Российский финансовый рынок: движение на ощупь

Александр КУДРИН,
профессор НИУ ВШЭ

В результате событий 2022 года Россию ожидает глубокий экономический спад, а ее финансовым рынкам приходится спешно перестраиваться в поисках приемлемой формы существования в новых реалиях. Этот процесс осложняется еще и тем обстоятельством, что внешние переменные меняются с калейдоскопической быстротой, причем преимущественно не в лучшую сторону, что затрудняет задачу прогнозирования даже базовых экономических параметров. Тем не менее в той или иной форме рынок ценных бумаг в России будет существовать, и можно попробовать обозначить его контуры и вектор развития.

Отсутствие или радикальное сокращение предложения на первичном сегменте ОФЗ отрицательно скажется на ликвидности вторичного, а банковский сектор может начать испытывать дефицит ликвидных активов

БЮДЖЕТНАЯ ПЕРЕСТРОЙКА

Пожалуй, самым неожиданным санкционным решением, которое было принято западными странами в отношении России, стала «заморозка» части международных резервов ЦБ РФ. Этот беспрецедентный шаг был предпринят в числе первых, тогда как по своей сути он скорее относится к «крайним мерам» и предполагалось, что если он и будет реализован, то только после менее чувствительных решений. Не вдаваясь в логику принятия этого решения и оставляя за скобками вопрос об иммунитете резервов монетарных властей, стоит отметить, что последствия этого шага могут оказаться весьма чувствительными как в глобальном аспекте, так и в национальном. «Арест» средств регулятора, да еще и такого крупного, как ЦБ РФ, заставляет многие центральные банки стран категории EM как минимум задуматься о необходимости диверсификации вложений своих сбережений. С учетом того, что альтернатив традиционным объектам для инвестирования резервов (таковыми являются долговые обязательства крупнейших государств) не так уж и много, можно предположить, что спрос на сырьевые товары (включая золото), накопление объемов которых тоже может рассматриваться как своеобразная инвестиция, будет оставаться высоким. С другой стороны, приток средств из стран EM в ценные бумаги развитых стран может сократиться. Справедливости ради стоит отметить, что объем вложений иностранцев в US Treasuries в последнее время увеличивался преимущественно за счет стран с развитой экономикой (Рисунок 1). В силу сложившихся обстоятельств темпы их увеличения могут сократиться, что, в свою очередь, может усугубить проблему дефицита по счету текущих операций США.

