по нашему мнению, является косвенным признаком ожидаемой девальвации рубля.

Что касается разрыва ставок кредитования в России, Японии и США (рис. 53), то он сохраняется на достаточно высоком уровне, несмотря на то, что в России в 2009 г. была достигнута весьма умеренная инфляция в размере 8,8% и продолжала снижаться ставка рефинансирования. Это означает, что второе условие, необходимое для действия carry trading, соблюдается. То же можно сказать и о третьем условии – наличии ликвидного и относительно стабильного валютного рынка и финансовых активов, номинированных в национальных валютах.



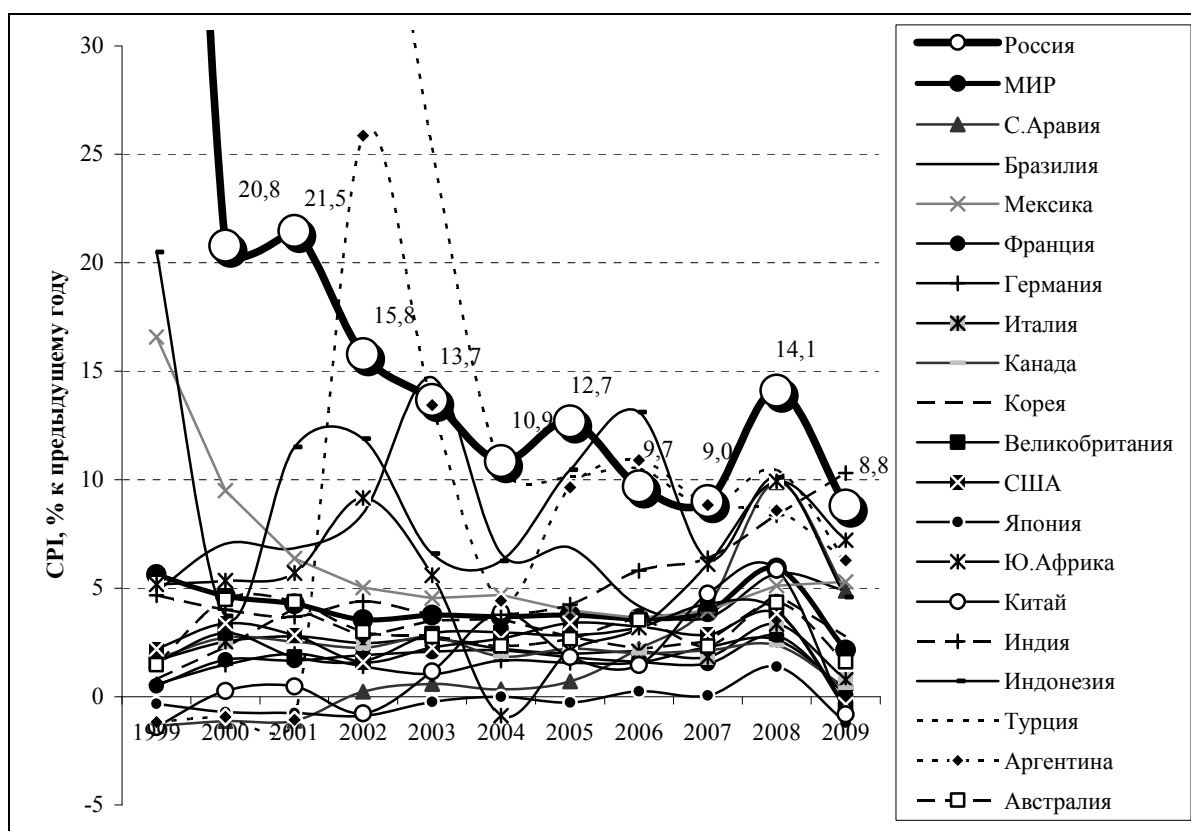
Источник: рассчитано по данным базы данных финансовой статистики IMF.

Рис. 53. Предпосылки carry trading в России

Таким образом, большая часть предпосылок для возобновления carry trading в России соблюдается. Однако ограничителем для ее применения пока остается относительная нестабильность рубля. Другой важный фактор, сдерживающий carry trading, – сохраняющийся пока дефицит доверия на глобальном финансовом рынке.

Чем опасна стратегия carry trading для России? Во-первых, в том, что она подавляет у финансистов стимулы к более рискованным и часто менее доходным вложениям в реальную экономику. Заниматься привлечением краткосрочного капитала оказывается легче и прибыльнее, чем брать на себя риски модернизации экономики. Во-вторых, реализация данной стратегии несет огромный риск для банковской системы, приводя в итоге, как это уже случалось накануне обоих финансовых кризисов, к дисбалансу между валютными активами и обязательствами банков как залого кризиса их ликвидности. В-третьих, carry trading ведет к формированию пузырей на рынках рублевых корпоративных облигаций и перегреву в сфере кредитования населения. В-четвертых, под воздействием данной стратегии происходит процесс «секьюритизации» финансовых отношений, превращения банков из «умных кредиторов» в инвесторов на рынке облигаций и «кредитные фабрики», где оценка качества заемщика проверяется машинами, а не людьми. В банковской системе пропадают навыки кредитной работы, требующие высокого профессионализма персонала и знаний бизнеса заемщиков. В итоге теряется модернизационный потенциал банков. И наконец, carry trading подрывает внутреннюю систему сбережений, делая невыгодным для тех заемщиков, которые «фондируются в рублях» (население, ПИФы, НПФы, страховые организации и др.), вложения в рублевые облигации из-за часто отрицательной реальной доходности таких вложений.

Государство должно решительно противостоять *carry trading*. Наиболее эффективными являются меры по снижению инфляции. Чем выше внутренняя инфляция, тем выше спрэд между внутренними рублевыми ставками заимствования и стоимостью привлечения ресурсов из-за рубежа и тем более эффективной становится *carry trading* для спекулянтов. На *рис. 54* приводятся данные об уровне инфляции в России в сравнении с инфляцией в других странах G20. Из них хорошо видно, что, несмотря на снижение инфляции до 8,8% в 2009 г. по сравнению с 14,1% в 2008 г., ее уровень в России остается практически самым высоким в G20. Это говорит о том, что борьба с инфляцией, прежде всего с внутренними факторами ее роста в России, должна быть одним из главных приоритетов правительства и Банка России.



Источник: по данным МВФ и национальной статистики.

Рис. 54. Инфляция в странах G20 в 1999–2009 гг.

2.4.7. Проблемы привлечения консервативных институциональных инвесторов

Российский фондовый рынок остается непривлекательным для наиболее капитализированных консервативных инвесторов, прежде всего западных пенсионных фондов. Для понимания причин этого следует обратиться к опыту крупнейшего пенсионного фонда США – California Public Employers' Retirement System (CalPERS), стоимость резервов которого составляет около 200 млрд долл. До 2007 г. в течение многих лет CalPERS применял методiku составления рейтинга развивающихся рынков с точки

зрения возможности инвестирования в них активов данного фонда. Данная методика была публичной и опиралась на исследования авторитетных организаций, включая Freedom House, World Economic Forum, Oxford Analytica, The Heritage Foundation и Wall Street Journal, и многих других исследовательских центров.

Методика CalPERS предполагала оценку возможности инвестирования в развивающиеся рынки исходя из двух групп факторов – страновых рисков и рисков, присущих конкретному финансовому рынку.

Страновые риски оценивались CalPERS по следующим критериям:

- политическая стабильность – состояние гражданских свобод, степень независимости судебной системы и политического риска;
- информационная открытость, включая оценку свободы прессы, уровня раскрытия информации о денежной политике и бюджете, качества листинга фондовых бирж и эффективности применения Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО);
- соответствие трудового законодательства требованиям международных стандартов регулирования трудовых отношений – ратификация Конвенции МОТ, соответствие законодательства о труде стандартам МОТ, эффективность правоприменения.

Иными словами, страновые риски предполагают оценку инвестиционного климата и институтов как основ финансовых рынков.

Вторая группа критериев предполагала оценку количественных и качественных параметров развивающихся рынков капитала, включая следующие показатели:

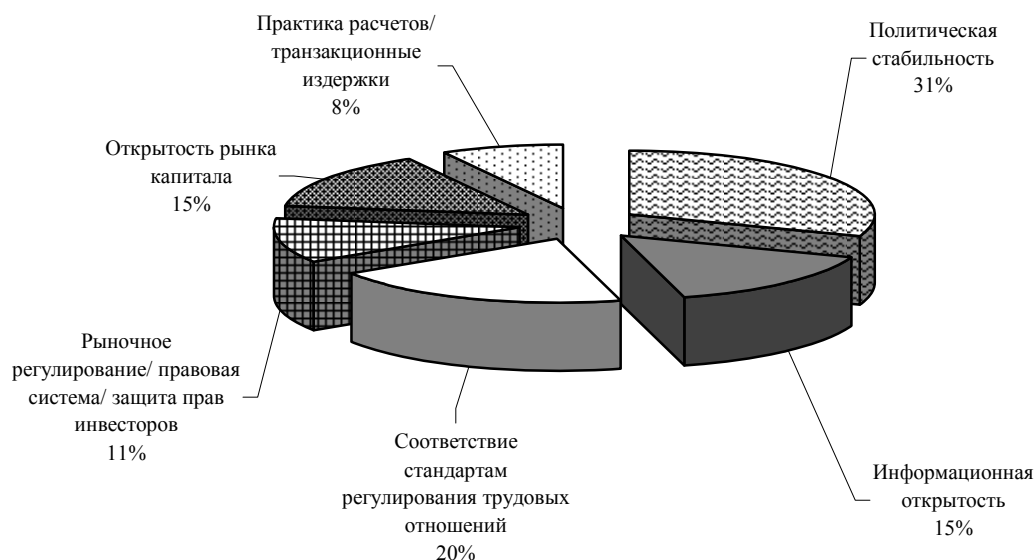
- ликвидность и волатильность фондового рынка, в том числе оценка рыночной капитализации и темпов ее роста, коэффициента, характеризующего отношение ежемесячных оборотов биржевых торгов к рыночной капитализации, роста числа компаний, включенных в листинг, волатильности рынка акций и коэффициентов риск/доходность;
- оценка эффективности банковского надзора и правоприменения на фондовом рынке, уровня защиты прав кредиторов и акционеров;
- оценка степени открытости экономики для иностранных инвестиций, либеральности режима регулирования банков и финансовых институтов, ограничений на покупку ценных бумаг;
- оценка эффективности механизмов расчетов на фондовом рынке и уровня транзакционных, преимущественно налоговых, издержек при совершении сделок на рынке ценных бумаг и выплате доходов их владельцам.

