«Иранский» сценарий, частные инвесторы и другие особенности отечественного финансового рынка

Александр КУДРИН,
профессор НИУ ВШЭ

За последние два года российский финансовый рынок претерпел столь существенную трансформацию, что восстановление его предыдущей «сборки» выглядит практически невозможным. В новой реальности его развитие во многом будет зависеть от того, насколько сама индустрия будет способна решить проблему дефицита торгуемых инструментов и насколько сможет перестроиться на работу с частными российскими клиентами. В долгосрочной перспективе структура рынка, где доминирующую роль играют частные инвесторы, выглядит неустойчивой, поэтому стратегической целью как для регулятора, так и для индустрии должно стать развитие институциональных инвесторов.

Процесс замещения еврооблигаций стал, пожалуй, самым важным событием 2023 года на рынке облигаций

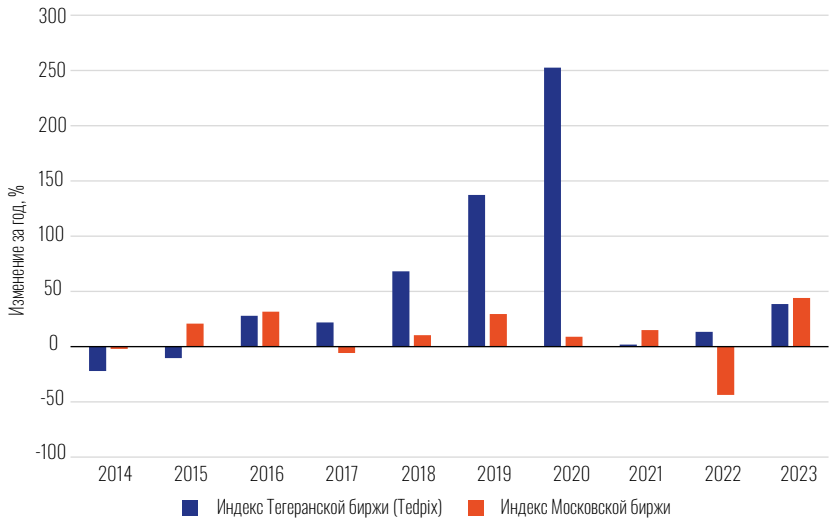
ТЕПЕРЬ БЕЗ ИНОСТРАНЦЕВ, ИЛИ КОГДА БУДЕТ РЕАЛИЗОВАН «ИРАНСКИЙ» СЦЕНАРИЙ

Одной из наиболее популярных тем для обсуждения среди участников российского рынка в 1П22 была оценка возможности реализации так называемого иранского сценария в России (Рисунок 1). Если говорить упрощенно, то рассматривалась почти замкнутая национальная финансовая система, в которой на фоне высокой инфляции и ограниченных возможностей приобретения иностранной валюты наблюдается бурный рост фондового рынка. При этом этот рост продуцировался в основном за счет частных инвесторов. В какой-то момент казалось, что почти все предпосылки для реализации этого сценария могут быть выполнены уже в 2022 году и отечественный рынок акций ожидает фантастический рост.

Однако в реальности все оказалось несколько сложнее. Во-первых, многие инвесторы в той или иной степени сохраняли возможность вкладывать свои средства в иностранные активы (например, через биржу СПБ или просто приобретая валюту). Во-вторых, что было самым главным, выяснилось, что у российских игроков есть возможность скупать у иностранных коллег отечественные ценные бумаги на международном рынке со значительным дисконтом. Последнее обстоятельство было обусловлено как давлением со стороны служб compliance и менеджмента зарубежных

Рисунок 1
Иранский фондовый рынок заметно обгонял российский на протяжении последнего десятилетия

