

Хестанов С.А.¹

¹ Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте РФ

Анализ изменения соотношения ролей банковского и рыночного компонентов финансового рынка России

АННОТАЦИЯ:

Финансовые системы стран мира, как правило, характеризуются комбинацией двух факторов – доминированием банковского капитала (банковская система) и капитала, привлеченного на рынке (рыночная система). Целью данного исследования стал анализ изменения соотношения ролей банковского и рыночного компонентов финансового рынка России. В качестве основного вывода можно отметить, что при бурно растущей экономике преобладает развитие рыночной модели финансового рынка, при снижении же темпов роста – на ведущие позиции выходят крупные банки. По итогам исследования можно предположить, что в ближайшие год-два тенденция к росту роли банков, скорее всего, сохранится.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: *финансовый рынок России, банковский капитал, рыночный капитал*

JEL: R53

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ:

Хестанов С.А. Анализ изменения соотношения ролей банковского и рыночного компонентов финансового рынка России // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. — 2015. — Т. 2. — № 1. — с. 77-84. — <http://dx.doi.org/10.18334/grfi.2.1.166>

Хестанов Сергей Александрович, доцент кафедры факультета финансов и банковского дела Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ; советник по макроэкономике гендиректора БД «ОТКРЫТИЕ» (sergey.khestanov@gmail.com)

ПОСТУПИЛО В РЕДАКЦИЮ: 12.03.2015 / ОПУБЛИКОВАНО: 30.03.2015

ОТКРЫТЫЙ ДОСТУП: <http://dx.doi.org/10.18334/grfi.2.1.166>

(с) Хестанов С.А. / Публикация: ООО Издательство "Креативная экономика"

Статья распространяется по лицензии Creative Commons CC BY-NC-ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/>)

ЯЗЫК ПУБЛИКАЦИИ: русский



Metadata in English is available.

For detailed information, please, visit <http://dx.doi.org/10.18334/grfi.2.1.166>

При всем многообразии финансовых систем стран мира, они, в основном, образованы комбинацией двух типов – с доминированием банковского капитала (иногда так и называемая «банковской») и с доминированием рыночного (привлеченного на рынке) капитала (иногда называемая «рыночной»). Ярким примером страны с доминированием «рыночной» модели финансового рынка является США, с доминированием банковской модели – Германия. Естественно, реальная финансовая система почти любой страны включает в себя, в разных пропорциях, почти все возможные финансовые институты. С учетом же возможности привлечения капитала из-за рубежа (как путем кредитования, так и листинга на зарубежных биржах) – анализ становится очень сложным. Однако для целей данной статьи будет рассматриваться исключительно изменение соотношения ролей банковского и рыночного компонентов финансового рынка России, игнорируя все остальные его аспекты.

Особенность формирования капитала крупного российского бизнеса заключается в том, что, в отличие от западных стран, он не был привлечен в результате IPO, а появился в результате ваучерной приватизации 1990-х гг. Сам процесс приватизации путем проведения т. н. залоговых аукционов неоднократно подвергался критике (отчасти вполне заслуженной), но свою задачу он выполнил – переход социалистической собственности в частную произошел. Во многих отраслях доля присутствия государства в капитале (уже как акционера) стратегических предприятий остается высоким, тем не менее масштабная приватизация привела к формированию весьма развитого фондового рынка. А поскольку к моменту становления биржевой торговли в России ИТ - технологии в части развития интернета и компьютеризации конечных пользователей были уже развиты, рыночная инфраструктура изначально формировалась с оглядкой на лучшие зарубежные образцы. Так реализовалось классическое преимущество догоняющего развития. С точки зрения развитости технологии (именно технологии, речь о ликвидности и капитализации рынка не идет...)

прямого доступа к рынку (DMA) российский фондовый рынок выглядит передовым.

Примечательно, что к моменту начала восстановления мировой экономики после азиатского экономического кризиса 1997–98 гг российский фондовый рынок подошел с уже сформированной инфраструктурой: присутствовал прямой доступ на биржу (DMA), учетные системы брокеров, депозитариев, регистраторов и собственно бирж были автоматизированы, а сами торгуемые ценные бумаги стали бездокументарными. Некоторые крупные предприятия вышли на внешние рынки – прошел листинг на зарубежных площадках акций и депозитарных расписок. Многие зарубежные инвесторы предпочитали покупать российские бумаги именно на западных биржах в привычном для них правовом поле.

Как только начавшийся после экономического кризиса 1997-98 гг. подъем двинул вверх стоимость сырья и, особенно, – нефтяные цены, внимание инвесторов привлек российский фондовый рынок. Это вызвало многолетний 1998-2008 гг. рост фондового рынка России – и капитализации, и числа участников рынка, и, в значительно меньшей степени – числа эмитентов.

Популярности фондового рынка поспособствовал и значительный рост котировок (а как следствие, значительная доходность стратегии «купил и держи») и проведенные при массовой поддержке государства «народные IPO» (фактически это было SPO, но название «народные IPO» прижилось и стало общеупотребительным).