Максимальная оценка, которую мог получить тот или иной рынок, равна трем. Если страна получала оценку 2,0 и более, она попадала в список рынков, разрешенных для инвестирования активов CalPERS. В ином случае рынок той или иной страны относился к категории запрещенных к инвестированию активов данного пенсионного фонда.

В 2007 г. CalPERS изменил методику принятия решений об инвестировании в развивающиеся рынки. Управляющим портфелями было предоставлено право самостоятельно выбирать компании из развивающихся рынков для инвестирования с учетом рисков, присущих разным странам и фондовым рынкам. Однако даже с учетом изменений в порядке принятия инвестиционных решений в 2007–2009 гг. CalPERS так и не инвестировал в ценные бумаги российских эмитентов. Это свидетельствует о том, что де-факто подходы данного фонда к анализу российского фондового рынка не изменились и по-

прежнему актуальны для понимания его недостатков в глазах консервативных иностранных инвесторов.

В 2007 г. по методике CalPERS российский фондовый рынок получил оценку 1,91, т.е. меньше двух баллов, что сделало невозможным инвестировать в него резервы данного пенсионного фонда. На *рис. 55* приводится анализ основных факторов, которые не позволили российскому рынку достичь максимальной оценки в три балла по методике CalPERS.



Источник: www.calpers.ca.gov

Рис. 55. Факторы, препятствующие получению Россией максимальной инвестиционной оценки по методикам пенсионного фонда CalPERS (США) в 2007 г.

На страновые факторы риска, включая политическую стабильность, информационную открытость и соответствие законодательства по труду требованиям международных стандартов, пришлось 66% недополученных Россией очков. Политическая стабильность в стране получила оценку 1 из трех возможных. Основные причины таких показателей связаны с низкой оценкой гражданских свобод, независимости судебной системы и надежности защиты прав собственности, а также стабильности политической системы России. Уровень информационной прозрачности России оценен в 2,0 балла, что достаточно для проходного балла в клуб разрешенных к инвестированию рынков. По данному направлению при относительно высоких оценках меры раскрытия информации о денежной политике и бюджетной системе и биржевого листинга основные претензии предъявляются к состоянию свободы СМИ в России и эффективности применения МСФО (IAS или US GAAP). Степень соответствия законодательства о труде в России требованиям стандартов Международной организации труда оценена в 1,7 балла из трех.

В отличие от консервативной оценки эффективности институциональных факторов количественные и качественные характеристики российского фондового рынка выглядят вполне респектабельно. Однако и по данному фактору Россия не добрала 34%, не-

обходимых до двух баллов. Здесь возникли следующие проблемы. Качество рыночного регулирования банковской деятельности и фондовых рынков в России оценено на среднем уровне – 2,0 балла. Получению более высокой оценки по данному направлению препятствуют недостаточный уровень эффективности банковского надзора и правоприменения на фондовом рынке, а также изъятия в защите прав кредиторов. По критерию открытости рынка капитала была получена низкая оценка в 1,7 балла из-за ограничений на вхождение на рынок для банков и страховых компаний.

Высокий балл – 2,3 российский рынок получил по критерию эффективности расчетов и уровню транзакционных издержек. Причем эффективность расчетов на рынке ценных бумаг оценена в 3,0 балла, даже в условиях отсутствия в стране центрального депозитария и системы гарантированных расчетов без предварительного депонирования активов.

Изменения, произошедшие в экономике и политической системе России в 2008–2009 гг., даже несмотря на кризис, в целом лишь усугубили положение дел в тех сферах, где Россия, согласно рейтингам CalPERS, имела наиболее низкие оценки. Об этом свидетельствуют данные табл. 25, где приводятся за последние три года оценки указанных сфер жизнедеятельности государства тех организаций, чьи рейтингами пользовался CalPERS, либо при невозможности получения информации из первоисточников альтернативные оценки иных авторитетных агентств.

Таблица 25

Анализ изменений в наиболее проблематичных, с точки зрения консервативных иностранных инвесторов, сферах экономики и политики России в 2007–2009 гг.

	Оценки CalPERS							Последующие оценки				
	Источник информации	Вес фактора, %	2003	2004	2005	2006	2007	Источник информации	2007	2008	2009	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. Политическая стабильность			16,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0				
• Гражданские свободы	Freedom House		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	Freedom House***	5,0	5,0	5,0
• Независимость судебной системы и правовой защиты	Global Competitiveness Report		1,0	1,0	1,0	1,0	1,3	1,3	Global Competitiveness Report*	106	109	116
2. Прозрачность (открытость)			16,7	1,0	3,0	2,0	2,0	2,0				
• Свобода печати	Freedom House		2,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	Freedom House	75	78	80
• Прозрачность денежной и фискальной информации	Oxford Analytica		1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	Global Competitiveness Report*	118	119	114
• Соответствие стандартам международной отчетности	eStandards Forum				2,0	1,5	1,5	1,5	Global Competitiveness Report*	95	108	119
3. Соответствие закон-ва о труде международным стандартам	Verite		16,7	1,0	1,0	1,0	1,7	1,7	Global Competitiveness Report*	33	27	43

Продолжении таблицы 25

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
4. Защита прав инвесторов	Разное	12,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	Global Competitiveness Report*	45	67	71
5. Открытость рынка капитала	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom	12,5	1,0	1,0	1,0	1,3	1,7	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom **	49,8	50,8	50,3
• Торговые барьеры	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom		1,0	2,0	2,0	1,5	2,5	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom **	44,2	60,8	68,4
• Иностраннные инвестиции	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom		2,0	2,0	1,0	1,5	1,5	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom **	30,0	30,0	25,0
• Банковское дело и финансы	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom		1,0	1,0	1,0	1,5	1,5	The Heritage Foundation's Index of Economic Freedom **	40,0	40,0	40,0
• Открытость фондового рынка****	S&P Global Stock Markets Factbook		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	Global Competitiveness Report*	129	127	120

* Места России из 125 стран в 2007 г., 134 стран в 2008 г. и 133 стран в 2009 г. по рейтингу глобальной конкурентоспособности.

** По 100-балльной шкале оценок (чем ниже оценка, тем хуже ситуация в данной сфере). В 2010 г. Россия заняла 143-е место из 183 государств по индексу экономической свободы и подтвердила статус «несвободной экономической зоны».

*** По 7-балльной шкале; чем бал выше, тем хуже положение со свободами. Россия имеет статус несвободной страны.

**** Предельная доля иностранных инвесторов в капитале компаний в целом, страховщиков и банков.

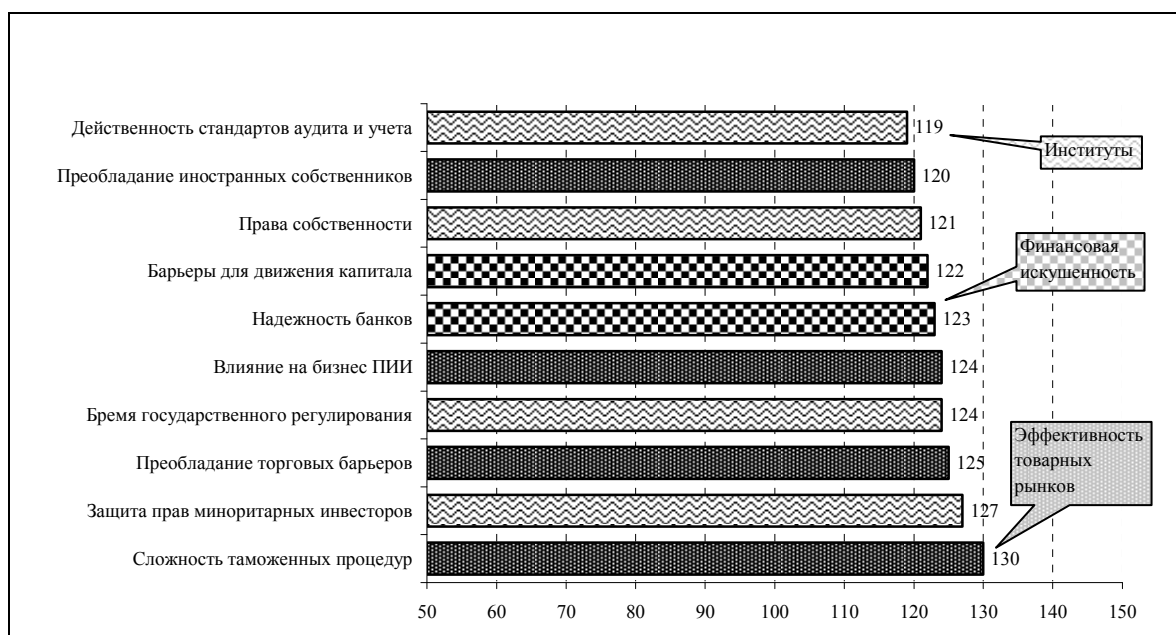
Источник: расчеты по данным CarPERS, рейтингам Всемирного экономического форума www.weforum.org, Heritage Foundation www.heritage.org/index/ и Freedom House www.freedomhouse.org/

По подавляющему большинству анализируемых областей в экономике и политической системе России наблюдается либо ухудшение оценок, либо сохранение заведомо плохих оценок на неизменном уровне. Таким образом, неблагоприятная институциональная среда, не соответствующее международным стандартам трудовое законодательство, прежде всего в части найма квалифицированного иностранного персонала, низкий уровень защиты прав инвесторов, барьеры на пути движения товаров и капитала и слабая финансовая система – вот главные причины, препятствующие привлечению в Россию длинных денег крупнейших иностранных институциональных инвесторов.