Источник: Cbonds



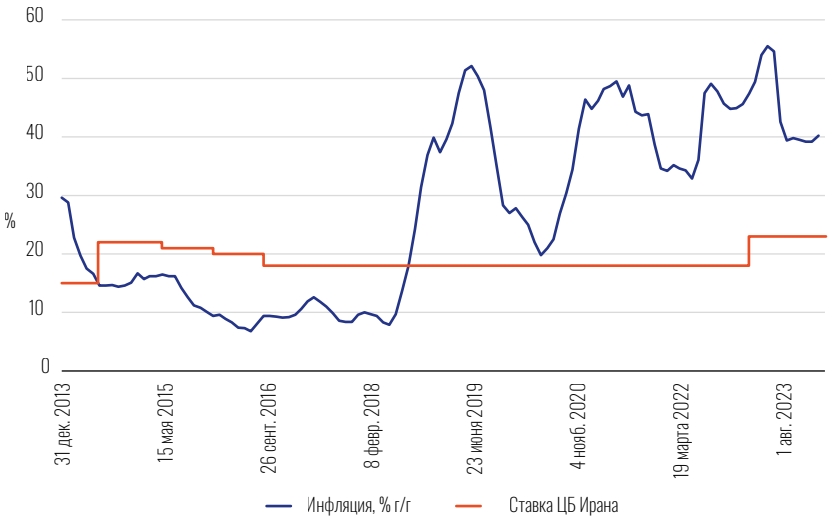
участников рынка, так и общей неуверенностью в том, что они в обозримой перспективе смогут получать регулярный доход по этим бумагам. Немалую роль в этом сыграла и позиция многих инфраструктурных организаций, которые отказывались обслуживать такие ценные бумаги. В России же во многом благодаря позиции регулятора большинство инвесторов были уверены, что эти активы тем или иным способом мигрируют в локальную расчетную систему.

Помимо всего прочего, это гарантировало своевременное получение регулярных платежей по ценным бумагам, хотя и в национальной валюте. Эти ожидания оказались вполне оправданными. Например, процесс замещения еврооблигаций стал, пожалуй, самым важным событием 2023 года на рынке облигаций, а в 2022 году им была «телепортация» ценных бумаг в соответствии с ФЗ-319. На рынке акций схожими по значимости событиями стали расконвертация депозитарных расписок (автоматическая и принудительная), а также редомициляция компаний-эмитентов. Так или иначе, возможность проведения подобных операций привлекла широкий круг инвесторов, которые смогли в короткие сроки заработать сотни процентов прибыли.

Неудивительно, что локальный рынок акций в течение 2022–2023 годов оставался за пределами внимания значительной части финансовых инвесторов. Но операции по «перетаскиванию» российских активов из международной расчетной системы в локальную постепенно подходят к концу, и их участники начинают искать новые возможности. Поэтому в сложившихся обстоятельствах можно снова рассуждать о вероятности реализации «иранского» сценария. Безусловно, говорить об идентичности двух рынков некорректно хотя бы потому, что в России процентные ставки в реальном выражении находятся в положительной области в отличие от Ирана (Рисунок 2), да и приобретение валюты является вполне легальной операцией (хотя высокие расходы на ее хранение и санкционный риск дестимулируют от подобных вложений, по крайней мере в локальной финансовой системе).

