

Миловидов Владимир Дмитриевич*, кандидат экономических наук, заведующий кафедрой международных финансов МГИМО МИД России, руководитель Центра социально-экономических исследований РИСИ.

Дважды десять: потерянные десятилетия или обретённые тренды российского финансового рынка

В 2018 г. российский финансовый рынок проходит две важные вехи в своей истории: исполняется двадцать лет долговому кризису 1998 г. и десять – финансовому кризису 2008 г. Экскурс в исторические даты можно продолжить ещё на десятилетие – к 1988 г., когда в России едва намечались реформы финансово-банковского сектора, а мировой рынок уже успел пережить один из первых сбоев в работе торговых роботов, отвечающих за автоматические продажи акций в период резкой перемены конъюнктуры. Из-за них в октябре 1987 г. на фондовой бирже в Нью-Йорке произошло одно из сильнейших в новейшей истории падений конъюнктуры, имеющих технологическую природу. Это событие было чем-то совсем далёким для подавляющей части российского населения и привлекло внимание лишь немногочисленных научных работников, уже в ту пору постигавших азы международного рынка капитала.

При взгляде на прошедшие годы возникает двойственное ощущение. С одной стороны, нельзя не отрицать те революционные изменения, которые произошли в российской экономике, включая возникновение, становление и развитие российского финансового рынка. С другой стороны, на фоне ещё более масштабных трансформаций глобальных финансов и формирования новых мировых центров, прежде всего в Китае, экономический прогресс которого беспрецедентен, динамика и нынешнее состояние российского финансового рынка выглядят достаточно скромно.

Потеряли ли мы прошедшие десятилетия? Наверняка найдутся те, кто в отчаянии ответят утвердительно. Но стоит ли полагаться на эмоции? Возможно, тот этап, который проходит российский финансовый рынок, вполне объективен и определён во многом осмысленным и рациональным выбором многочисленных акторов. Рынок внешне непредсказуем, но в своих глубинах в значительной мере детерминирован поведением его участников: инвесторов, трейдеров, брокеров, консультантов, менеджеров акционерных обществ, чьи бумаги торгуются на биржевых площадках, наконец регуляторов, без которых трудно себе представить все наиболее значимые трансформации российского финансового сектора. Не стремясь

* vmilovidov@hotmail.com

повторить неоднократно сказанное, обратимся к некоторым тенденциям, которые, возможно, и не лежат на поверхности, но имеют принципиальное значение для того, чтобы ответить на вопрос: что мы потеряли, что обрели за прошедшие годы и куда мы идём?

Мир материальный и мир финансовый

Американский экономист Р. Голдсмит был в числе не только первых, но и наиболее убеждённых сторонников тесной взаимосвязи между темпами и уровнем экономического развития, с одной стороны, и развитием финансовых институтов – с другой. Он был пионером в создании системы национальных счетов США и непревзойдённым исследователем финансового развития человеческой цивилизации с древних времён до наших дней. Р. Голдсмит попытался измерить финансовые активы древних государств, например Древней Греции и Римской империи, сопоставив их с масштабами материального производства¹. В его книгах, по сути, речь идёт об измерении степени "финансизации" экономики как об одном из индикаторов общественного развития². Сегодня существует целая библиотека исследований связи финансов с динамикой макроэкономических показателей, однако довольно простая формула "финансовой взаимосвязности" (financial interrelation) Р. Голдсмита помогает увидеть важные пропорции современной экономики. Не будет лишним применить эти формулы и к российскому рынку.

В таблице 1 приведены соотношения финансовых, материальных активов, ВВП и капитализации рынка акций в США и России в 1999 и 2016 г.