На рис. 56 приводятся 10 самых проблемных областей российской экономики согласно рейтингу глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума в 2009–2010 гг.¹ Основные проблемы конкурентоспособности России связаны с тремя группами факторов: неэффективностью товарных рынков (сложность таможенных процедур, высокие торговые барьеры, низкий уровень прямых иностранных инвестиций и наличие значительного числа ограничений для иностранной собственности); неблагоприятной институциональной средой (нарушения прав миноритарных акционеров, тяжесть бремени государственного регулирования, недостаточный уровень защиты прав собственности и ограниченное применение Международных стандартов финансо-

¹ Цифрами на рис. 56. указаны места России по каждому из указанных критериев оценки из 133 стран – участниц рейтинга.

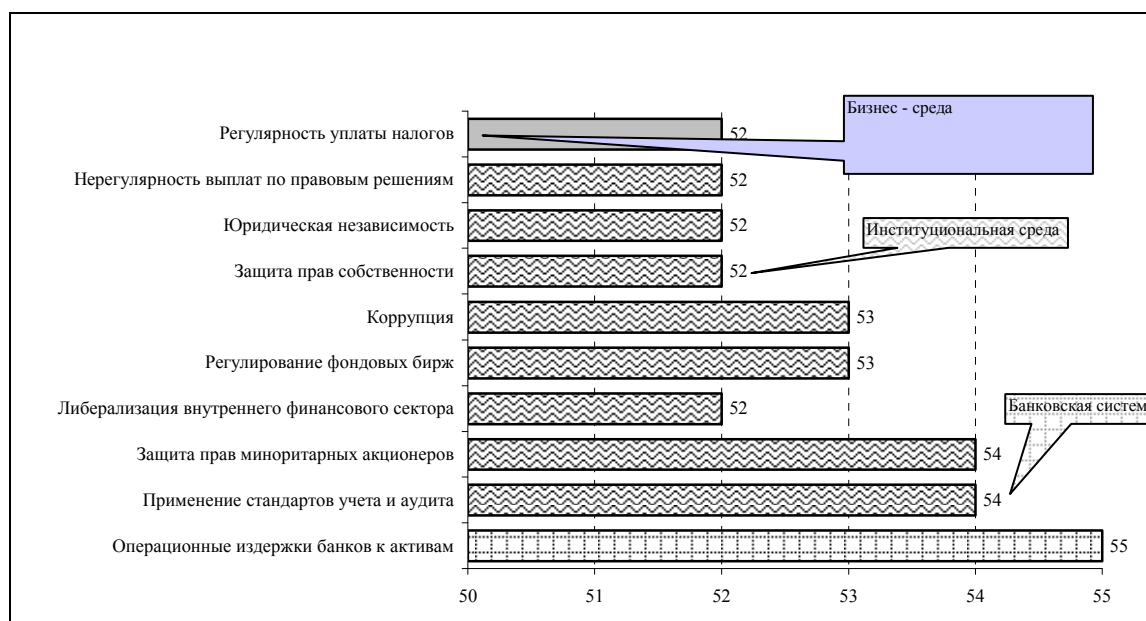
вой отчетности и аудита); слабостью финансовой системы (ненадежность банков и наличие барьеров на пути движения капитала). Как нетрудно заметить, большинство перечисленных факторов неконкурентоспособности российской экономики, по версии Всемирного экономического форума, совпадают с претензиями к российскому финансовому рынку, сформулированными в рейтингах CalPERS.



Источник: расчеты по рейтингам Всемирного экономического форума на www.weforum.org

Рис. 56. Десять главных недостатков России по рейтингу глобальной конкурентоспособности 2009–2010 гг. (сводное 63-е место из 133 участников)

На рис. 57 приводятся результаты более специализированного рейтинга Всемирного экономического форума, опубликованные в конце 2009 г. и посвященные оценке уровня развития финансовой системы 55 государств с наиболее крупными финансовыми рынками. В данном рейтинге Россия заняла 40-е место из 55 государств. На рис. 57 также приводятся 10 самых худших оценок, полученных Россией в ходе рассматриваемого рейтинга. Здесь выделяются три группы недостатков, главным из которых опять же является неблагоприятная институциональная среда. Это проявляется в недостаточно широком применении международных стандартов отчетности и аудита, нарушениях прав миноритариев в АО, слабости регулирования фондовых бирж (из-за допущения в числе владельцев одной из бирж Банка России), коррупции, ограничениях в доступе в финансовую сферу иностранных структур, отсутствии независимой судебной системы, трудностях исполнения решений судов, нарушениях прав собственности. Другой слабостью российской финансовой системы является слабость банков. По данному критерию Россия заняла самое последнее место из 55 стран – участниц рейтинга. Наконец, третьим фактором являются претензии к жесткости налогового администрирования.



Источник: расчеты по рейтингам Всемирного экономического форума на www.weforum.org

Рис. 57. Десять главных недостатков России по Financial Development Index 2009–2010 гг. (сводное 40-е место из 55 участников)

События 2009 г. оставляют противоречивое понимание реальной готовности власти радикальным образом менять инвестиционный климат в стране. С одной стороны, от президента Российской Федерации Д.А. Медведева был инициирован мощный призыв к модернизации общества, переориентации экономики на несырьевое развитие, инновационному пути. Данный призыв был материализован в изменениях в структуре органов управления, в законодательстве, корректировке курса работы органов исполнительной и законодательной власти, решениях о направлениях использования финансовых ресурсов государства.

Правительство приступило к обсуждению с иностранными инвесторами поправок в Федеральный закон «Об иностранных инвестициях» в направлении смягчения ограничений иностранным компаниям в доступе к стратегическим отраслям и упрощения процедур получения согласия на инвестиции в компании данных отраслей¹. По поручению президента России правительство разработало план действий по улучшению инвестиционного климата в России на 2010 г., включая упрощение таможенных процедур, приватизацию крупных государственных пакетов в государственных компаниях, изменение налогового законодательства в направлении стимулирования инноваций².

С другой стороны, все больше вопросов в обществе и у инвесторов за рубежом вызывает ход судебного разбирательства по «делу «ЮКОСа». Широкий резонанс за рубежом вызвала смерть главного юриста хедж-фонда Hermitage Capital Management. Продолжают совершаться многочисленные преступления против журналистов, жестко подавляются выступления оппозиции, ухудшается положение компаний малого и сред-

¹ Гудков А. Правительство разочаровало иностранных инвесторов // Коммерсантъ. 2010. 4 февраля.

² Нетреба П. Инвестклимат указано менять к весне // Коммерсантъ, 2010. 12 февраля.

него бизнеса, все менее прозрачной становится деятельность государственных компаний и корпораций.

Вопрос о том, насколько глубокой модернизации общества может потребовать модернизация экономики, остается открытым. В данном случае лишь подчеркнем, что критерием разрешения данной проблемы будет как раз готовность иностранных портфельных инвесторов с большими и длинными деньгами, равно как и крупных инвесторов, занимающихся прямыми иностранными инвестициями, изменить отношение к российскому финансовому рынку, вложив в страну необходимые ей инвестиции и технологии. В 2009 г. этого «чуда» не произошло.

2.4.8. Роль фондового рынка в модернизации экономики и содействии инновациям

Текущий кризис обнажил глубокие проблемы и противоречия российской экономики, ее неготовность к вызовам глобализации. К концу 2009 г. руководством страны и обществом в явной форме сформулирован курс на экономическую модернизацию. Одну из ключевых ролей в его реализации должен сыграть финансовый рынок. Но готов ли он к таким масштабным задачам?

Финансовые кризисы всегда означают резкое повышение рисков и неуверенности предпринимателей в будущих инвестиционных проектах, исчезновение доверия между кредиторами и должниками. По этим причинам наивно было бы ожидать серьезной отдачи от финансового рынка в разгар кризиса. Однако анализ того, как работал финансовый рынок накануне и во время финансового кризиса, по нашему мнению, дает основания предполагать, что внутренний финансовый рынок пока не готов в полной мере решать задачи в сферах реструктуризации экономики, ускорения инноваций и социальной поддержки населения.

Это связано с рядом причин. Во-первых, при действующей системе регулирования доходность вложений от спекулятивных стратегий на финансовом рынке, например carry trading или использования плеча с помощью заимствования средств через сделки РЕПО, оказывается выше, чем от вложений в новые производственные мощности. Во-вторых, в силу переориентации многих банков от кредитования в пользу инвестиций в корпоративные облигации ими утрачиваются навыки проектного финансирования реальной экономики, а обеспечивающий привлечение на деле краткосрочных инвестиционных ресурсов рынок рублевых облигаций не является источником пополнения реального капитала компаний. Банковская система слаба и не способна осуществлять масштабное кредитование экономики. В-третьих, на российском рынке не развиты традиционные институты инноваций в виде фондов прямых инвестиций и фондов венчурного финансирования. Наконец, в России не работает система долгосрочных сбережений населения. Проблемы низкой эффективности внутреннего финансового рынка усугубляются неблагоприятным для привлечения прямых иностранных инвестиций и долгосрочных портфельных вложений инвестиционным климатом.