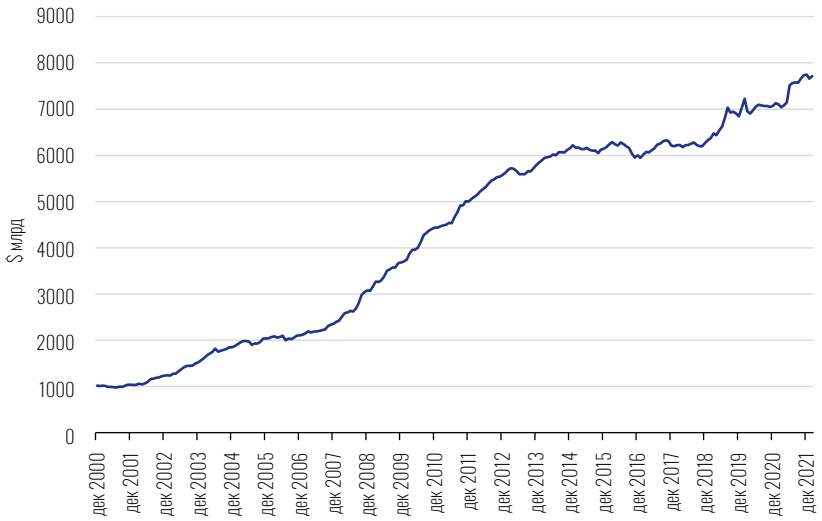


Рисунок 1
Вложения иностранцев в UST

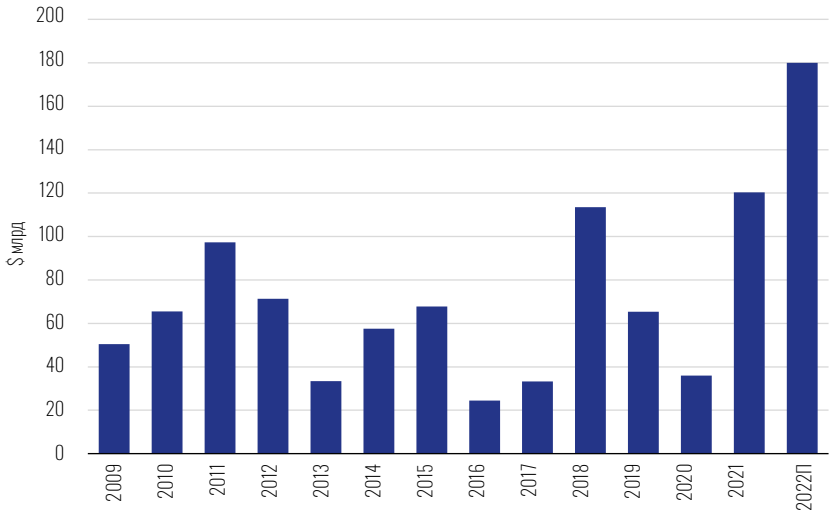
Источник: Минфин США

Для России же «заморозка» резервов ЦБ РФ имеет два важных аспекта. Во-первых, регулятор лишился возможности проводить валютные интервенции. Хотя за последние 7 лет он прибегал к этому инструменту напрямую лишь однажды — в конце февраля 2022 года, его наличие в арсенале всегда играло важную стабилизирующую роль. В нынешних условиях ЦБ РФ стал бороться с избыточной волатильностью на валютном рынке при помощи комплекса ограничительных мер по капитальным операциям. По всей видимости, использование этого достаточно сложного в управлении инструментария станет важным элементом политики регулятора в ближайшие годы.

Во-вторых, под вопросом оказывается и бюджетная конструкция. В последние годы в России действовало бюджетное правило, согласно которому избыточные нефтегазовые доходы аккумулировались в Фонде национального благосостояния (ФНБ), который технически является частью международных резервов ЦБ РФ. При этом на уровне федерального бюджета формировался дефицит, который покрывался, в первую очередь, за счет внутренних заимствований. В сложившихся условиях его действие было приостановлено, что выглядит абсолютно логичным шагом, учитывая ожидаемое падение ВВП, которое в 2022 году по некоторым оценкам может составить около 10%. При этом, даже если предположить, что ограничения на операции с резервами будут сняты, есть большие сомнения в том, что российские власти будут склонны продолжать накапливать их в валютах стран, которые активно проводили санкционную политику. Как уже было отмечено выше, альтернативных вариантов сбережения дополнительных доходов у регулятора не так уж и много, и поэтому нельзя исключать, что бюджетное правило будет и вовсе отменено. Как минимум можно предположить, что в течение некоторого периода времени ему на смену придет концепция «бездефицитного бюджета», в рамках которой объем заимствований будет минимизирован. Иллюстрацией этого может служить