Первое, на что обычно обращают внимание те, кто пытается дать оценку развитию российского финансового рынка, – это крайне низкий уровень капитализации торгуемых на российском биржевом рынке акций по сравнению с ВВП. В США рыночная капитализация более чем в 2 раза превышает ВВП, а в России она едва достигает 50 %. Однако это соотношение – лишь верхушка айсберга, так как оно является результатом многих комплексных проблем и процессов, которыми отличаются экономики РФ и США. Надо признать, что за рассматриваемый период времени финансовый рынок России не стоял на месте: развивались институты, росли объёмы сделок и стоимость финансовых активов. Это наглядно видно по соотношению совокупных финансовых и нефинансовых активов (в них учтены основные фонды и активы длительного пользования). С 1999 по 2016 г. оно выросло с 0,16 до 1,26. Причём соотношение совокупных финансовых активов к ВВП увеличилось почти в 10 раз – с 0,57 до 5,29. Несмотря на рост, российский рынок по этим показателям по-прежнему отстаёт от американского, но отрыв всё же сокращается.

¹ См.: *Goldsmith R.W.* Premodern financial systems. A historical comparative study / Cambridge. N.Y.: Cambridge University Press, 1987. 348 p.

² См.: *Goldsmith R.W.* Premodern financial systems; *Idem.* Financial structure and development. Studies in comparative economics. New Haven; L.: Yale University Press, 1969. 561 p.

Таблица 1

Пропорции финансового сектора России и США, 1999–2016 гг.

Показатель	1999 г.		2016 г.	
	Россия	США	Россия	США
Отношение капитализации рынка акций к ВВП	0,3	2,53	0,48	2,47
Отношение финансовых активов к нефинансовым активам (основные средства и активы длительного пользования)	0,16	2,86	1,26	3,55
Отношение финансовых активов к ВВП	0,57	8,58	5,29	11,36
Отношение нефинансовых активов к ВВП	3,6	3	4,2	3,2

Рассчитано по: *Миловидов В.Д.* Финансовый рынок и экономика России: размер имеет значение? // Рынок ценных бумаг. 1999. № 4 (139). С. 9–13; *Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемшиев О.В.* Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора / РАНХиГС. М., 2017. 102 с.; Россия в цифрах. 2003–2018: Крат. стат. сб. / Росстат. М., 2018. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135075100641 (дата обращения: 09.06.2018); Bureau of Economic Analysis // U.S. Department of Commerce. Official website. URL: <https://www.bea.gov/histdata/fileStructDisplay.cfm?HMI=11&DY=2016&DQ=N&DV=AnnualUpdate&dNRD=August-23-2017> (дата обращения: 09.06.2018); Financial accounts of the United states – Z.1 // Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/RELEASES/z1/> (дата обращения: 09.06.2018); Market capitalization on listed domestic companies (% GDP) // The World Bank. Official website. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (дата обращения: 09.06.2018).

Посмотрим на указанные соотношения более пристально. Прежде всего бросается в глаза тот факт, что в России на фоне достаточно устойчивого роста финансовых активов капитализация рынка акций росла гораздо медленнее и была подвержена сильной волатильности. Здесь, конечно, следует назвать факторы финансовых кризисов, затронувших нашу страну, резкого снижения цен на нефть и экономического давления на Россию со стороны развитых стран, и прежде всего США, выразившегося в экономических санкциях. Но дело не только в этих внешних факторах.

Сравним два показателя: соотношение рыночной капитализации и ВВП, а также соотношение нефинансовых активов к ВВП. В 1999 и 2016 г. и в России, и в США они оставались относительно стабильными, при этом соотношение между ними изменилось в весьма узком диапазоне. Но при сопоставлении страновых значений различия разительны: в России мы видим десятикратный разрыв, а в США – в пределах 1,2–1,3 раза. За рассматриваемый промежуток времени соотношение рыночной капитализации и величины нефинансовых активов оставалось в среднем одним и тем же: в США – 71 %, в России – 17 % (рис. 1).

Эти данные говорят о том, что стоимость нефинансовых активов в США, выраженная в рыночной капитализации, существенно больше, чем в России. К этому факту можно относиться по-разному. Кто-то назовет американскую ситуацию "спекулятивным навесом" над реальными активами. Но, говоря объективно, такая рыночная, "бумажная", стоимость нефинансовых активов в США свидетельствует о высоких ожиданиях роста производительности нефинансовых активов, их экономической эффективности, а значит – дохода от вложений в эти активы.