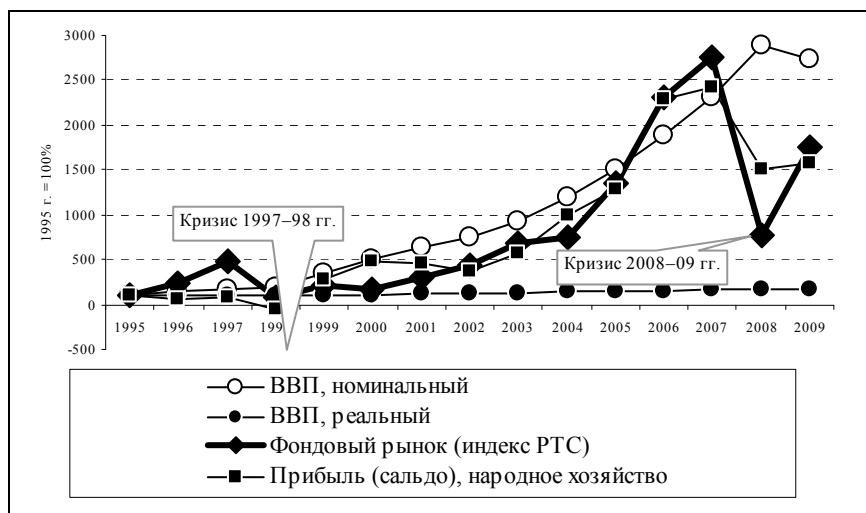
Доходность финансовых и нефинансовых вложений

В долгосрочной перспективе рост фондовых рынков следует за динамикой фундаментальных показателей, таких, как чистая прибыль (earnings) компаний и валовой внутренний продукт (ВВП). Например, расчеты автором данных строк соотношений динамики роста фондовых рынков и ведущих экономических индикаторов по 12 разви-

тым рынкам капитала в течение последних 50 лет показывают, что средние темпы роста фондовых индексов, как правило, соответствуют средним темпам роста ВВП в номинальном выражении¹. На развивающихся рынках фондовые рынки, как правило, растут несколько быстрее номинального ВВП за счет привлечения портфельных инвестиций из-за рубежа.

На рис. 58 приводятся сведения о соотношении темпов роста индекса РТС, ВВП и прибылей российских компаний. Они показывают, что в преддверии обоих российских кризисов темпы роста фондовых индексов резко отрывались от роста ВВП. Затем по мере восстановления рынка фондовые индексы пытались догнать показатели производства и прибыли.

Наиболее проблемной точкой российского фондового рынка является то, что прибыль от финансовых вложений здесь существенно превышает рентабельность производственных активов – основных средств и оборотных активов. В результате вместо того, чтобы привлекать инвестиции на создание новых производственных мощностей, рынок ценных бумаг периодически начинает играть роль «насоса», выкачивающего ресурсы из реальной экономики. Высокая доходность вложений на таком рынке обеспечивается преимущественно за счет ресурсов вновь приходящих инвесторов, в меньшей степени роста прибыли эмитентов. Между тем, подчеркивая связь между инвестициями и экономическим ростом, лауреат Нобелевской премии по экономике неокейнсианец П. Самуэльсон отмечал, что «инвестиции... осуществляются только тогда, когда создается реальный капитал»². Другими словами, генератором экономического роста выступает именно реальный капитал, накоплению которого российский фондовый рынок способствует крайне мало.

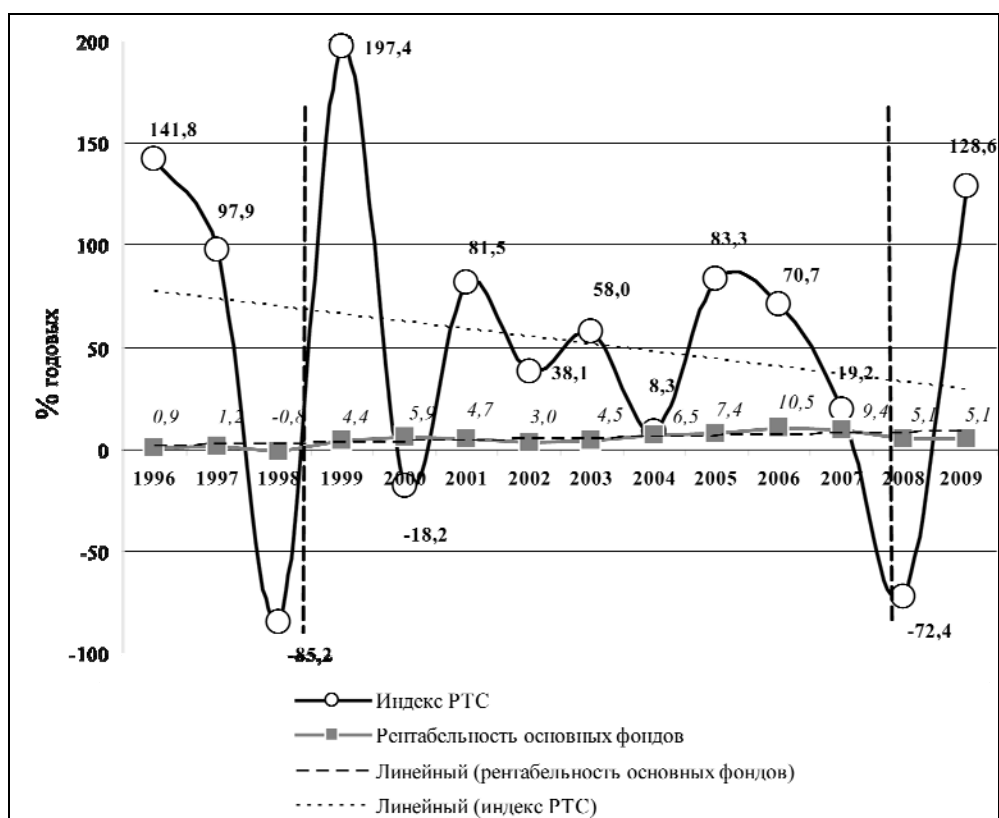


Источник: по данным РТС и Росстата.

Рис. 58. Рост фондового рынка в сравнении с ростом фундаментальных показателей

¹ Раздел 1.3. доклада НАУФОР. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). Москва, 2008. Опубликован на сайте www.naufor.ru

² Самуэльсон Пол Э., Нордхаус Вильям Д. Экономикс / Пер. с англ. 16-е изд. Издательский дом «Вильямс», 2005. С. 389.



Источник: расчеты автора по данным РТС и Росстата.

Рис. 59. Доходность вложений в акции и рентабельность активов в экономике

На рис. 59 приводятся данные о доходности инвестиций в акции в виде портфеля индекса РТС и рентабельности производственного капитала, что может использоваться в качестве критерия для принятия инвестиционного решения об эффективности вложений в прирост производственных мощностей.

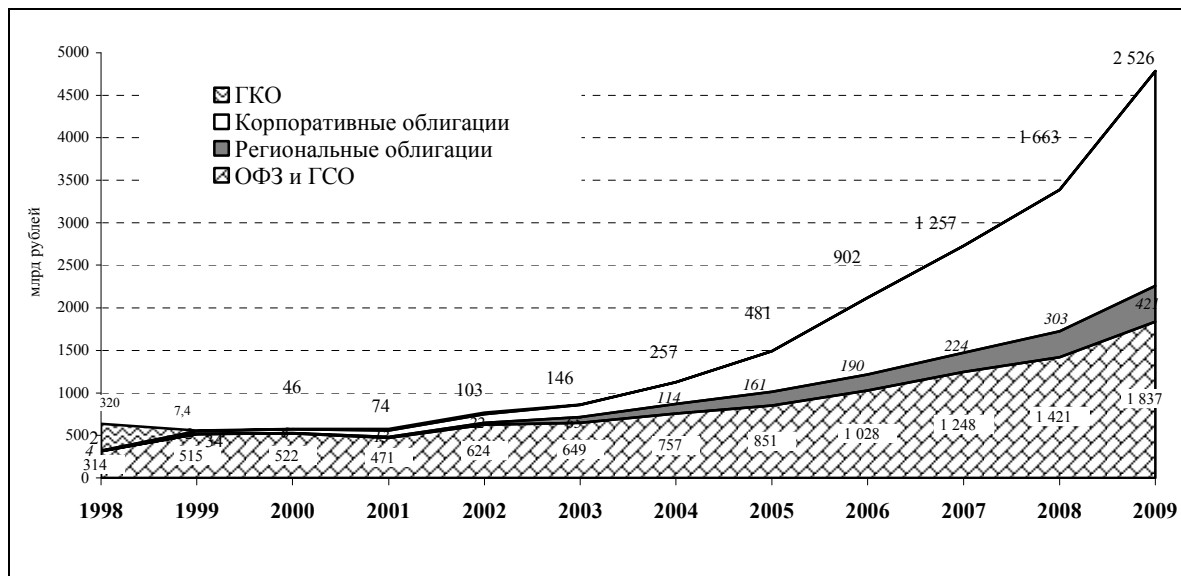
В 1996–2009 гг. из 14 лет только в трех годах (1998-м, 2000-м и 2008-м) доходность вложений в акции оказывалась существенно ниже, чем рентабельность основных фондов¹. И, несмотря на то что линейные тренды доходности вложений в индекс РТС и производственные активы сближаются, разрыв между данными показателями остается все еще значительным, что создает существенные риски оттока внутреннего капитала из реальной экономики в краткосрочные вложения на финансовом рынке. Об этих же рисках свидетельствует практика опережающего роста банковских вложений в облигации по сравнению с кредитованием нефинансового бизнеса (см. рис. 42).

