Александр КУДРИН,
соучредитель,
GKEM Analytica

Новая надежда рынка

Динамика развития российского рынка ценных бумаг в последние годы была удручающей. Вялые темпы роста экономики и геополитические проблемы снизили интерес инвесторов, прежде всего зарубежных, что стало причиной падения оборотов вторичных торгов и сокращения объемов размещений еврооблигаций и акций. Тем не менее в сложившейся непростой ситуации есть надежда на то, что отечественные частные клиенты в обозримой перспективе увеличат свою активность и станут новым драйвером для развития финансового рынка.

УХОД ИНОСТРАНЦЕВ КАК СТРУКТУРНАЯ ПРОБЛЕМА

Прошедший год оказался весьма непростым для российского финансового рынка. Не было проведено ни одного первичного размещения акций (примечательно, что такой печальный результат был зафиксирован впервые с 2001 года), а на рынке долговых обязательств был отмечен массовый исход иностранных инвесторов из сегмента ОФЗ (где их доля сократилась с 33.1% по состоянию на начало 2018 года до примерно 24.5% в конце года). Снижение интереса к отечественным ценным бумагам со стороны международных игроков во многом объяснялось как сохраняющимся риском ужесточения санкций (который, как показал пример «Русала», в худшем случае может обернуться прямым запретом на владение любыми ценными бумагами эмитента), так и отсутствием яркой истории экономического роста в стране. Если добавить к этому рост процентных ставок в США в 2018 году, то отток средств иностранцев с российского рынка и снижение интереса к нему не выглядит большой неожиданностью.

Сокращение базы инвесторов за счет ухода нерезидентов помимо очевидного ухудшения ликвидности вторичного рынка и, как следствие, снижения доходов его участников ставит вопрос о дальнейших перспективах российского сегмента ценных бумаг. Дело в том, что локомотивом развития рынка традиционно являлись крупные иностранные институциональные инвесторы. В нынешней же ситуации, когда геополитическая обстановка не позволяет рассчитывать на какое-либо смягчение санкционного режима в обозримом будущем, ожидать значительного притока зарубежных денег не приходится. Более того, их дальнейший отток и снижение интереса к России как к объекту для вложений ресурсов выглядит вполне правдоподобным сценарием. В него, судя по всему, верит

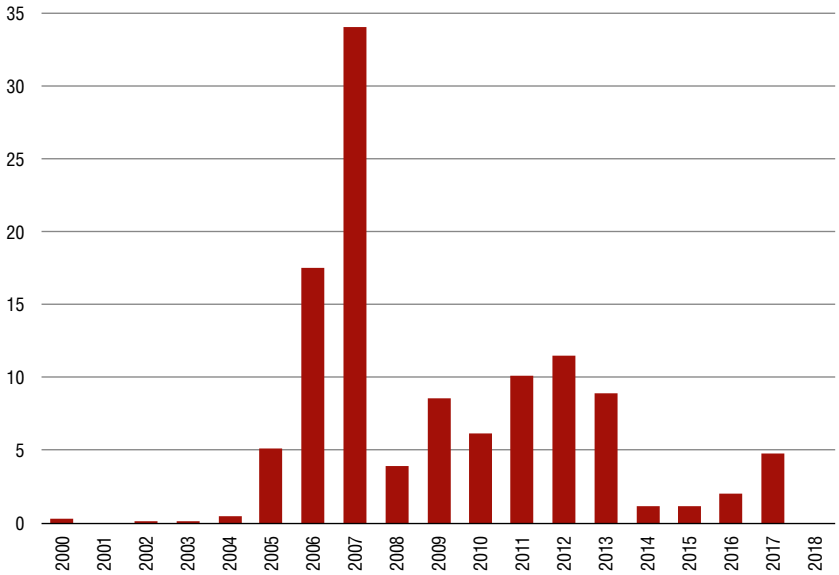
и большинство иностранных инвестиционных банков, которые последовательно сокращают свое присутствие в Москве.

Таким образом, становится очевидно, что иностранные институциональные инвесторы вряд ли в ближайшем будущем будут драйверами развития российского рынка. В связи с этим встает вопрос: кто может их заменить? Достаточно очевидно, что без замещения иностранных инвесторов «альтернативной силой» этот сегмент ждет печальное будущее (небольшой объем первичных размещений, вялые вторичные торги и т. д.).

