Новый ландшафт российского финансового рынка

Александр КУДРИН,
профессор НИУ ВШЭ

Беспрецедентные антироссийские санкции, которые были введены в 2022 году, не только привели к разрыву многих традиционных экономических связей, но и стали причиной радикального изменения ландшафта отечественного финансового рынка. Присутствие на нем «западных» инвесторов в обозримой перспективе выглядит маловероятным, так же как и возможность привлечения финансирования из-за рубежа эмитентами из РФ. В этих условиях формирование новой структуры финансового рынка возможно только за счет внутренних ресурсов, причем этот процесс будет непростым и может занять продолжительное время, ключевую же роль могут сыграть частные инвесторы.

Многие зарубежные фонды становились долгосрочными инвесторами, корректируя свою стратегию в зависимости от изменения макроэкономических факторов

ПРОБЛЕМА ДЛИННЫХ ДЕНЕГ И ХЕДЖИРОВАНИЯ

Прошлый год принес много испытаний для участников финансового рынка, наиболее болезненными из которых стали заморозка активов и разрушение инфраструктуры, дававшей доступ российским инвесторам и компаниям на международные рынки, а иностранцам — к локальным ценным бумагам. На «разбор завалов» уже ушло много месяцев, и этот процесс еще далеко не закончен. Безусловно, можно дать высокую оценку российским регуляторам, которые приложили много усилий для защиты отечественных инвесторов и сохранения потенциала для дальнейшего развития рынка, однако на данном этапе не менее важным представляется решение структурной проблемы, которая возникла вместе с уходом иностранного капитала. Зарубежные инвесторы, как правило, обладали долгосрочными ресурсами, объем которых заметно превышал активы российских игроков. Именно поэтому даже небольшое увеличение или уменьшение аллокации средств на российский рынок приводило к заметному движению ценных бумаг.

Более того, многие зарубежные фонды становились долгосрочными инвесторами, корректируя свою стратегию в зависимости от изменения макроэкономических факторов. Их присутствие на рынке позволяло российским компаниям и банкам привлекать долгосрочное долговое финансирование (выстраивать полноценные кривые доходности), а также до определенного момента размещать акции. Не стоит забывать, что и долговые обязательства Минфина пользовались спросом со стороны иностранцев: на 1 января 2022 года объем их вложений насчитывал $61 млрд, что составляло 25 % от совокупного объема

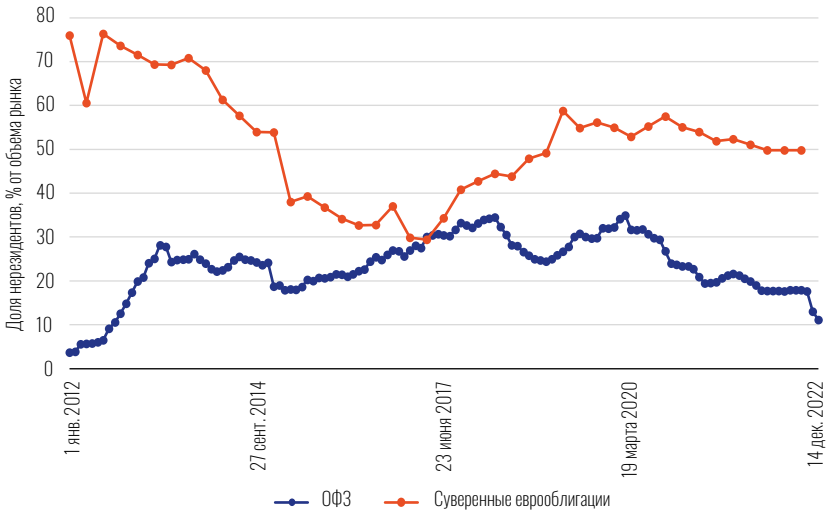

Рисунок 1
Доля иностранцев в ОФЗ и суверенных еврооблигациях

Источник: ЦБ РФ

рынка госбумаг (включая суверенные еврооблигации и ОФЗ, разбивка по сегментам представлена на Рисунке 1). Последнее обстоятельство позволяло ведомству проводить достаточно гибкую заемную политику и последовательно увеличивать дюрацию госдолга.

С уходом большинства иностранных инвесторов перед российскими компаниями остро встала проблема доступа к долгосрочному финансированию. Эта задача не нова, а ее решение пытаются найти с момента основания рынка. В отсутствие иностранцев остаются три большие группы участников: частные и институциональные инвесторы, а также коммерческие банки. Последних рассматривать как долгосрочных инвесторов не стоит, принимая краткосрочность их пассивов. А вот две другие группы представляют интерес с точки зрения увеличения долгосрочного инвестиционного потенциала. Безусловно, сложно ожидать, что проблема будет решена за год или два, но совершенно точно как индустрии, так и регулятору надо делать практические шаги для увеличения интереса инвесторов к длинным вложениям.