Проблемы рынка корпоративных облигаций

Удивительным явлением 2000-х годов было развитие рынка рублевых облигаций (см. рис. 60). Капитализация рынка рублевых корпоративных облигаций выросла с

¹ Вот как комментирует вопрос о доходности операций на финансовых рынках основатель и руководитель одной из крупнейших российских компаний – инвестиционной банковской группы «Тройка Диалог» Р.К. Варданян: «...Признаемся, в России она была запредельной, в нашей индустрии доходность на уровне 30–35% годовых считалась нормальной...» Рушайло П., Варданян Рубен: нас ждет большая волатильность и отсутствие существенного роста // Коммерсантъ Деньги. 2010. № 6 (15–21 февраля). С. 16.

0,6 трлн руб. в 2000 г. до 4,9 трлн руб. в 2009 г., или в 8,2 раза. Из всех рублевых облигаций наиболее быстро рос рынок корпоративных облигаций. Их совокупная капитализация выросла с 46 млрд руб. в 2000 г. до 2,5 трлн руб. в 2009 г., или в 54,3 раза.



Источник: по данным Минфина России и Cbonds.ru.

Рис. 60. Объемы рублевых облигаций в обращении

Бурный рост корпоративных облигаций в значительной мере опирался на различные внешние и внутренние механизмы роста. Как было показано на рис. 27, 28, 32, в основе роста корпоративных облигаций с начала 2004 г. до июля 2008 г. лежала стратегия *safty trading*, осуществлявшаяся российскими банками и иностранными хедж-фондами. С августа 2008 г. по настоящее время рост рынка рублевых облигаций основан на денежной ликвидности, сконцентрированной в банках в результате оказания им антикризисной поддержки государством при стагнации роста кредитных портфелей. Заметную роль в росте рынка рублевых облигаций с середины 2000-х годов играл рынок прямого РЕПО с участием Банка России и межбанковского РЕПО, с помощью которых банки получили возможность занимать краткосрочные ресурсы для долгосрочных вложений в облигации.

Одним из обязательных условий при выпуске корпоративных облигаций в большинстве случаев являлась гарантия эмитентов в форме оферты, предоставлявшая владельцам облигаций право на предъявление их к выкупу эмитентом через один–три года с момента размещения ценных бумаг. Подобные оферты по существу меняли природу долгосрочных облигаций, превращая их в инструменты относительно краткосрочных финансовых ресурсов. Ресурсы, привлекаемые с помощью выпуска облигаций, активно использовались эмитентами для осуществления финансирования сделок слияний и присоединений, рефинансирования кредитов, активной экспансии бизнеса и иных относительно краткосрочных целей. Из-за относительной краткосрочности облигационного финансирования и низкой доходности вложений в создание новых основных фондов, иных производственных активов роль облигаций в финансировании реального капитала являлась и до сих пор остается минимальной.

В табл. 26 отражены параметры рынка рублевых корпоративных облигаций в 2000–2009 гг., пересчитанные в долларовом выражении. Несмотря на быстрый рост объемов размещений корпоративных облигаций – с 1,1 млрд долл. в 2000 г. до 29,2 млрд долл. в 2009 г., объем данных средств, направляемых на прирост основного капитала, был крайне низким. Например, при общем объеме размещений облигаций в 2009 г. в размере 29,2 млрд долл. на приобретение основных средств из этой суммы было направлено лишь 0,1 млрд долл., или 0,27% от объема размещенных облигаций. Всего же за 2000-е годы доля объемов выпусков корпоративных облигаций, направляемых в основной капитал, колебалась в диапазоне от 0,00 до 3,43%.

Таблица 26

**Параметры рынка рублевых корпоративных облигаций
(млрд долл.)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Капитализация	1,6	2,5	3,3	4,8	8,9	17,0	33,2	49,2	67,0	80,5
Вторичный рынок, включая РЕПО	0,2	1,1	2,3	8,2	14,7	44,2	134,9	371,1	457,4	295,8
Размещения	1,1	0,8	1,5	2,6	4,9	9,2	17,1	17,9	16,1	29,2
В основной капитал	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1
То же в % к капитализа- ции	0,00	0,00	1,67	2,32	1,63	1,86	0,18	0,49	0,26	0,10
То же в % объему раз- мещения	0,00	0,00	3,59	4,33	2,98	3,43	0,36	1,34	1,10	0,27

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

Влияние IPO акций на экономику

Более эффективным инструментом привлечения средств для финансирования основных фондов, чем выпуск корпоративных облигаций, являются публичные размещения акций в форме IPO и SPO. Это обусловлено тем, что средства от проведения IPO являются более долгосрочными. В табл. 27 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. 18,6% было направлено компаниями на приобретение основных фондов, в 2007 г. данный показатель снизился до 11,1%. В отдельные годы, например в 2008 г., на основные фонды направлялось 89,7% поступлений от IPO; в 2005 г. – 61,7%; в 2009 г. – 51,2%. Однако общие объемы поступлений от IPO в эти годы были незначительными, соответственно 1,9 млрд долл., 5,2 млрд долл. и 1,7 млрд долл. Значительная часть ресурсов, привлекаемых на фондовом рынке, направлялась на выкуп бизнеса у прежних собственников, рефинансирование долгов и обслуживание сделок слияний-поглощений, включая приобретение крупных пакетов акций.

Таким образом, говорить о том, что значительная часть поступлений от размещения акций и тем более корпоративных облигаций способствует модернизации экономики и ее росту, пока не приходится. Более того, объем средств, которые компании привлекают с помощью размещения акций и корпоративных облигаций и затем направляют на

приобретение основных фондов, составляет ничтожную часть в источниках финансирования основных средств. Об этом свидетельствуют данные *рис. 61* об источниках финансирования инвестиций в основные фонды.

Таблица 27

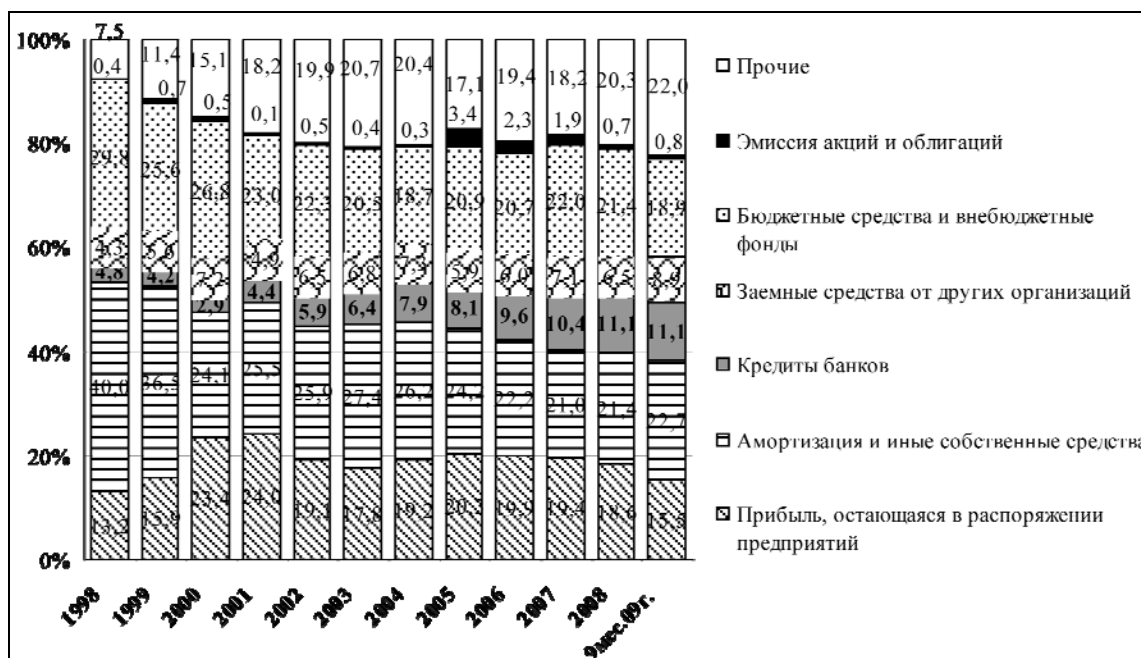
Параметры рынка акций российских компаний (млрд долл.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Капитализация	40,7	74,6	105,5	176,3	230,0	549,0	1057,0	1503,0	397,0	642,8
Вторичный рынок, включая иностранные биржи	46,7	49,4	86,8	188,3	541,3	374,0	914,2	1687,1	1982,5	1155,7
ИПО акций	0,5	0,2	1,3	0,6	3,0	5,2	17,0	33,0	1,9	1,7
В основной капитал	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	3,2	3,2	3,6	1,7	0,9
То же в % к капитализации	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,3	0,2	0,4	0,1
То же в % объеме ИПО	36,1	26,9	12,6	24,6	4,0	61,7	18,6	11,1	89,7	51,2
Объем сделок слияний-поглощений	5,0	12,4	17,9	32,3	27,0	60,4	61,9	125,9	110,4	38,1*

* Оценка.

Источник: расчеты автора по данным ММВБ, Банка России, Росстата, www.mergers.ru

Главными источниками финансирования основных средств компаний реальной экономики остаются их собственные накопления, помощь государства, внебюджетные фонды и кредиты банков. На их долю в 2009 г. приходилось 68% всех источников инвестиций в основные фонды. В течение 2000-х годов 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 2008 г. и 2009 г. данный показатель составлял соответственно 0,7 и 0,8%.



Источник: расчеты по данным Росстата.