К счастью, в сложившихся экономических условиях начал реализовываться сценарий, при котором в России будут набирать вес две группы новых участников торгов. Речь идет о частных инвесторах и отечественных институциональных игроках (пенсионных фондах и страховых компаниях). Если последние благодаря усилиям регулятора в 2018 году уже в значительной степени перераспределили свои портфели в пользу облигаций (в первую очередь государственных) и стали значимой силой, то первым, несмотря на очевидный рост активности в прошлом году, еще предстоит сказать свое веское слово.

ВЫСОКИЕ ОЖИДАНИЯ

Россия в новейшей истории жила в условиях значительной инфляции, которая неизбежно порождала высокие процентные ставки в номинальном выражении. Если вспомнить, что до начала 90-х в стране не существовало рынка ценных бумаг, совершенно не удивительно, что основным инструментом для сбережений и инвестиций в РФ так и остались банковские вклады, альтернативы которым в советское время по сути не существовало. Однако очевидные успехи ЦБ РФ последних лет на ниве инфляционного таргетирования создали хорошие предпосылки для снижения процентных ставок и их последующей стабилизации. Есть все основания полагать, что в ближайшие годы ИПЦ в России будет оставаться в районе 4%. Исходя из этой предпосылки, вполне разумно ожидать, что ставки по банковским депозитам опустятся до 3–6% годовых в рублях и будут варьироваться в зависимости от срока вклада и надежности банка. Этот уровень скорее всего будет малопривлекательным для потребителей, которые исторически привыкли сберегать деньги под почти двузначный процент. Естественной реакцией с их стороны станет поиск альтернативных вариантов для вложения средств. Причем в основном речь идет о клиентах, которые до этого никогда не пробовали себя в роли инвестора. Одним из мотивов для многих может послужить низкий уровень доверия к пенсионной системе и желание создать «подушку безопасности» самостоятельно.