Частные инвесторы. Подавляющее большинство физических лиц предпочитают инвестировать на рынке самостоятельно, что является отражением низкого уровня доверия к профессиональным участникам. Однако сам факт, что в России открыто уже более 27 млн индивидуальных брокерских счетов, свидетельствует о том, что недоверие к рынку как таковому уже преодолено, даже с учетом того обстоятельства, что, по оценкам ЦБ РФ, на конец 3К22 65 % из них остаются незафондированными (Рисунок 2). Структурно было бы более правильно, если бы значительная часть средств частных игроков вкладывалась в инструменты коллективных инвестиций. Помимо всего прочего это позволило бы улучшить финансовый результат для большинства из них за счет повышения качества управления. Сейчас отношение денег на брокерских счетах и в инструментах «расширенного» ДУ (куда следует добавлять паи) явно складывается в пользу первых. По оценкам ЦБ РФ, суммарный объем активов частных лиц в первой категории на начало 4К22 был равен 4.8 трлн рублей (без учета паев), а во второй — 1.4 трлн рублей. Хотя на развитых рынках это соотношение диаметрально противоположно, и хочется верить, что РФ тоже придет к этому соотношению. В этом случае средства частных инвесторов естественным образом трансформируются в долгосрочные ресурсы.

Формирование культуры долгосрочного инвестирования — это продолжительный процесс, но какие-то шаги можно предпринимать уже сейчас. Например, можно подумать об увеличении числа торгуемых ETF/БПИФов, потому что они представляют собой самый простой способ переключения от вложений в индивидуальные акции до вложений в инструменты коллективных инвестиций. Помимо этого, данное переключение будет способствовать диверсификации вложений. Также важным представляется решение проблемы «каскадирования» доходов в ПИФах, что позволит массово запускать паевые фонды (долгового рынка) с периодическими выплатами дохода, которые будут максимально комфортными для инвесторов.

Институциональные инвесторы. В данном случае стоит вести речь о пенсионных фондах и страховых компаниях, которые страдают от отсутствия практики долгосрочного планирования размещения активов как на уровне физических лиц, так и на уровне многих корпораций. Тем не менее регулятор явно может стимулировать перераспределение их средств в пользу

С уходом большинства иностранных инвесторов перед российскими компаниями остро встала проблема доступа к долгосрочному финансированию

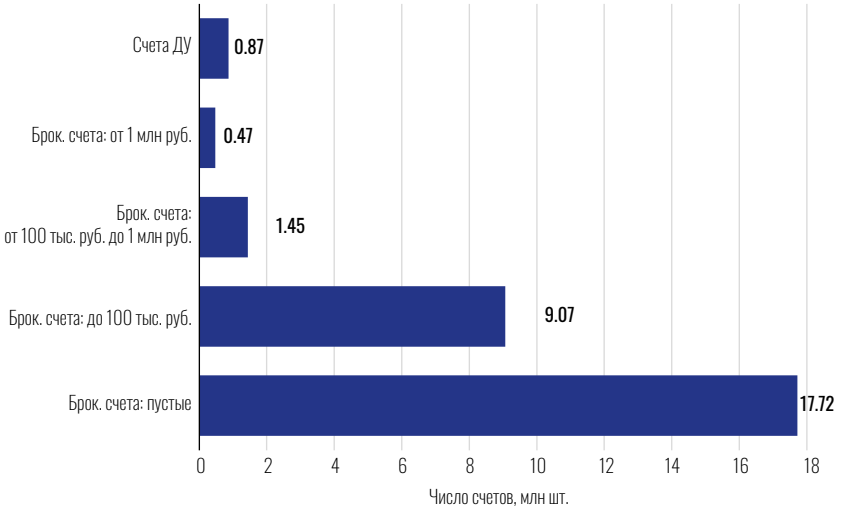

Рисунок 2
Распределение счетов частных инвесторов

Источник: ЦБ РФ

рынка акций: это можно делать, например, за счет изменения коэффициентов риска при стресс-тестировании, которое проводит ЦБ на регулярной основе.

В целом же можно утверждать, что повышение доверия со стороны инвесторов становится приоритетной задачей как для индустрии, так и для регулятора. Решить ее быстро, к сожалению, не получится, поэтому нужно использовать тактику «малых дел», накопление «критической массы» которых может привести к росту объема длинных денег на финансовом рынке.