Приход крупных, в основном иностранных (часть иностранных инвесторов де-факто были российскими, предпочитающими инвестировать в Россию из более удобных юрисдикций), инвесторов двинул вверх капитализацию компаний, приход мелких спекулянтов — увеличил ликвидность. Сочетание высокой капитализации при хорошей

ликвидности акций подтолкнул многие компании к использованию акций в качестве предмета залога при получении кредитов банках. При этом предпочтение отдавалось западным банкам из соображений низкой ставки и многолетней тенденции (1998–2008 гг) укрепления рубля. Пока темпы роста выручки и прибыли компаний превышали ставку кредита, это стратегия давала прекрасные результаты.

Однако после начала острой фазы экономического кризиса в 2008 г эта же стратегия едва не привела к широкомасштабной волне дефолтов и банкротств. Падение цен на нефть вызвало снижение поступлений от экспорта и сильный отток капитала, что спровоцировало сильную и достаточно резкую девальвацию. Капитализация многих компаний упала в 3-5 раз. Стоимость залогов упала, и многие банки (особенно зарубежные!) потребовали доведения обеспечения по кредитам. Угроза массовых маржин-коллов стала реальной.

Когда стало ясно, что чисто рыночные механизмы явно терпят фиаско, в конце 2008 – начале 2009 г. пришлось вмешаться государству. ЦБ РФ развернул программу беззалогового кредитования банковской отрасли, ВЭБ – осуществил массивную скупку рынка. Многие стратегически важные компании получили господдержку (как в виде госзаказа, так и в форме разного рода госгарантий). Катастрофы удалось избежать. Однако следствием такого рода «спасения» стало перераспределение ролей между фондовым рынком (не только российским!) и банками в пользу банков.

Особенно сильное увеличение роли банков произошло весной 2014 г. В результате геополитических событий доступ российских компаний, кроме ограниченного числа крупных банков, на внешний долговой рынок почти прекратился. Сильно выросли доходности как по корпоративным, так и по государственным облигациям.

Эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российских корпоративных заемщиков



Примечание: показатели доходности и дюрации (IG) и (NIG) рассчитываются по индексному портфелю еврооблигаций с рейтингами инвестиционного и верхнего неинвестиционного классов соответственно.

Источник: информационное агентство «Сбондс.ру».

Рисунок 1. Эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российских корпоративных заемщиков.

Источник: cbr.ru

Премия за риск выросла, сделав кредитование еще менее доступным:

Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками с 1.01.2013 (базисные пункты)



Примечание: средний CDS спред по странам с формирующимися рынками рассчитан по Бразилии, Китаю, Турции, Мексике, Малайзии, Польше, Венгрии и другим странам.
 Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

Рисунок 2. Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками с 01.01.2013.

Источник: cbr.ru

ЦБ РФ ответил на это сильным ростом предоставления ликвидности коммерческим банкам, что частично компенсировало отсутствие доступа к внешнему долговому рынку.

(Банк России Доклад о денежно-кредитной политике № 1 март 2015)



Рисунок 3. Динамика ликвидности банковского сектора.

Источник: cbr.ru

Но нет худа без добра: положительным следствием замещения внешних займов внутренними является снижение зависимости от внешних кредиторов. Устойчивость финансового сектора к возможности разного рода санкций увеличивается.

Снижение традиционного предложения ликвидности заставило банки обратить внимание на такой инструмент, как валютное репо. Первое время после предложения рынку этого инструмента спрос на него был мал, однако с декабря 2014 г заметно возрос. К марту 2015 объемы достигли 18 млрд долларов для репо со сроком 12 месяцев, и 9 млрд долларов для репо со сроком 28 дней. Сильно возросший спрос даже вынудил ЦБ повысить ставку, с целью несколько остудить спрос со стороны банков.

Расширенное применение такого инструмента, как валютное репо имеет как свои достоинства, так и недостатки. Главное достоинство, по сравнению с просто продажей валюты, - отсутствие сокращения

денежной базы. Недостаток же заключается в потенциальном риске повторения японского сценария начала 1990-х гг., когда ЦБ был вынужден, во избежание банкротства системообразующих банков «бесконечно» продлевать сроки их кредитования, фактически законсервировав таким образом т. н. «плохие активы» на балансах банков.

На март 2015 г. риски использования валютного РЕПО представляются достаточно умеренными (невелик объем заключенных сделок). Само по себе использование валютного репо несколько напоминает некую специфическую форму количественного смягчения. В качестве нестандартной антикризисной меры (и при условии достаточно ограниченного по объемам применения) использование этого механизма можно только приветствовать, по крайней мере, до возвращения доступа на внешние долговые рынки.

Резюмируя, можно прийти к выводу, что при бурно растущей экономике (в фазе роста экономического цикла) преобладает развитие рыночной модели финансового рынка, при снижении же темпов роста (и тем более – в фазе спада экономического цикла) – на ведущие позиции выходят крупные банки (особенно — с высокой долей государства в капитале). Учитывая период среднесрочных экономических циклов (циклы Жюгляра) – 7-12 лет, можно предположить, что в ближайшие год-два тенденция к росту роли банков, скорее всего, сохранится.

ИСТОЧНИКИ:

1. [Доклад о денежно-кредитной политике](#) // Банк России. – 2015. – Март. - № 1.
2. Международный валютный фонд. Перспективы развития региональной экономики. Глобальная экономическая конъюнктура. – 2015. – Май.
3. [Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности](#) // Международный валютный фонд. – 2015. – Апрель.