Рисунок 2
Дефицит/профицит по счету текущих операций РФ

Источники: ЦБ РФ, оценки ВШЭ



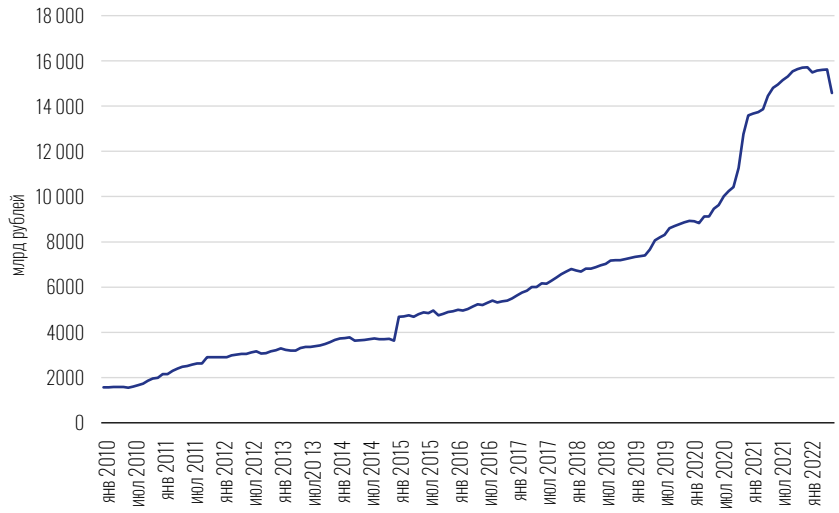


Рисунок 3
Объем рынка ОФЗ
Источники: Минфин РФ, ВШЭ

заявление министра финансов Антона Силуанова, который в середине апреля сообщил, что РФ не планирует «выход на внутренний рынок или внешние». Отсутствие или радикальное сокращение предложения на первичном сегменте ОФЗ отрицательно скажется на ликвидности вторичного, а банковский сектор может начать испытывать дефицит ликвидных активов (Рисунок 3).

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: БЕЗ НЕРЕЗИДЕНТОВ

Традиционно международные инвесторы играли весьма значительную роль на рынке ценных бумаг российских эмитентов. Так, на 1 января 2022 года на их долю приходилось более 50% рынка суверенных еврооблигаций, а в секторе негосударственных бумаг, по нашим оценкам, этот показатель был еще выше. На сегменте ОФЗ иностранцы в начале 2020 года владели почти 35% обращающихся бумаг, на 1 марта 2022 года этот показатель составлял 17.8%. По разным оценкам, международные инвесторы контролировали 50–60% free float российского рынка акций на начало текущего года. Пожалуй, единственный значительный сектор российского финансового рынка, где иностранцы не играли заметной роли, — это негосударственные рублевые облигации, которые оставались территорией локальных игроков (Рисунок 4). В конце февраля в качестве ответной меры на «заморозку» резервов и иные санкции российский регулятор запретил принимать поручения на продажу ценных бумаг от нерезидентов. Помимо этого средства, направляемые в адрес иностранных инвесторов при погашении ценных бумаг или регулярных выплат, должны зачисляться на счета типа «С», использование средств на которых ограничено (эти деньги можно вкладывать, например, в ОФЗ на первичных аукционах, что, впрочем, запрещено санкциями, но нельзя конвертировать в валюту). Таким образом, иностранные инвесторы оказались «заперты» в российских ценных бумагах внутри РФ, а на международном рынке цены на эти активы, во многом из-за действия тех же самых

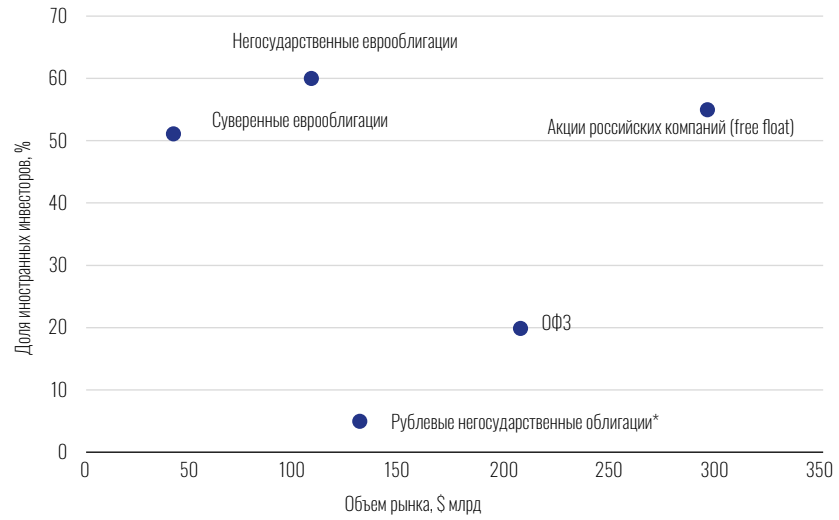


Рисунок 4
Вложения иностранных инвесторов на рынках ценных бумаг
Источники: ЦБ РФ, ВШЭ