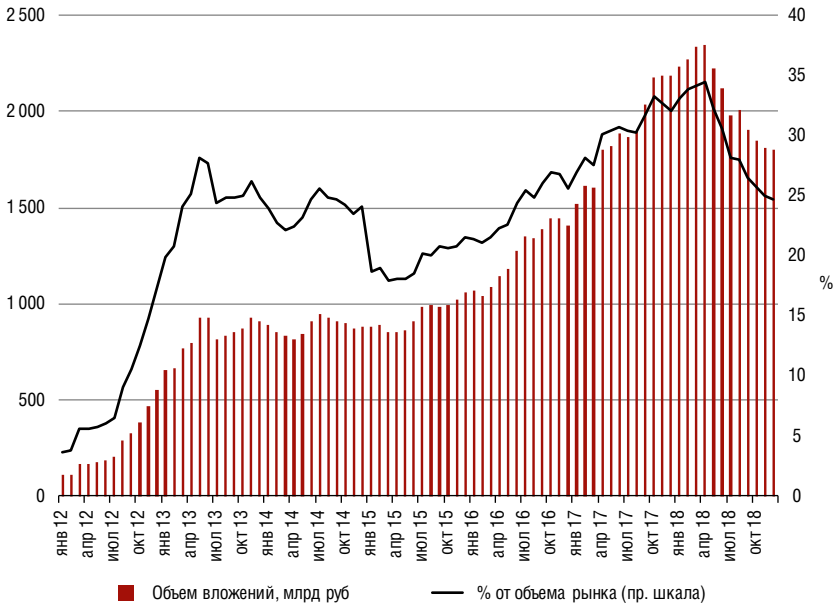


Источник: Preqveca

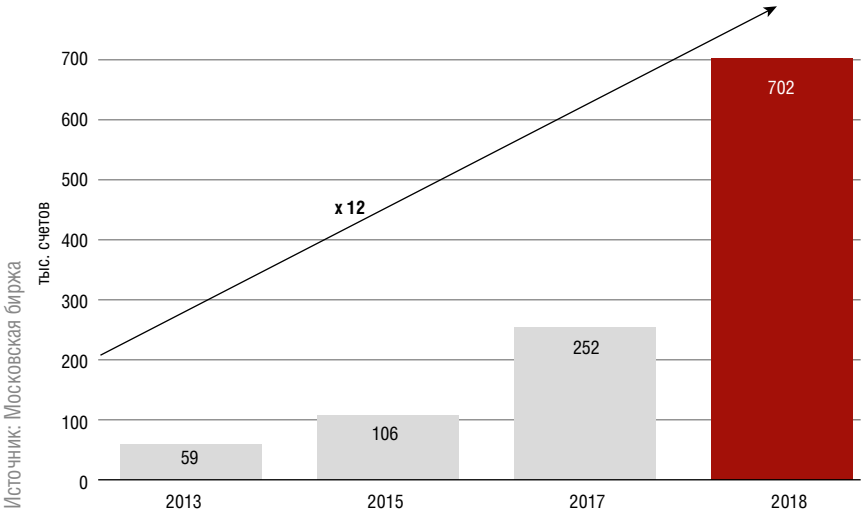
Рисунок 1
Размещение акций российскими компаниями, $ млрд

В какой-то мере эта тенденция стала проявляться уже со второй половины 2017 года. Об этом говорит, например, почти трехкратный рост числа новых клиентов на Московской бирже. После всплеска уровня процентных ставок в России в четвертом квартале 2018 года и ускорения инфляции можно предположить, что эта тенденция ненадолго

Рисунок 2
Вложения нерезидентов в ОФЗ



Источник: ЦБ РФ



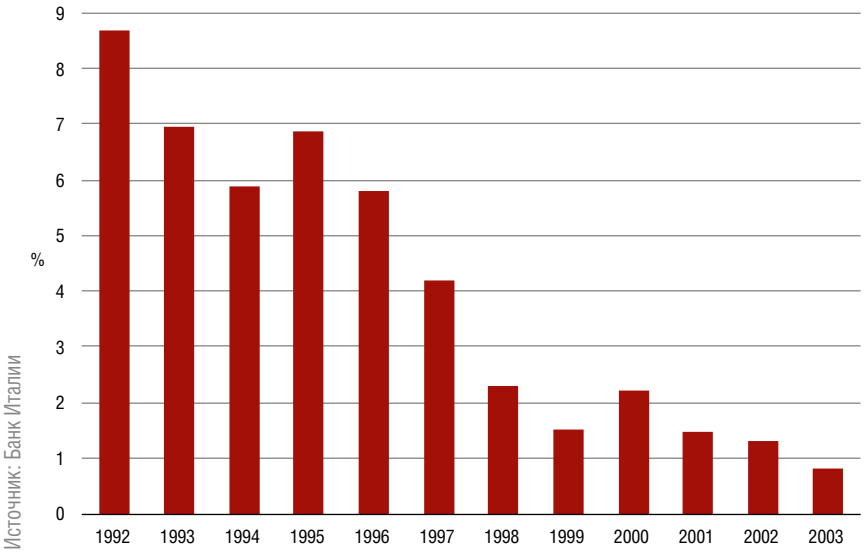
Источник: Московская биржа

Рисунок 3
Новые уникальные физ. лица, ранее не зарегистрированные на Московской бирже

замедлится. Однако на горизонте 6–12 месяцев есть все основания предполагать, что ставки на локальном рынке начнут снова снижаться и интерес к инвестиционным продуктам восстановится.

Любопытно, что схожая ситуация наблюдалась в середине 90-х годов прошлого века в Италии, когда в преддверии перехода на единую европейскую валюту (евро) ставки по банковским вкладам опустились с почти двухзначных значений до уровня 2–3% годовых. Ответом финансовой индустрии стало бурное развитие рынка структурных продуктов, ориентированных на частных инвесторов, преимущественно нот с защитой капитала. Именно поэтому массовое появление подобных инструментов на российском рынке в последние 2–3 года не стало большим сюрпризом. Судя по всему, основными потребителями этих продуктов стали

Рисунок 4
Средняя ставка по депозитам в Италии, % годовых



Источник: Банк Италии

либо люди, уже имевшие опыт работы на финансовом рынке, либо те, кто имеет представление о том, как он работает.