Еще одной важной проблемой, которая стала очевидной после ухода крупных иностранных инвесторов, стало резкое сокращение возможностей для хеджирования рисков. Значительная часть деривативного рынка приходилась на банки-нерезиденты, баланс которых позволял закрывать большую часть сделок. В их отсутствие ликвидность рынка радикально сократилась, что значительно усложняет жизнь как участникам финансового рынка, так и компаниям реального сектора. В действительности отсутствие работающего рынка деривативов приводит к увеличению потенциальных издержек экономики и в целом отрицательно сказывается на ней. По всей видимости, восстановлением будут заниматься крупнейшие российские финансовые институты, и хотелось бы, чтобы приоритет у этой задачи был высоким.

ГОД ОБЛИГАЦИЙ

Как было отмечено выше, долгосрочные перспективы российского финансового рынка напрямую зависят от усилий индустрии и регулятора. На краткосрочном же горизонте картинка выглядит более понятной. В 2023 году скорее всего будут сохраняться относительно высокие процентные ставки (Рисунок 3), что создает предпосылки для сохранения хорошего спроса на долговые инструменты.

При этом на стороне предложения проблем быть не должно, потому что на фоне существенного дефицита государственного бюджета Минфин будет активно размещать ОФЗ. Последнее обстоятельство, безусловно, будет создавать конкуренцию частным заемщикам, но для них остается возможность выпускать облигации со сроком обращения до 5 лет, потому что правительство отдает предпочтение эмиссии более длинных бумаг. Стоит отметить, что предложение долгосрочных инструментов может оказаться избыточным, что будет способствовать сохранению большого угла наклона кривой (Рисунок 4). С учетом опыта 2020-го и 2022 годов, а также амбициозных планов по заимствованиям на этот год со стороны Минфина можно предположить, что ближе к середине года возобновится размещение флоатеров. Использование данного инструмента заметно повышает уровень процентного риска, который

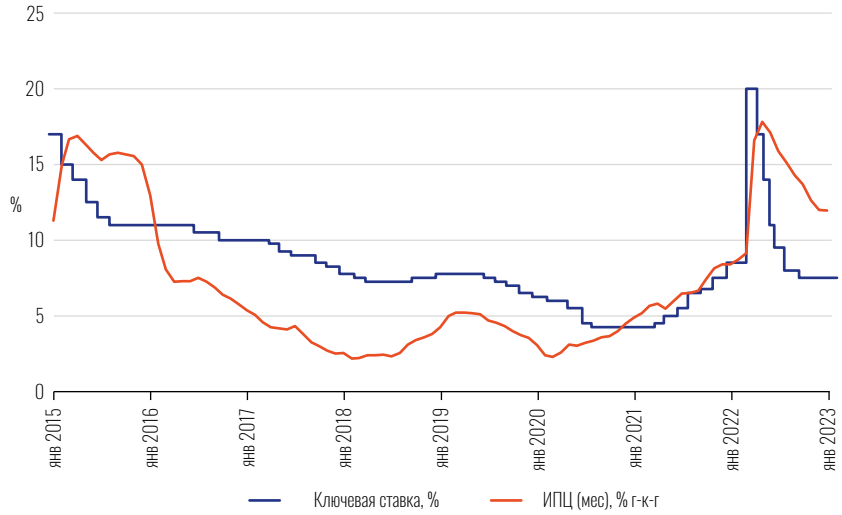

Рисунок 3
Ключевая ставка остается высокой в номинальном выражении

Источник: ЦБ РФ, Росстат

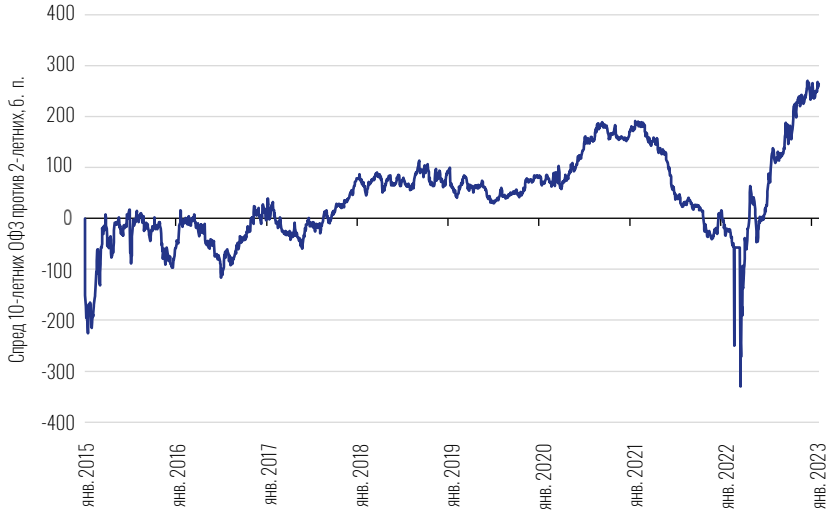

Рисунок 4
Наклон кривой доходности ОФЗ увеличивается

Источник: Московская биржа

принимает на себя Минфин, что создает долгосрочный риск.