* Рыночные выпуски

ограничений, опустились до «бросовых» уровней, продажа по которым имеет мало экономического смысла. Принудительное же прекращение (cancellation) программ депозитарных расписок на российские акции переведет часть иностранных инвесторов в локальную финансовую систему и увеличит объем «замороженных» активов. В довершение ко всему взаиморасчеты между клиринговыми системами в России и за рубежом были остановлены, что завершило разделение рынка на две, по сути изолированные, части.

Уход западных инвесторов или, по крайней мере, радикальное сокращение их присутствия формирует для отечественного рынка новые условия деятельности и ценообразования. При этом некоторые сегменты рынка могут и вовсе исчезнуть на какое-то время. Пожалуй, наиболее яркой иллюстрацией здесь может стать деривативный рынок, где значительная доля риска перекладывалась на баланс международных участников, а теперь такая возможность по факту отсутствует. Быстрое замещение традиционных западных контрагентов на, скажем, азиатских маловероятно как по причине небыстрого течения процессов в этом регионе, так и из-за санкций, которые были наложены на крупнейшие российские финансовые институты, где была сосредоточена основная экспертиза. Примерно по тем же причинам не стоит рассчитывать на быстрое проникновение торговли азиатскими ценными бумагами на внутреннем рынке, хотя в этой области прогресс может быть более существенным.

В условиях частичной изоляции российского финансового рынка и существенного изменения структуры инвесторов можно попробовать обозначить его контуры и вектор развития. Сразу стоит оговориться, что все оценки строятся на совокупности условий, актуальных на середину апреля, которые могут достаточно быстро меняться. Если рассматривать рынки по сегментам, то складывается примерно следующая картинка.

Перспективы рынка еврооблигаций выглядят весьма туманными. Многие российские заемщики, включая Минфин, столкнулись с невозможностью проведения регулярных платежей по этим инструментам. Парадоксальность ситуации заключается в том, что у большинства из них есть средства для оплаты, желание это сделать и отсутствуют формальные запреты на проведение таких операций у иностранных посредников. Тем не менее расширительное трактование санкционного режима или, возможно, какие-то иные причины поставили эти платежи на стоп на уровне либо платежных агентов, либо банков-корреспондентов. Так или иначе, эта ситуация практически неизбежно приведет к системному дефолту. Принимая во внимание в целом высокий уровень кредитного качества российских эмитентов и относительно небольшой объем международных активов в их собственности, можно предположить, что большинство держателей этих инструментов предпочтут в том или ином виде согласиться на реструктуризацию. По всей видимости, ее обязательными элементами станут перенос глобального сертификата в российский депозитарий (смена ISIN с XS на RU) и включение рубля в проспект эмиссии как резервного средства платежа, что позволит заемщикам обезопасить себя от нежелания иностранных банков проводить платежи. Однако основным препятствием в реализации этой схемы является блокировка режима транзакций между Euroclear/Clearstream и НРД, что может не позволить провести реструктуризацию. Помимо этого для эмитентов из списка SDN новация существующих бумаг может быть интерпретирована как инвестиции в новые инструменты, чему напрямую также препятствует санкционный режим.

Но даже если все препоны будут устранены (а на это в самом оптимистичном сценарии может уйти несколько месяцев), то дальнейшее развитие этого сегмента остается под большим вопросом. Для подавляющего числа западных инвесторов новые вложения в российские активы в обозримом будущем будут невозможными по многим причинам — как регуляторным, так и неформальным. Помимо этого, в условиях значительного профицита по счету текущих операций (Рисунок 2), который скорее всего сохранится не только в 2022 году, но и в 2023-м, и сохранения ограничений по выводу капитала можно ожидать формирования избыточного предложения валюты на внутреннем рынке. При этом концентрироваться она будет в российской банковской системе, и, по всей видимости, потребность в валютных заимствованиях будет дешевле удовлетворить через кредиты, нежели чем путем выпуска еврооблигаций.