Рисунок 2
Инфляция и ставка Центрального банка Ирана

Источник: ЦБ РФ, Cbonds



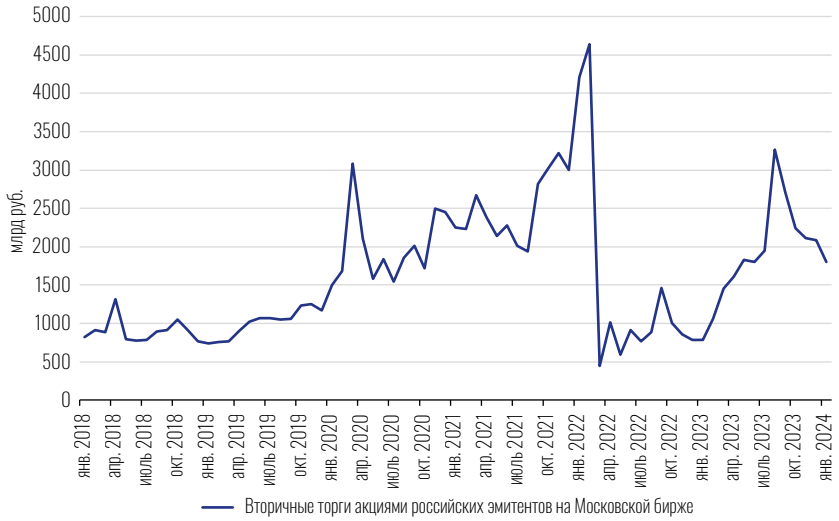


Рисунок 3
Вторичный оборот акций российских эмитентов

Источник: Московская биржа

Однако есть как минимум одно обстоятельство, которое их объединяет, — это изоляция (полная или частичная) от мировой финансовой системы. В сложившихся условиях российские инвесторы утратили практически все возможности для комфортного вложения средств на западных рынках, а оставшиеся подразумевают высокий депозитарный риск, который еще пару лет назад оценивался как ничтожный. Восточные же рынки, и в первую очередь китайский, на открытие которых возлагалась большая надежда в 2022 году, так и не перешли в категорию «массового продукта». В результате российские инвесторы оказались заперты на локальном рынке. Имеющихся в их распоряжении ресурсов вполне достаточно, чтобы сыграть значительную роль на фондовом рынке. Для сравнения, объем срочных депозитов населения на конец 2023 года составлял 27 трлн рублей, а среднемесячный оборот Московской биржи по российским акциям в прошлом году составил 1.8 трлн рублей (Рисунок 3). При определенных условиях спрос с их стороны может стать причиной формирования устойчивого восходящего тренда на рынке акций, и конкретно в этой части можно будет говорить о том, что «иранский» сценарий реализовался.

Многие кандидаты на первичное размещение в отсутствие иностранцев скептически оценивают емкость отечественного рынка

НЕХВАТКА ИНСТРУМЕНТОВ КАК СТРУКТУРНАЯ ПРОБЛЕМА

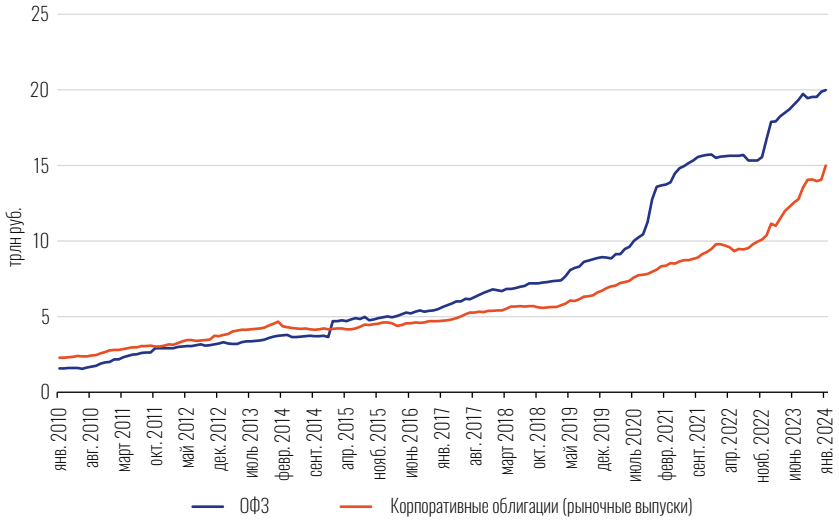
Шансы на реализацию упомянутого выше сценария возрастают еще больше, если принять во внимание традиционную проблему российского рынка ценных бумаг — ограниченность набора торгуемых инструментов. На облигационном сегменте в последние годы она успешно решается (Рисунок 4) за счет активности как Минфина РФ (рост бумаг в обращении на 2.1 трлн рублей в 2023 году), так и негосударственных заемщиков (объем размещений которых в чистом выражении в прошлом году превысил 3.8 трлн рублей). Частично это связано с тем, что иностранные игроки здесь играли хотя и очень важную, но не решающую роль. На пике их доля на рынке ОФЗ составляла 35 %, а вложения в локальные корпоративные бумаги были и вовсе незначительными.

На рынке акций сложилась иная ситуация, и предложение новых инструментов по-прежнему невелико. Стоит напомнить, что на долю нерезидентов, по некоторым оценкам, на начало 2022 года приходилось около 60–65 % от общего объема российских долевых ценных бумаг, находившихся в свободном обращении (free float). Безусловно, в основной массе они владели ими через депозитарные расписки, которые обращались на международном рынке. Однако столь значимое присутствие этой группы инвесторов предполагало, что при размещении новых бумаг необходимо ориентироваться в первую очередь на потенциальный спрос с их стороны. Именно поэтому введение антироссийских санкций в 2014 году, охладившее их интерес, отрицательно сказалось и на эмиссионной активности российских компаний, а в 2022 году она упала практически до нуля. Более того, многие кандидаты на первичное размещение в отсутствие иностранцев скептически оценивают емкость отечественного рынка и отказываются от выхода на рынок, мотивируя это, помимо всего прочего, низкими мультипликаторами.