Рис. 61. Структура источников инвестиций в основные фонды

Судьба фондов прямых инвестиций и венчурных фондов

Проблемой российской экономики с точки зрения перспектив ее модернизации является слабость индустрии фондов прямых инвестиций (private equity) и венчурных фондов. Данные категории фондов, работающих с российскими компаниями, можно подразделить на фонды, созданные в офшорных зонах за рубежом (Svarog Capital Advisors, Russia Partners, Delta Private Equity Partners, Baring Vostok Capital и др.), и закрытые паевые инвестиционные фонды, осуществляющие деятельность на основании Федерального закона «Об инвестиционных фондах». По состоянию на середину 2009 г., по оценкам журнала «Финанс», стоимость первой группы фондов составляла около 3 млрд долл.¹, второй, по данным Национальной лиги управляющих, около 75 млрд руб.²

О причинах слабого уровня развития фондов прямых инвестиций в России говорят результаты опроса 72 инвесторов глобальных фондов прямых инвестиций, проводимого международной аудиторской компанией KPMG с декабря 2008 г. по февраль 2009 г.³ На вопрос о том, выглядит ли Россия более привлекательной для вас, чем другие страны БРИК, 58% респондентов ответили отрицательно. Среди главных причин, препятствующих сделкам данных фондов в России в 2009–2010 гг., инвесторы назвали: макроэкономическую нестабильность – 89% опрошенных; законодательные/регуляторные ограничения – 30%; нереалистичные ценовые ожидания вендоров – 23%; политические риски – 16%; недостаток квалифицированных управляющих – 16%. К этому стоит лишь добавить, что рынок сделок private equity в настоящее время «монополизирован» крупными олигархическими корпорациями, что затрудняет вхождение в него независимых рыночных структур, включая крупнейшие глобальные фонды прямых инвестиций, что искусственным образом сдерживает конкуренцию в данной сфере и привлечение современных зарубежных технологий.

Что касается закрытых ПИФов прямых инвестиций, то перспективы их развития пока под сомнением. В соответствии с законодательством об инвестиционных фондах любая информация о ПИФах прямых инвестиций как фондов, предназначенных лишь для квалифицированных инвесторов, в конце 2009 г. перестала быть публичной. Согласно требованиям ФСФР России фондовые биржи создают специализированные секции торгов для квалифицированных инвесторов, участникам которых будет доступна информация о таких фондах. В этой ситуации непонятно, как будут узнавать о действующих и новых ПИФах прямых инвестиций их потенциальные инвесторы, не имеющие статуса «квалифицированных», включая иностранных инвесторов. Данные фонды оказались вне поля зрения аналитиков и специалистов из академических институтов. По нашему мнению, искусственно введенные ФСФР России информационные барьеры о деятельности ПИФов прямых инвестиций приведут лишь к резкому снижению интереса к ним потенциальных инвесторов, что отрицательно скажется на перспективах развития данных фондов в России.

¹ Головин А. Прямые инвестиции при смерти // Финанс. 2009. № 27–28 (310–311). 27 июля – 16 августа.

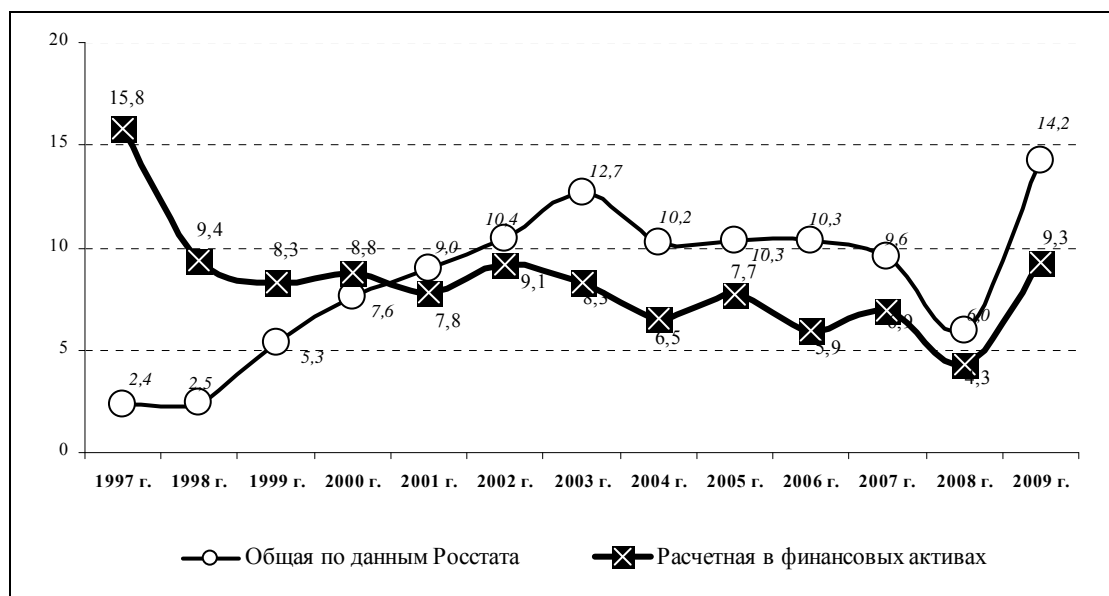
² В настоящее время, согласно требованиям ФСФР России, закрытые ПИФы прямых инвестиций отнесены к категории фондов для квалифицированных инвесторов, реклама которых запрещена. По этой причине публичные информационные ресурсы о ПИФах www.nlu.ru и www.investfunds.ru прекратили публикацию статистики о данной категории ПИФов.

³ Головин А. Прямые инвестиции при смерти // Финанс. 2009. № 27–28 (310–311). 27 июля – 16 августа.

Созданию и развитию частных фондов прямых инвестиций и венчурных фондов в России также препятствует отсутствие государственной стратегии инновационного развития. В настоящее время в стране, по данным Министерства образования и науки, зарегистрировано более 80 технопарков, еще больше – инновационно-технических центров, более 100 центров трансфера технологий, 10 национальных инновационно-аналитических центров, 86 центров научно-технической информации, свыше 120 бизнес-инкубаторов, 15 центров инновационного консалтинга, а также другие организации инновационной инфраструктуры¹. Такое изобилие инновационных структур трудно признать разумным. Дальнейшее развитие системы инноваций требует создания централизованных структур с их региональными представительствами, которые бы взяли на себя функции по координации усилий многочисленных структур по содействию продвижению новых технологий в экономику, а также раскрытию информации о возможностях инновационных организаций для предприятий разного профиля.

2.4.9. Влияние кризиса на систему внутренних сбережений граждан

Финансовый кризис стал серьезным испытанием для системы сбережений индивидуальных инвесторов. Кризис вызвал заметный рост склонности населения к сбережениям (доли доходов, направляемых в течение года на сбережения), о чем свидетельствуют данные *рис. 62*. Склонность населения к сбережениям, включая финансовые активы и недвижимость, определяемая Росстатом, выросла с 6,0% от доходов населения в 2008 г. до 14,2% в 2009 г. Рассчитываемая нами отдельно норма сбережений населения в финансовых активах² увеличилась за тот же период с 4,3 до 8,3%.



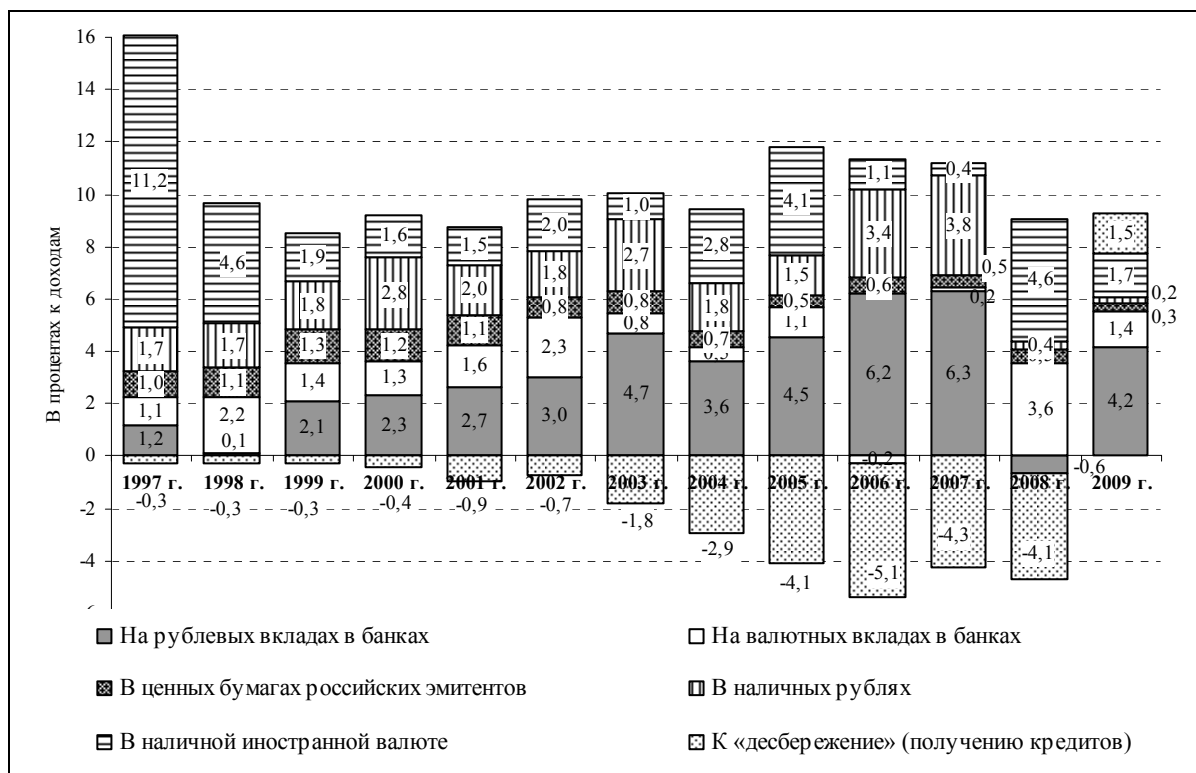
Источник: расчеты по данным Банка России и Росстата.