Ценообразование этих инструментов, оставшихся в обращении или новых, будет существенно зависеть от общего уровня процентных ставок по валютным пассивам в российской банковской системе, в то время как зависимость от доходности бенчмарков (в первую очередь, US Treasuries) может снизиться из-за ограниченных возможностей по инвестированию в них. Сохранение упомянутого выше профицита может снизить их до минимальных значений. С другой стороны, для инвесторов еврооблигации можно представить как сумму двух компонент: собственно кредитного обязательства эмитента и валютного хеджа. Стоимость первого можно определить исходя из котировок на сегменте рублевых облигаций, а второго будет зависеть от ситуации на валютном рынке. Если предположить, что курс на протяжении значимого временного промежутка будет стабильным или даже иметь тенденцию к укреплению, то цена второго компонента может оказаться близкой к нулю.

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

С учетом блокировки иностранных инвесторов можно предположить, что сегмент ОФЗ станет вотчиной российских коммерческих банков, которым так или иначе надо иметь на своем балансе некоторый объем ликвидных ценных бумаг. Для частных и институциональных инвесторов вложения в рублевые долговые обязательства вряд ли будут выглядеть однозначно привлекательными, учитывая тот факт, что процентные ставки в реальном выражении в ближайшее время скорее всего будут оставаться отрицательными. Несмотря на приверженность ЦБ политике инфляционного таргетирования, в сложившихся условиях, когда всплеск инфляции был обусловлен сокращением предложения, можно с уверенностью говорить о том, что регулятор будет склонен к сохранению мягкой монетарной политики. В этом случае процентные ставки в системе будут устойчиво находиться ниже уровня инфляции, что будет снижать привлекательность облигаций. Доминирование банков на сегменте ОФЗ предполагает, что ценообразование будет определяться уровнем ключевой ставки и прогнозов относительно ее дальнейшей динамики. При этом нельзя исключать, что Минфин вернется к идее института первичных дилеров для обеспечения стабильного спроса на ОФЗ. Банки же в условиях ограниченного предложения госбумаг могут быть также заинтересованы в построении такой конструкции (Рисунок 5).

Что касается сегмента негосударственных рублевых облигаций, то его не ждут радикальные перемены. Эти инструменты будут торговаться исходя

Рисунок 5
Доходность ОФЗ и инфляция

Источники: ЦБ РФ, Московская биржа

из спреда над кривой ОФЗ, но в целом спрос со стороны небанковских инвесторов будет ограниченным ввиду того, что инфляция будет оставаться высокой. Одновременно с этим можно ожидать роста числа дефолтов по бумагам второго и третьего эшелонов, в первую очередь из отраслей, которые будут наиболее подвержены экономическим проблемам. Вполне вероятно, что развитие сегмента рискованных бумаг затормозится.

АКЦИИ

На рынке акций, по всей видимости, будут происходить самые интересные события. С одной стороны, большинство российских компаний выглядят дешево относительно своих фундаментальных показателей. При этом на фоне отрицательных процентных ставок в реальном выражении и относительной стабильности обменного курса именно акции как класс активов выглядят потенциально наиболее привлекательным активом внутри страны. С другой стороны, отечественные инвесторы сильно ограничены в возможностях по вложениям в иностранные ценные бумаги. Как уже было отмечено выше, расчеты между локальными и международными депозитариями заморожены, поэтому торговля этими инструментами со счетов у локальных участников рынка ограничена. Одновременно с этим операции по зарубежным счетам также затруднены вследствие ограничений как российских властей (на них нельзя зачислять доход от продажи ценных бумаг), так и европейских (объем счетов российских резидентов ограничен суммой в €100 тыс.). В результате покупка иностранных ценных бумаг становится экзотикой, по крайней мере на какое-то время, и весь потенциальный спрос оказывается сосредоточен на российских ценных бумагах. Эта коллизия может быть решена при помощи организации легального доступа на какой-то емкий зарубежный рынок (например, китайский), но, как было отмечено выше, процесс этот скорее всего будет небыстрым (Рисунок 6).