Так или иначе, но рассчитывать на скорое возвращение иностранного капитала на российский фондовый рынок не приходится, и поэтому ориентация на оценки, которые давались несколько лет назад, выглядит неуместной. Ведущую роль стали играть локальные игроки, причем частные инвесторы вышли на первый план. Они сохраняют высокий интерес к первичным сделкам, но зачастую для них важны совсем не те

Рисунок 4
Объем рынка ОФЗ и корпоративных бумаг

Источник: Минфин, Cbonds



факторы, на которые обращали внимание иностранные институциональные клиенты. Это позволяет компаниям, готовым к работе с данной категорией инвесторов (что предполагает помимо всего прочего определенный формат донесения информации), успешно проводить IPO. Например, в 2023 году число первичных сделок составило 13 против 2 годом ранее. К сожалению, масштаб этих сделок ограничен, и за последние два года ни одна из них не превысила $200 млн (без учета SPO ВТБ). Скорее всего, эта величина будет умеренно расти в обозримой перспективе (в 2024 году совокупный объем первичных сделок вполне может составить $1–1.5 млрд), но рассчитывать на то, что этот источник покроет весь потенциальный спрос со стороны частных инвесторов, наверное, не стоит (Рисунок 5).

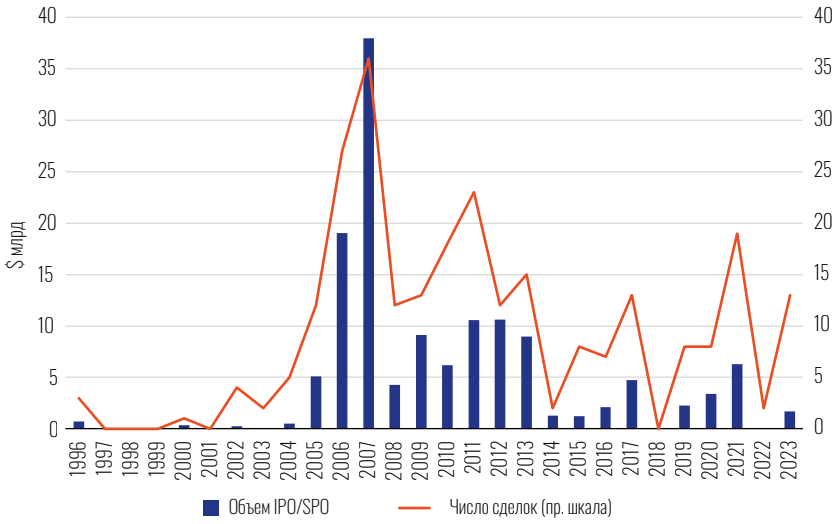
Бумаги российских компаний, которые появятся на рынке после редомициляции их эмитентов, должны помочь решить проблему нехватки инструментов. Однако не исключено, что их нынешние держатели предпочтут не продавать их, особенно если потенциал для роста будет сохраняться, а альтернативные вложения не будут привлекательными. Еще одним источником покрытия дефицита инструментов, очевидно, станет размещение производных инструментов. Этот сегмент совершил значимое ускорение в 2023 году (совокупный объем размещения структурных облигаций составил в прошлом году 313 млрд рублей за вычетом технических сделок) и скорее всего в нынешнем году установит очередной рекорд. Это также позволит сгладить проблему дефицита, но все-таки полноценным решением не станет хотя бы потому, что для большинства частных инвесторов эти продукты могут оказаться слишком сложными. Таким образом, нехватка торгуемых бумаг по-прежнему будет оставаться отличительной особенностью российского рынка.

КАК НАМ ПОЗАБОТИТЬСЯ ОБ ИНВЕСТОРАХ?

Реализация «иранского» сценария, дополнительным катализатором для которого может стать дефицит торгуемых ценных бумаг, вряд ли будет возможна до того момента, пока процентные ставки остаются высокими. В рамках данной статьи не будет детально обсуждаться политика ЦБ РФ и прогнозироваться траектория ключевой ставки, достаточно будет лишь предположения, что она будет устойчиво снижаться в ближайшие годы. Если это допущение окажется верным, то это будет мощным стимулом для частных инвесторов, чтобы увеличить размер своих вложений на фондовом рынке. Если в 2017–2018 годах снижение ставок стало причиной бурного роста количества брокерских счетов у населения, то сейчас можно ожидать увеличения объема вложенных средств. Этот сценарий весьма благоприятен для российской финансовой индустрии,

