

Юрий ДАНИЛОВ,
эксперт Центра
стратегических разработок

Почему нам нужна реформа финансовых рынков?

Занимаясь подготовкой «Стратегии развития 2018–2024» в Центре стратегических разработок, мы выявили и обосновали острую необходимость кардинальной реформы в области финансовых рынков. Это связано как с текущей ситуацией в самом финансовом секторе, так и в экономике в целом, в том числе с учетом существующих глобальных вызовов. Предложенная программа реформ включает ряд мер, которые затронут и рынок облигаций — мы полагаем, что необходимо углубление и расширение процесса «бондизации» экономики.

ЗАЧЕМ НУЖНА РЕФОРМА? — ЧТОБЫ ВЫВЕСТИ ИЗ ДЕПРЕССИИ НЕБАНКОВСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Емкость и ликвидность российских финансовых рынков, которые формируют долгосрочные инвестиционные ресурсы, снижаются по отношению к ВВП по некоторым показателям и в абсолютном выражении. Ухудшаются качественные параметры рынков. Соотношение годового объема биржевых рыночных сделок и стоимости инструментов в обращении за период 2011–2016 годов сократилось на рынке акций с 0.76 до 0.24, на рынке облигаций — с 1.53 до 0.6. Доля рыночных сделок на фондовом рынке становится все более незначительной: доля сделок РЕПО на рынке акций выросла до 95.4%, в сегменте корпоративных облигаций, облигаций субъектов федерации и муниципальных облигаций — до 97.5%. По уровню ликвидности фондового рынка в последние годы отставание России от конкурентов в глобальном масштабе стало катастрофическим. Если в 2011 году доля России в совокупном объеме биржевой торговли акциями развивающихся рынков составляла 5.1%, то в 2016 году — всего 0.5%. Российский рынок становится все менее значимым для глобальных инвесторов.

Другими словами, мы видим постепенное умирание в РФ финансовых рынков, на которых происходит капиталообразование. После 2011–2012 годов в России растут финансовые рынки, дающие наибольший потенциал для спекулятивных операций крупнейшим банкам с избытком капитала. Основу биржевого оборота составляют валютный и денежный рынки, а рост емкости срочного рынка происходит в основном за счет увеличения его валютного сегмента.

Тенденция к умиранию капитальных финансовых рынков в России сформировалась в значительной степени под воздействием неблагоприятных изменений в институциональной структуре финансового сектора. Небанковский финансовый сектор в России в настоящее время находится в состоянии глубокой депрессии. В большинстве сегментов этого сектора наблюдается значительное сокращение количества небанковских финансовых организаций. Совокупные активы небанковских финансовых организаций составляют около 10% от совокупных активов всех финансовых организаций (самый низкий уровень среди 50 крупнейших национальных

финансовых рынков). Институциональные инвесторы, являющиеся основными поставщиками капитала, в России так и остались статистической погрешностью: по соотношению активов взаимных инвестиционных фондов и ВВП Россия уступает своим конкурентам по группе БРИКС в 80–600 раз; по соотношению премий страхования жизни и ВВП — в 12–75 раз. По единственному сегменту, в котором Россия по аналогичному показателю (автономные пенсионные фонды) опережает Китай и Индию, российское же правительство нанесло сокрушительный удар, заморозив пенсионные накопления.

ЗАЧЕМ НУЖНА РЕФОРМА? — ЧТОБЫ ОБЕСПЕЧИТЬ ДОЛГОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ

Неблагоприятные изменения на уровне финансового сектора оказывают все более негативное влияние на всю социально-экономическую систему, снижая ее устойчивость в глобальном контексте. Объем инвестиционных ресурсов, перераспределяемых финансовой системой, в настоящее время совершенно недостаточен, их длина крайне мала, а стоимость долговых ресурсов устойчиво превышает рентабельность производства подавляющего большинства отраслей экономики. То, что доля собственных средств предприятий и доля банковских кредитов в структуре инвестиций в основной капитал находятся на исторических максимумах, свидетельствует об остроте проблемы капиталообразования. Попытка решить ее через «форсаж» приведет к тому, что неустойчивость банковского и корпоративного секторов экономики достигнет критической отметки. Другие социально-экономические функции финансового сектора России (кроме функции капиталообразования) — трансформация рисков, аллокация ресурсов и сохранение стоимости, справедливое ценообразование — в настоящее время выполняются недостаточно эффективно и полно.