Рис. 62. Склонность населения к сбережениям в 1997–2009 гг. (%)

¹ Венчурное инвестирование. Business Guide // Коммерсантъ. 2009. 15 декабря.

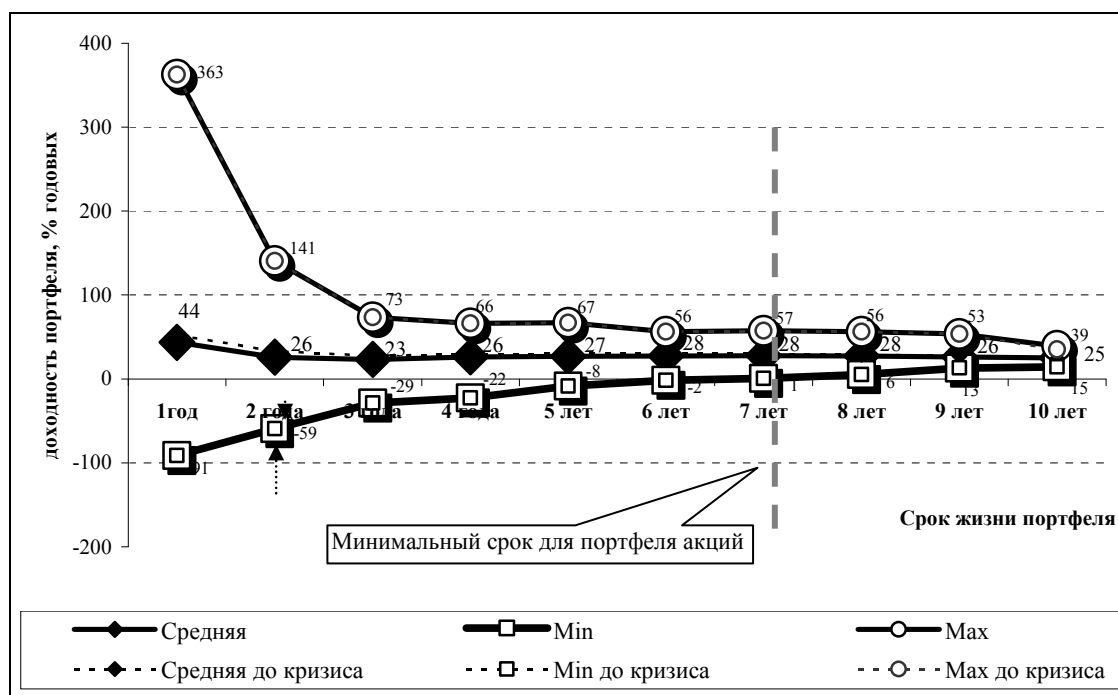
² Включает сбережения населения в рублевых и валютных депозитах, наличной иностранной валюте и рублях, ценных бумагах за «минусом» прироста кредитов, выданных населению.

Структура финансовых сбережений населения в финансовых активах приводится на рис. 63. Кризис 2008–2009 гг. существенно изменил структуру сбережений граждан. В начале кризиса в 2008 г. под впечатлением от резкого падения цен на акции и девальвации рубля население стало значительно меньше хранить рубли и даже сократило сбережения на рублевых депозитах в банках. Одновременно заметно выросли запасы наличных и вклады в иностранной валюте. В 2009 г. население рационализовало собственные сбережения. По мере прекращения девальвации и возобновления укрепления рубля существенно выросли сбережения на рублевых банковских депозитах, уменьшилась склонность к сбережениям в форме валютных депозитов и наличной иностранной валюты. Впервые за 2000-е годы позитивный эффект на норму сбережений оказал тот факт, что население серьезным образом сократило свою задолженность по кредитам. Склонность к сбережениям в ценных бумагах даже в условиях кризиса заметно не изменилась, оставшись на минимальном уровне 0,3–0,5% от доходов населения.



Источник: расчеты по данным ЦБР и Росстата.

Рис. 63. Склонность населения к сбережениям в 1997–2009 гг.



Источник: расчеты по данным РТС.

Рис. 64. Доходность (% годовых) портфелей «Индекс РТС» разной срочности за период с сентября 1995 г. по декабрь 2009 г.

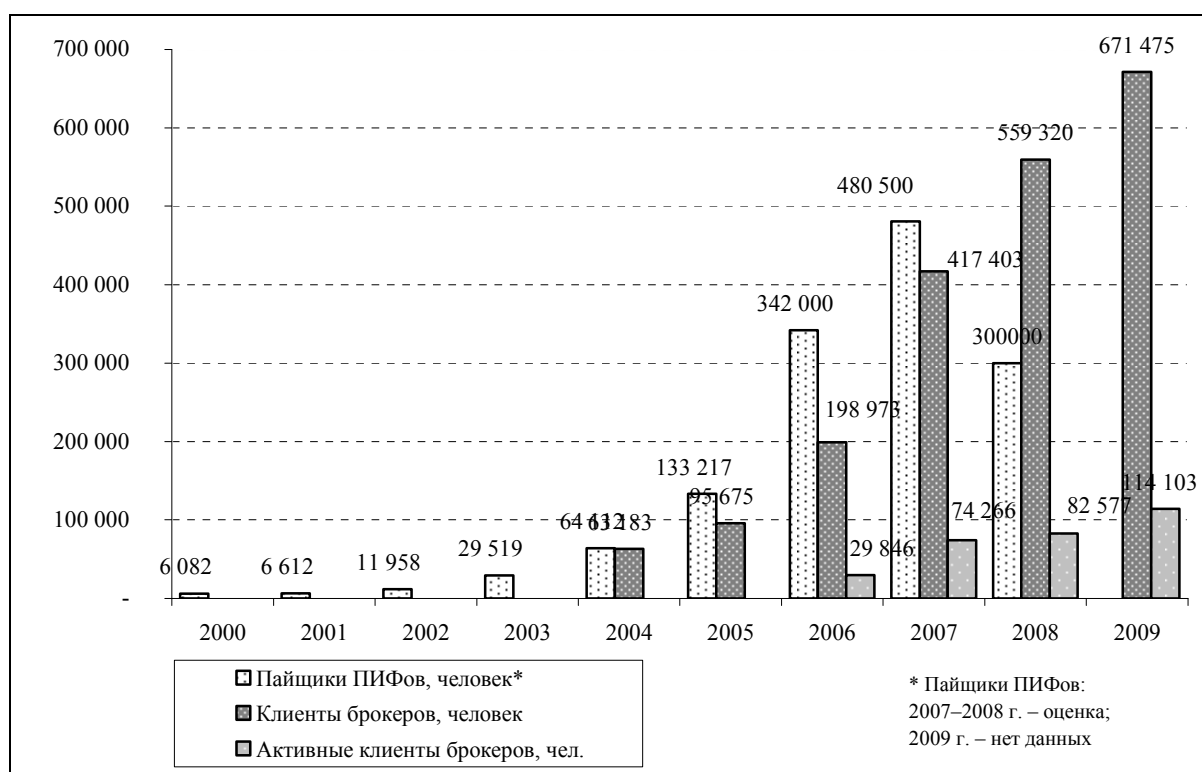
Чтобы сбережения граждан стали реальным катализатором роста внутреннего рынка, необходимо не только, чтобы миллионы людей пришли на рынок, но и чтобы подавляющее большинство из них реально поверили в потенциал долгосрочных стратегий сбережений сроком на 10, 20, 30 и более лет. Пока в данные стратегии верят немногие, несмотря на то, что именно такие стратегии в отличие от спекуляций могут приносить наибольшую выгоду неискушенным инвесторам. На рис. 64 приводятся данные о минимальной, максимальной и средней доходности портфелей различной срочности в индекс РТС на протяжении периода с сентября 1995 г. по декабрь 2009 г. Для сравнения пунктирными линиями показаны аналогичные кривые для периода с сентября 1995 г. по июль 2008 г., т.е. до начала последнего финансового кризиса.

Наиболее рискованным из приведенных является портфель вложений в индекс РТС сроком на один год. За 15 лет наблюдений максимальный доход по такому портфелю составил 363% годовых, а наихудший результат – снижение стоимости портфеля на 91%. В среднем за весь период вложения в годовые портфели приносили 44% годовых. Как видно на графике, по мере удлинения сроков вложений показатель среднегодовой доходности портфеля стабилизируется, а разрыв между наихудшими и наилучшими результатами доходности портфелей сужается. При вложениях в 7-летний портфель наихудший вариант, которого достигал инвестор при вложениях в индекс РТС, становится позитивным, равным 1% годовых. Это означает, что лишь при вложениях в индекс РТС на срок 7 лет и более инвесторы не столкнулись бы с фактом уменьшения рыночной стоимости портфеля. Именно по этой причине минимально разумный срок вложений в диверсифицированный портфель акций на российском рынке должен составлять 7 лет и более. При этом, как видно на рис. 64, нанесенные пунктиром кривые расчетов по

аналогичным портфелям за период, предшествовавший кризису 2008–2009 гг., практически совпадают с кривыми, составленными с учетом данного кризиса. Это говорит о том, что текущий кризис не повлиял на минимальные требования к срокам вложений в акции на российском рынке и на ключевые показатели доходности долгосрочных портфелей.

К сожалению, данные преимущества долгосрочного инвестирования на российском фондовом рынке остаются практически не востребованными. Основная масса инвесторов ориентируется на относительно краткосрочные стратегии. При заключении договоров с финансовыми посредниками и оказании брокерских услуг и услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг не принимаются в расчет минимально приемлемые для индивидуальных инвесторов сроки инвестирования в инструменты с повышенным рыночным риском.