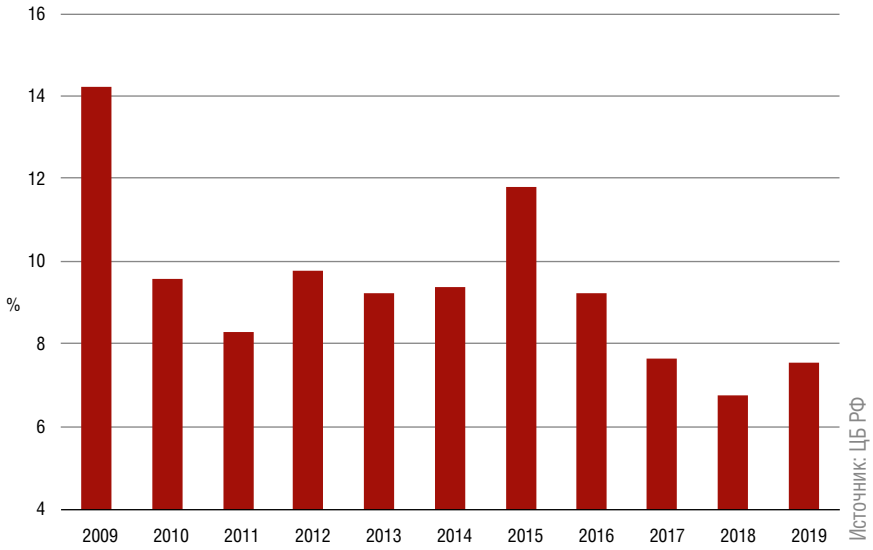
Вместе с тем структурные продукты ввиду своей сложности имеют явные ограничения в части их продвижения на массовый рынок, особенно когда речь идет о первом опыте перехода из депозита. Гораздо более подходящим инструментом для этой цели является облигация, эмитированная высококлассным заемщиком.

Стоит отметить, что крупные российские банки будут напрямую заинтересованы в развитии данного процесса при условии, что их вкладчики, мигрирующие в инвестиционные продукты, будут хранить свои активы у них же. В этом случае будет происходить замещение процентного дохода комиссионным, который является гораздо менее волатильным, а следовательно, более интересным для кредитной организации. Более того, банки смогут зарабатывать на размещении временно свободных остатков на счетах и операциях РЕПО с активами инвесторов. При этом они напрямую будут заинтересованы в том, чтобы клиент не потерял свои средства и будут всячески защищать его интересы. Успешный опыт лидеров индустрии в области e-banking дает основания полагать, что процесс инвестирования будет максимально комфортным для потребителя (собственно, существующие на данный момент сервисы полностью подтверждают этот тезис). Помимо этого они способны обеспечить необходимое финансирование для создания крупных площадок, marketplace и так далее, что позволит индустрии развиваться быстрее.

ФИНАНСОВЫЕ КОНСУЛЬТАНТЫ СДЕЛАЮТ РАЗНИЦУ

Эволюционный процесс миграции банковских вкладчиков в инвестиционные продукты может получить ускорение, если в России полноценным образом заработает индустрия финансовых советников (инвестиционных консультантов). Напомню, что законодательство, регламентирующее эту сферу деятельности, вступило в силу 21 декабря 2018 года. Пока не совсем понятно, как будут устранены его очевидные шероховатости, но при наличии доброй воли регулятора и очевидного спроса на этот вид сервиса со стороны инвестиционного сообщества продвинуться в этом

ОПТИМИСТИЧНЫЙ СЦЕНАРИЙ, ПРИ КОТОРОМ РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ПОЛУЧИТ В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ СТАБИЛЬНЫЙ ПРИТОК СРЕДСТВ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ, ВЫГЛЯДИТ ВПОЛНЕ РЕАЛЬНЫМ



Источник: ЦБ РФ

Рисунок 5
Максимальная процентная ставка по депозитам в рублях 10 крупнейших банков РФ

вопросе можно будет достаточно оперативно. В таком случае можно ожидать, что замещение депозитов ценными бумагами в структуре сбережений населения пойдет гораздо быстрее.