Рисунок 5
IPO/SPO российских эмитентов

Источник: Preqveca



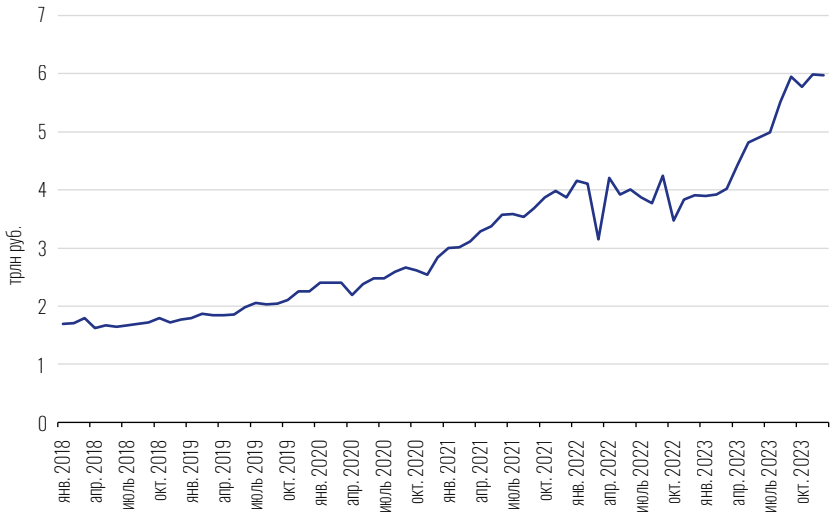


Рисунок 6
Объем вложений частных инвесторов в российские акции

Источник: ЦБ РФ

но одновременно и накладывает на нее большую ответственность. В первую очередь она должна позаботиться о том, чтобы минимизировать неоправданные потери клиентов, а также обеспечить им надежный и комфортный способ инвестирования средств. Для этого нужны усилия всех ее участников:

• Раскрытие информации. Для того чтобы инвесторы могли принимать обоснованные решения, им необходимо иметь перед собой объективную картину. Ее построение невозможно, если доступ к финансовой и иной информации эмитентов является фрагментарным. В этой ситуации многие клиенты начинают опираться на недостоверные данные из сомнительных источников, что значительно увеличивает риски. Регулятор уже предпринял шаги в этом направлении, но процесс необходимо довести до логического завершения (естественно, с поправкой на внешние ограничения).

• Доступ к качественной аналитике / консультационным услугам. Подавляющее большинство частных инвесторов не являются профессионалами в финансовой сфере и поэтому нуждаются в помощи. Помимо традиционных усилий, направленных на повышение финансовой грамотности, стоит обратить внимание и на качество аналитической информации, которая оказывается доступной для клиентов. В современных условиях многое черпается из различных телеграм-каналов и аналогичных источников, качество которых вызывает серьезные сомнения. Индустрии нужно последовательно объяснять клиентам, как отличить достоверную информацию от сомнительной (например, анонимность канала должна заставлять инвесторов более аккуратно относиться к публикуемым в нем сообщениям), и предоставлять максимально широкому кругу инвесторов доступ к брокерской аналитике. Одновременно с этим регулятор/СРО могут создать реестр надежных каналов, которые принимают на себя ответственность за публикуемые материалы. Безусловно, большую роль могут сыграть инвестиционные консультанты, но, к сожалению, развитие этого института идет небыстро.

• Понятный формат взаимодействия между эмитентами и частными инвесторами. Большинство компаний, которые присутствуют на фондовом рынке, ориентируются на коммуникацию с профессионалами. Именно через призму этой активности традиционно формируются подразделения IR (Investor Relations). Однако в современных условиях эмитентам надо прилагать больше усилий для использования формата и даже языка, более понятных частным инвесторам. «Упрощение» коммуникации выглядит необходимым шагом для сохранения инвестиционной привлекательность в глазах упомянутой группы инвесторов. Вероятно, это потребует немного других подходов, а также привлечения специалистов, имеющих опыт работы с социальными сетями. При этом общение с профессиональным сообществом необходимо поддерживать на должном уровне.

В долгосрочной перспективе структура рынка, где доминирующую роль играют частные инвесторы, выглядит неустойчивой (Рисунок 6), поэтому стратегической целью как для регулятора, так и для индустрии должно стать развитие институциональных инвесторов. Увеличение присутствия на рынке долгосрочных игроков, таких как страховые компании и пенсионные фонды, должно придать ему устойчивости. Переток же средств частных клиентов с брокерских счетов в управляющие компании должен сделать процесс инвестирования более профессиональным. При приложении достаточного количества усилий позитивные результаты можно будет увидеть уже через несколько лет.

В долгосрочной перспективе структура рынка, где доминирующую роль играют частные инвесторы, выглядит неустойчивой