Стоит отметить, что условия для операций российских инвесторов в традиционных зарубежных юрисдикциях (ЕС, Швейцария, Великобритания) становятся максимально некомфортными, что заставляет их мигрировать в новые места. Причем часть этого потока оказывается в России, что будет увеличивать потенциал локальных инвесторов. При этом существенная его часть сосредоточена в руках частных инвесторов. В условиях высоких номинальных процентных ставок, которые сформировались в начале марта, значительная часть их средств была размещена на срочных вкладах. Однако с тех пор ситуация стабилизировалась и регулятор перешел к постепенному

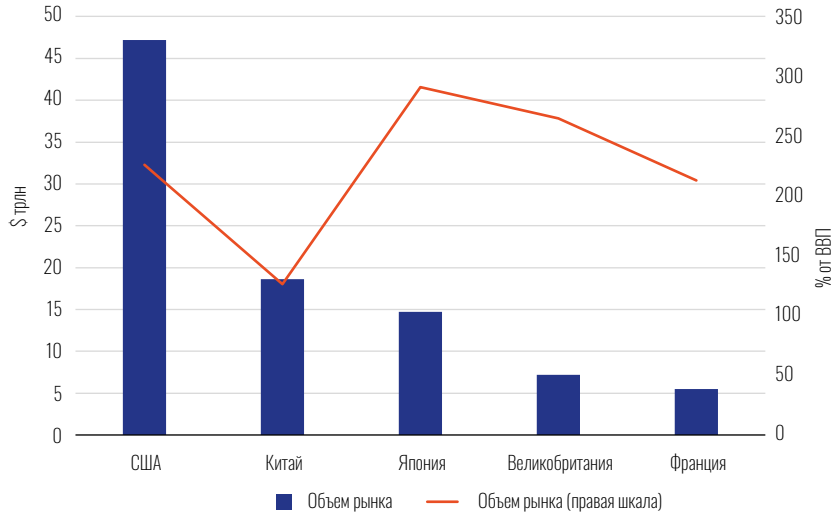


Рисунок 6
Объем облигационных рынков

Источник: BIS

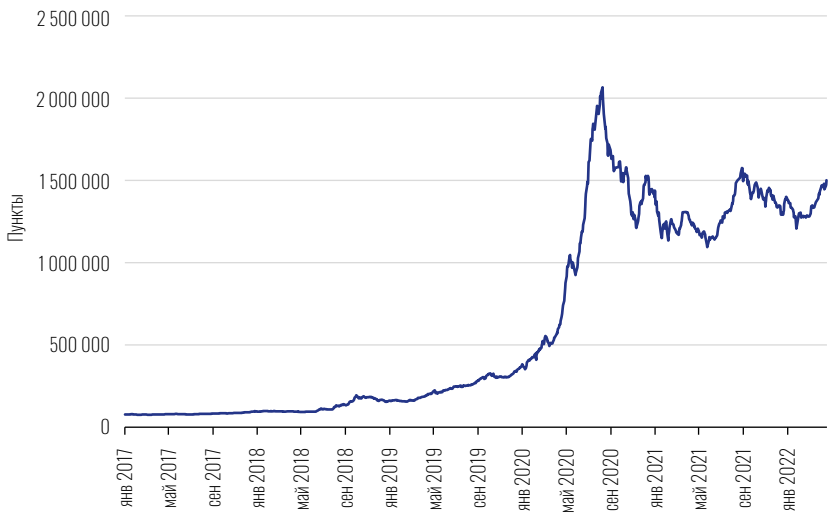


Рисунок 7
Индекс иранского рынка TEDPIX

Источник: Cbonds

смягчению монетарной политики, поэтому депозиты будут постепенно терять свою привлекательность и спрос на акции может начать расти. При этом может сложиться любопытная ситуация, при которой в условиях ограниченного предложения и отсутствия возможности инвестирования в иностранные бумаги ценообразование в этом секторе может строиться скорее исходя из соотношения спроса и предложения, нежели чем на основе фундаментальных показателей. В какой-то степени это будет напоминать ситуацию в Иране, где рост фондового индекса в последние годы составлял тысячи процентов, что привлекло огромное количество розничных клиентов (при населении 80 млн человек количество открытых брокерских счетов близко к 50 млн). С учетом того, что российская финансовая отрасль под воздействием санкций претерпевает существенную трансформацию, скорее всего именно частные инвесторы будут основной движущей силой рынка акций, тогда как индустрии коллективных инвестиций и доверительного управления потребуется больше времени на перестройку (Рисунок 7).