На рис. 65 приводятся доступные данные о числе счетов индивидуальных инвесторов у брокеров и числе лицевого счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев ПИФов. К сожалению, в настоящее время НЛУ оперативно не раскрывается число рыночных пайщиков ПИФов. Однако если предположить, что число пайщиков ПИФов в 2009 г. существенно не сократилось по сравнению с 2008 г., то можно считать, что число индивидуальных инвесторов, совершающих сделки с ценными бумагами напрямую или с помощью коллективных инвестиций, в 2009 г. достигло одного миллиона.



Источник: расчеты по данным ММВБ, НАУФОР и НЛУ.

Рис. 65. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

Однако, по нашим оценкам, круг инвесторов, обладающих реальным инвестиционным потенциалом¹, куда уже. Из 671 тыс. клиентов брокеров в 2009 г. лишь немногим больше 25%, или около 170 тыс., обладали инвестиционным потенциалом. Среди пайщиков ПИФов инвестиционным потенциалом обладают лишь около 100 тыс. индивидуальных инвесторов. Из-за отсутствия внятной программы действий в рамках пенсионной системы, повышенной волатильности российского фондового рынка и неопределенностей в сфере экономической политики брокерские счета и счета доверительного управления еще долгое время не смогут стать средством аккумуляции долгосрочных накоплений граждан. При сохранении нынешней ситуации рост клиентской базы финансовых посредников скорее всего будет происходить за счет вовлечения в операции на фондовом рынке все большего числа инвесторов, готовых рисковать небольшими деньгами для извлечения краткосрочной прибыли.

* * *

2009 год стал периодом неожиданно быстрого восстановления российского финансового рынка. Более быстрое его восстановление, чем в 1998 г., предопределено тем, что период падения цен на нефть сейчас оказался вчетверо короче. Располагая огромными золотовалютными резервами, государство не допустило распространения финансового кризиса на банковскую систему и кредитный рынок.

В 2008–2009 гг. финансовый рынок устоял. Правительство и Банк России проявили чудеса изобретательности в применении разнообразных инструментов банковской поддержки, начиная от предоставления беззалоговых кредитов и заканчивая прямыми вложениями в собственный капитал банков. Не менее важно то, что основная масса средств банкам была предоставлена на возвратной основе, и уже к концу 2009 г. Банк России и Минфин наполовину вышли из банков. Однако банки были сохранены в том виде, в каком они были до кризиса. Триллионные суммы поддержки никак не отразились на повышении эффективности банковской деятельности. По эффективности банковской системы и ее способности кредитовать реальную экономику Россия является явным аутсайдером международных рейтингов конкурентоспособности экономики и финансовой системы. Очевидно, что современная банковская система неспособна решать задачи экономической модернизации страны. По мере свертывания государством мер по антикризисной поддержке банков все более явной становится проблема отсутствия ясных перспектив у банков в части источников их финансирования. Внутренние ресурсы слишком дорогие, *swap trading* пока не работает, прямые иностранные инвестиции в банковский сектор не поступают. По мере выхода из кризиса перед правительством все более явно встает проблема проведения реформы банковской системы, от которой оно упорно пыталось убежать во все 2000-е годы.

Не менее серьезные проблемы кризис обнаружил на фондовом рынке. Во время кризиса стало ясно, что бурный рост цен акций, высокая ликвидность, низкие ставки заимствования эмитентами средств на рынке облигаций, проведение успешных IPO и SPO акций в значительной мере были результатами роста цен на энергоресурсы и притока в страну спекулятивных портфельных инвестиций из-за рубежа. Устойчивого притока

¹ По нашему мнению, к таким инвесторам относятся лица с совокупной стоимостью инвестиционных активов в сумме 25 тыс.долл. и выше.

прямых иностранных инвестиций достичь так и не удалось. Российский фондовый рынок остается непригодным для крупнейших консервативных иностранных инвесторов. Накопительная пенсионная система не работает. Доверие населения к ценным бумагам находится на крайне низком уровне. Коллективные инвестиции теряют средства, эффективность данной индустрии существенно уступает зарубежным аналогам не только на развитых рынках, но и в других странах БРИК.

Использованные в 2008–2009 гг. меры антикризисной поддержки фондового рынка были заметно скромнее, чем для банковской системы. Да и эффективность многих мер вызывает сомнения. В частности, использование 175 млрд руб. на поддержку фондового рынка в октябре 2008 г. – декабре 2009 г. скорее можно рассматривать как необычайно льготный маржинальный кредит государства ВЭБу, чем действенную меру поддержания цен акций. Вряд ли заметные результаты принесли запреты на осуществление сделок без покрытия и ограничения маржинального кредитования. Вместе с тем Банк России и ФСФР приложили немало усилий не только для сохранения устойчивости рынка рублевых облигаций в 2009 г., но и для того, чтобы он стал рекордным по объемам размещения корпоративных облигаций, которые на время кредитного «тромба» стали источником вложений свободной ликвидности банков.

По мере преодоления финансового кризиса финансовому рынку предстоит решать качественно более сложные задачи модернизации экономики и финансирования инноваций. Очевидно, что ни банковской системе, ни внутреннему фондовому рынку в их нынешнем виде решать данные проблемы не под силу. В 2000-е годы система финансового посредничества в России сформировалась для обслуживания краткосрочных спекулятивных стратегий. Низкий уровень доходности вложений в производственный капитал и высокая доходность финансовых вложений все больше отдаляла интересы финансовых посредников от реальной экономики. Неудачная попытка проведения пенсионной реформы, централизация внутренних сбережений в виде суверенных фондов благосостояния и вынуждение компаний и банков прибегать к массированным заимствованиям за рубежом в итоге не позволили превратить внутренние накопления в источник роста российских банков и инвестиционных компаний. Российские банки и иные финансовые посредники становятся все менее конкурентоспособными по сравнению с глобальными игроками.

В такой ситуации более насущным становится вопрос не столько о том, чтобы усилить роль российских финансовых институтов в модернизации экономики, сколько о проведении глубокой модернизации самих финансовых институтов. Целью ее должно стать создание конкурентоспособных не только на внутреннем, но и глобальном рынке банков, небанковских финансовых холдингов, пенсионных фондов и страховых организаций. Другим направлением может быть разработка стратегии встраивания российских посредников в цепочки создания стоимости глобальных финансовых институтов при попытке обеспечения высокого уровня локализации при оказании глобальными иностранными компаниями финансовых услуг на территории России.

Для достижения позитивного результата на данных направлениях развития финансового посредничества нужно найти новые инструменты повышения эффективности воздействия государства на внутренний финансовый рынок. Ускорение инноваций не только на финансовом рынке, но и в экономике является типичным «провалом» рынка, где сам по себе рынок, его «невидимая рука» не в силах преодолеть данную проблему.

Для этого нужно государственное вмешательство в экономические процессы, налаживание эффективного партнерства государства и бизнеса. Однако это требует нового качества услуг государства, понимания им современного бизнеса, современных методов стратегического планирования и маркетинга на уровне отраслей и сфер экономики. Если мы хотим иметь конкурентоспособные на глобальном уровне банки и финансовые холдинги, регулирующие органы должны совершить скачок через две ступеньки: от нынешнего качества, где правоприменение и усилия по повышению конкурентоспособности внутреннего рынка находятся на посредственном уровне, к действенному надзору, умному и эффективному вмешательству в стратегию развития бизнеса.

Новым инструментом преобразования отрасли финансовых услуг могли бы стать пятилетние стратегии (планы) ее развития. В отличие от действующей Стратегии развития фондового рынка РФ на период до 2020 г. пятилетние отраслевые стратегии должны быть в большей мере похожи на планы, которые делаются на уровне компаний, с конкретными цифрами по годам «пятилетки», описанием целей, задач и способов их достижения, подробным анализом рынка и его сегментов, спроса и предложения на рынке разных финансовых услуг, определением сводных доходов и капитализации отрасли финансовых посредников. Те или иные законодательные, финансовые и организационные инициативы, которые рождаются на отраслевом уровне, должны просчитываться с точки зрения их влияния на показатели пятилетних планов. Иными словами, те подходы к стратегическому планированию, которые все более активно применяются на уровне компаний, необходимо применять на уровне отраслей.

Другим направлением повышения роли финансового рынка в области модернизации экономики могло бы стать поэтапное создание централизованной системы инноваций, в рамках которой могли бы координироваться усилия различных финансовых институтов, заинтересованных в рыночных инвестициях в компании и отрасли новой экономики.

2.4.10. Инвестирование пенсионных накоплений в системе обязательного пенсионного страхования

В 2009 г. динамика стоимости активов в накопительной составляющей обязательной пенсионной системы носила неравномерный характер. В I квартале 2009 г. их стоимость без учета страховых взносов, аккумулируемых в Пенсионном фонде России (ПФР), продолжила снижение, начавшееся осенью 2008 г. Как видно из данных, приведенных в *табл. 28*, снижение составило 1,7% (381,6 против 387,8 млрд руб.)¹. Во II квартале динамика активов вновь приобрела положительный характер. Увеличение стоимости активов за квартал составило 38% (526,6 против 381,6 млрд руб.). Наибольший вклад в прирост внес перевод средств страховых взносов из ПФР, который он осуществил в самом конце квартала, после получения от Минфина компенсации от снижения стоимости облигаций федеральных займов, в которые были вложены указанные средства. Чистый приток средств из ПФР в управляющие компании за II квартал составил 112,5 млрд руб. из 145 млрд руб., на которые увеличились активы. Таким образом, к середине 2009 г. стоимость активов в накопительной составляющей обязательной пенсионной системы была на 31,6% выше максимального докризисного уровня,

¹ Здесь и далее использованы данные Пенсионного фонда России, Федеральной службы по финансовым рынкам, Внешэкономбанка.