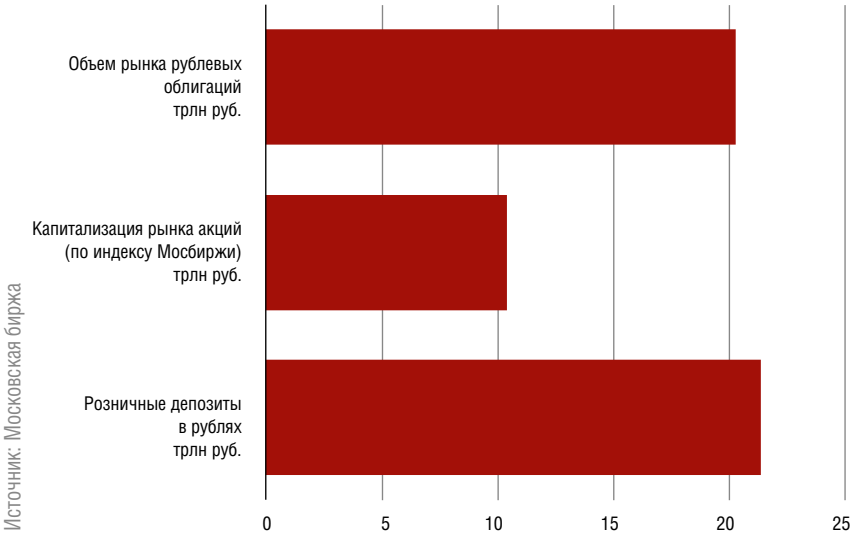
По факту, сейчас финансовое консультирование активно предоставляется частным клиентам многими участниками рынка, но по-прежнему остается в «серой» регуляторной зоне, что не позволяет эффективно защищать права инвесторов. В частности, очевидной проблемой является предоставление клиентам недобросовестных и/или слишком рискованных рекомендаций. Совершенно очевидно, что эта практика неизбежно приводит к финансовым потерям и разочарованию в инвестиционных продуктах, что может поставить крест на развитии данного сегмента рынка. Здесь уместно будет напомнить о печальном опыте индустрии паевых инвестиционных фондов (ПИФов), которая после кризиса 2008 года остановилась в своем развитии на несколько лет во многом из-за того, что структура активов большинства фондов оказалась чрезмерно рискованной.

Кроме того, не стоит забывать и об очевидном конфликте интересов, который возникает при рекомендации консультантом инвестиционного продукта, который был сгенерирован компанией, в которой он работает. В этом случае продавец получает еще и доход, который «зашит» в инструмент. Именно поэтому отделение комиссии за консультирование от иных видов деятельности и обязательство раскрывать конфликт интересов являются критически важными элементами нового регулирования, которые должны позволить рынку развиваться по цивилизованному пути. В этом же направлении двигаются и европейские страны, где первая и вторая части регулирования MIFID ориентированы на повышение прозрачности рынка и разделение комиссий за разные виды услуг.

Интересно, что ряд крупных зарубежных игроков индустрии private banking уже получили лицензию на инвестиционное консультирование. Можно предположить, что их примеру последуют и другие иностранные игроки, имеющие клиентов в России. Ведь отсутствие подобной лицензии может оставить их в «серой» зоне, что вряд ли понравится регулятору. Можно ожидать, что расширение присутствия в стране крупных иностранных игроков в качестве инвестиционных консультантов позволит принести в эту сферу лучшие практики зарубежных рынков.

Отдельно стоит упомянуть и инвестиционную аналитику, спрос на которую, очевидно, будет расти по мере активизации индустрии инвестиционных консультантов. Естественно, что встанет вопрос о качестве этого продукта. Значительная часть «аналитических отчетов», которые сейчас представлены на рынке, таковыми по сути не являются и представляют собой в лучшем случае дайджест рекомендаций сторонних компаний. В первую очередь речь идет о продуктах, описывающих зарубежные рынки. Понятно, что ответственности за качество и глубину исследований компаний и рынков (которые по факту были предоставлены третьей стороной) их составители не несут. Это создает проблему для инвесторов,