Российская экономика сегодня значительно хуже, чем перед кризисом 2008 года защищена от неблагоприятных изменений на мировых рынках. Причина этого — структурные изменения финансового сектора, в результате которых снижается доля сегментов, абсорбирующих внешние шоки, и активно растет доля сегментов, беспрепятственно транслирующих эти шоки.

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕФОРМЫ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Все это определяет необходимость кардинальной реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора, в рамках которой мы выделили пять основных направлений:

1) повышение уровня защиты инвесторов и других клиентов финансовых организаций с использованием успешного мирового опыта;

2) повышение полноты рынка (использование новых инструментов и новых продуктов и услуг, повышение ликвидности существующих сегментов рынка, масштабное вовлечение активов в финансовый оборот);

3) опережающее развитие небанковских финансовых институтов (изменение структуры сбережений населения, повышение финансовой доступности, снижение транзакционных издержек);

4) стимулирование корпоративного сектора к использованию финансового рынка как источника долгосрочных инвестиций;

5) модернизация системы регулирования и надзора финансового сектора (усиление поведенческого надзора, снижение издержек, инвесторов и надзорных издержек; устранение конфликтов интересов).

Обязательными условиями успешности реформ финансового сектора являются меры более высокого уровня: совершенствование государства, улучшение инвестиционного климата, сокращение доли государства в экономике, создающее необходимые условия для роста финансовой глубины.

Важно отметить, что при разработке реформы финансовых рынков особый упор сделан на привлечение сбережений домохозяйств, что, на наш взгляд, будет способствовать переходу к модели инклюзивного экономического роста, которая, как следует из теории, способна обеспечить, во-первых, более высокие долгосрочные темпы этого роста, и во-вторых, сокращение неравенства.

МЕРЫ В ОБЛАСТИ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

В рамках мер, которые затронут рынок облигаций, предполагается создать условия для активизации выпуска секьюритизированных продуктов (основанных в том числе на недвижимости и рентных потоках, драгоценных металлах, квотах, товарах на складе) и структурных инструментов (продукты с полной или частичной защитой капитала и др.). При этом необходимо учитывать, что эти инструменты, выпускаемые как облигации, одновременно несут риски, характерные для высокорисковых производных финансовых инструментов. Российское законодательство предполагает, что финансовый инструмент может быть либо ценной бумагой, либо производным финансовым инструментом, что затрудняет адекватное раскрытие информации и надлежащее уведомление инвесторов о рисках. Ситуация усложняется тем, что Банк России, сталкиваясь с нетривиальными проблемами, предпочитает использовать запреты, а не находить интеллектуальное win-win решение.

Для роста залоговой массы (и, соответственно, расширения возможностей финансирования малого и среднего бизнеса, в том числе за счет выпуска обеспеченных и доходных облигаций) необходимо обеспечить активам (в том числе лежащим в основе секьюритизированных продуктов) рыночную оценку за счет организации биржевой торговли соответствующими инструментами, упрощения выпуска и обращения складских расписок и так далее.

Требуется реализовать ряд мер по расширению предложения облигаций с инвестиционными характеристиками, на которые есть запрос со стороны домохозяйств (индексированные облигации), в том числе за счет расширения спектра долговых инструментов, выпускаемых государственными (индексированные по нефти, по золоту, по доллару облигации) и субфедеральными (проектные облигации) заемщиками.

На наш взгляд, реализация этих мер приведет к расширению спектра инструментов облигационного рынка и, соответственно, к увеличению его объема за счет привлечения новых инвесторов и реципиентов инвестиций.