Мы полагаем, что в этом году окончательно будет выстроен сегмент замещающих облигаций, которые позволяют инвесторам получить экспозицию на иностранную валюту без риска ее заморозки на банковском счету и которые имеют неплохую доходность (в отличие от депозитов). Ценообразование этих инструментов пока еще только находится в стадии формирования, а объем инструментов растет (в 2023 году, по оценкам Московской биржи, размер их эмиссии может составить 1.5 трлн рублей). С учетом сокращения профицита по счету текущих операций можно предположить, что рубль будет иметь тенденцию к ослаблению. В этом случае можно предположить, что эти бумаги будут пользоваться повышенным спросом, в том числе со стороны частных инвесторов. При этом нельзя исключать, что некоторые заемщики будут использовать валютные облигации с расчетами в рублях в будущем для привлечения нового финансирования. Так или иначе, можно говорить о том, что на внутреннем рынке появился новый класс активов, который позволит инвесторам выстраивать более гибкие стратегии.

Для рынка акций, напротив, перспективы выглядят туманными. Длительный период отсутствия публикации отчетности российских эмитентов затрудняет задачу оценки рисков и делает сложным процесс выбора объектов для инвестиций. Помимо этого, российская экономика находится в состоянии структурной перестройки, что также ухудшает качество долгосрочных прогнозов. Совокупность этих факторов заметно снижает привлекательность рынка акций в глазах инвесторов. Помимо этого, доступ отечественных инвесторов к международным рынкам акций значительно сократился по объективным причинам, что снижает возможности по диверсификации вложений. Отечественный же сегмент по-прежнему остается достаточно узким, к тому же ликвидность его заметно снизилась, в первую очередь из-за ухода иностранных игроков.

В свете этого увеличение числа первичных размещений, которое уже несколько лет остается катастрофически малым (Рисунок 5), становится чрезвычайно важной задачей, но скорее всего в 2023 году мы станем свидетелями лишь нескольких из них. По мере снижения процентных ставок будут формироваться предпосылки для роста спроса на акции, и к этому моменту хотелось, чтобы потенциальные эмитенты подошли во всеоружии. Как ожидается, в 2023 году раскрытие финансовой информации эмитентами возобновится, и это, конечно, улучшит ситуацию на рынке, но компаниям стоит уделять больше времени общению с инвесторами, включая частных, даже если это не приносит быстрого результата.

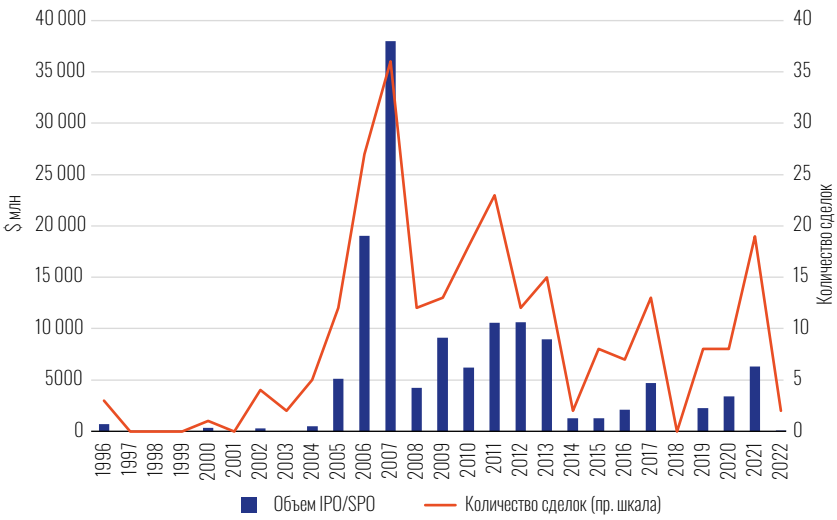

Рисунок 5
Количество IPO/SPO российских компаний

Источник: Preqveca