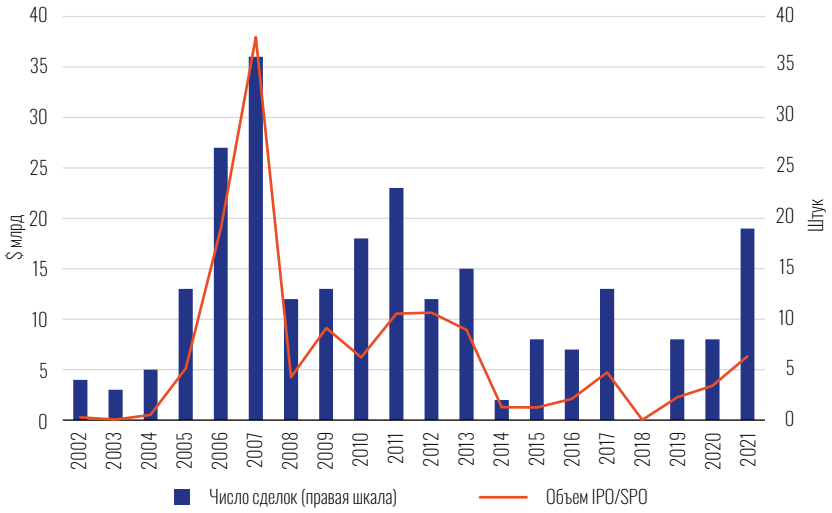
Если российский рынок будет демонстрировать бурный рост, то это может подтолкнуть многие компании к проведению IPO, тем более что заемный капитал остается достаточно дорогим. В этом случае его емкость будет быстро увеличиваться, а у инвесторов появится больше возможностей для диверсификации. В последние годы на фоне роста интереса населения к фондовому рынку были созданы хорошие предпосылки для увеличения числа IPO и в 2021 году был отмечен всплеск активности в этом сегменте (Рисунок 8). При благоприятном стечении обстоятельств эта тенденция может получить развитие, но, по всей видимости, не ранее 2023 года.

КРИПТОАКТИВЫ

Наконец, самым примечательным событием может стать легализация операций с криптоактивами. Фактор децентрализованности, который во многом нивелирует риски изъятия активов, может привлечь внимание инвесторов. Безусловно, риски в криптоиндустрии чрезвычайно велики, но в сложившихся условиях многие клиенты, вероятно, будут готовы аллоцировать здесь определенную часть активов.

ВМЕСТО ЭПИЛОГА

Финансовой индустрии, как и экономике страны в целом, предстоит тяжелый период структурной перестройки, успех которой зависит от множества факторов. Переживаемый шок и изоляция от традиционных рынков капитала заставляют искать новые форматы работы и пути для развития. Хочется надеяться, что в этих непростых условиях профессиональное сообщество сможет их найти.

Рисунок 8
Сделки IPO на российском рынке

Источник: Preqveca