ПРОЦЕСС МИГРАЦИИ БАНКОВСКИХ ВКЛАДЧИКОВ В ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОДУКТЫ МОЖЕТ ПОЛУЧИТЬ УСКОРЕНИЕ, ЕСЛИ В РОССИИ ПОЛНОЦЕННО ЗАРАБОТАЕТ ИНДУСТРИЯ ФИНАНСОВЫХ СОВЕТНИКОВ



Источник: Московская биржа

Рисунок 6
Депозиты, рынки акций и облигаций

особенно если рекомендации оказались неудачными. В этой связи, возможно, стоит задуматься о том, чтобы сделать аналитику регулируемой деятельностью и/или повысить ответственность за распространение подобных продуктов.

НОВЫЙ ДРАЙВЕР РАЗВИТИЯ РЫНКА

Пожалуй, самым любопытным следствием развития индустрии финансовых консультантов может стать изменение направления потока средств уже работающих частных инвесторов. Не секрет, что на сегодняшний день подавляющее большинство последних стремится сформировать позиции на зарубежных рынках. Эта тенденция объясняется как желанием диверсифицировать российский риск (или в наиболее радикальном случае разочарованием в отечественной экономике в целом), так и ограниченностью возможностей, которые предлагает локальный рынок.

Однако переток средств из рублевых депозитов в инвестиционные продукты скорее всего будет предполагать сохранение валюты вложений. К тому же вкладчикам банков гораздо проще решиться на приобретение облигаций понятной ему отечественной компании, нежели, например, акций американских или китайских эмитентов. Если переток приобретет устойчивый характер, то неизбежно приведет к росту предложения вначале долговых инструментов, а потом и акций российских компаний. При этом место на этом рынке найдется не только для крупнейших корпораций, но и для относительно небольших фирм. Более того, нельзя исключать, что появятся «малые» размещения ценных бумаг относительно небольших эмитентов, которые будут приобретаться преимущественно частными инвесторами, которые живут в регионе присутствия компании.

Таким образом, в случае благоприятного развития событий уже через несколько лет емкость российского рынка ценных бумаг может заметно возрасти. При этом оборот торгов и объем первичных размещений будут увеличиваться, равно как и число торгуемых инструментов. При реализации данного сценария именно частный капитал станет полноценным драйвером развития всей финансовой индустрии. На этом фоне реалистичной выглядит даже переориентация части инвестиций российских клиентов, которые держат свои активы за пределами страны, в пользу отечественного рынка ценных бумаг.

Совершенно очевидно, что при этом получат существенный импульс для своего развития и смежные сектора, такие как, например, упоминавшаяся выше аналитика или управление активами. Действительно, большое количество частных инвесторов будут не готовы тратить много времени на отслеживание финансовых рынков и предпочтут готовое решение. Например, они могут доверить управление своим капиталом профессиональному участнику рынка (УК, НПФ и т. д.) или приобрести ETF (или его российский аналог БПИФ), объем которых в обращении в ближайшие годы будет расти экспоненциально. Дополнительный толчок получит и индустрия производных инструментов в самых разных их проявлениях (ноты с защитой капитала, ИСЖ и т. д.)

С НАДЕЖДОЙ НА ЛУЧШЕЕ

Оптимистичный сценарий, при котором российский финансовый рынок получит в ближайшие годы стабильный приток средств частных инвесторов, выглядит вполне реальным. Однако его реализация во многом зависит от совместных усилий и ответственного поведения как профессиональных участников, так и регулятора. Есть хорошие шансы придать мощный импульс развитию российского рынка ценных бумаг, который принесет доход всем его участникам и послужит одним из стимулов для роста экономики в целом.

> РЕАЛИСТИЧНОЙ ВЫГЛЯДИТ ДАЖЕ ПЕРЕОРИЕНТАЦИЯ ЧАСТИ ИНВЕСТИЦИЙ РОССИЙСКИХ КЛИЕНТОВ, КОТОРЫЕ ДЕРЖАТ СВОИ АКТИВЫ ЗА ПРЕДЕЛАМИ СТРАНЫ, В ПОЛЬЗУ ОТЕЧЕСТВЕННОГО РЫНКА