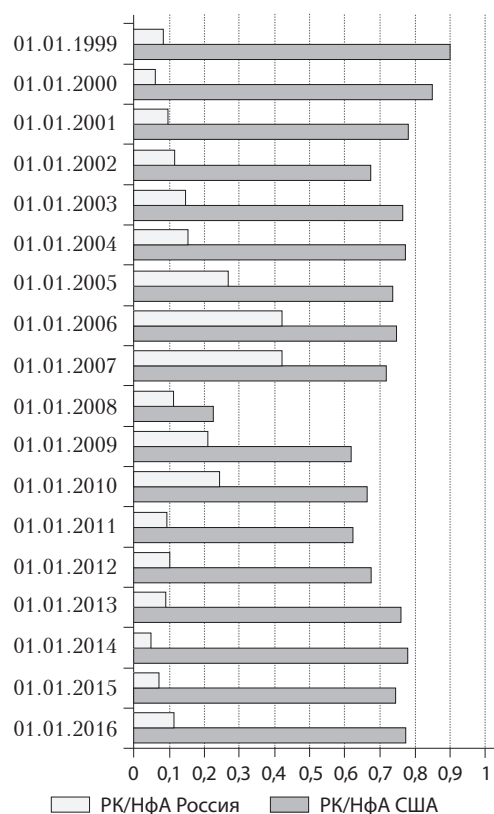


Рис. 1. Капитализация фондового рынка (РК) и нефинансовые активы (НФА) в России* и США, 1999–2016 гг.

* После 2016 г. Росстат изменил формат представления данных по элементам национального богатства, пересчитав с 2011 г. значения нефинансовых активов в сторону их увеличения. На рисунке видно резкое снижение соотношения рыночной капитализации к нефинансовым активам в 2011 г. Вместе с тем общий тренд эта корректировка принципиально не изменила

Источник: Россия в цифрах. 2017: Крат. стат. сб. / Росстат. М., 2017. 511 с. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135075100641 (дата обращения: 09.06.2018); Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора / РАНХиГС. М., 2017. 102 с.; Market capitalization on listed domestic companies (% GDP) // The World Bank. Official website. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (дата обращения: 09.06.2018)

Это привлекает инвесторов, и роль фондового рынка здесь неопределима. Его важнейшая задача как раз и состоит в том, чтобы способствовать переливу капитала из отрасли в отрасль, развитию новых видов хозяйственной деятельности, новых предприятий, имеющих инвестиционную привлекательность. Рыночный характер движения нефинансовых активов в виде акций является важнейшим результатом развития экономических функций финансового рынка. Он, собственно, для этого и формируется³.

За рассматриваемый двадцатилетний период одним из важнейших недостатков функционирования финансового рынка в России стал низкий уровень развития торгуемого на рыночных условиях акционерного капитала. При значительном количестве (до 200 тыс.) созданных в России акционерных обществ лишь единицы выпустили свои бумаги на бирже и могут похвастаться какой-то рыночной капитализацией. Для подавляющего большинства российских предприятий акционерная форма собственности стала скорее вынужденным обременением, нежели формой реализации экономической стратегии по привлечению капитала многочисленных инвесторов. Возможно поэтому в России растёт спрос не столько на совершенствование корпоративного управления, сколько на исключения и послабления в использовании юридического статуса акционерного общества (упрощение отчётности и т.д.).

Низкий уровень показателя рыночной капитализации к ВВП в России во многом определяется очень узким кругом компаний, акции которых торгуются на бирже. Однако

³ См. об этом: Миловидов В.Д. Философия финансового рынка // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 8. С. 3–13.

если сравнить их количество с численностью компаний, чьи акции обращаются на биржевом рынке США (таковых многие сотни), то мы поймём, что даже достигнутые значения этого соотношения не так уж плохи: стоимость в лучшем случае трёх десятков компаний даёт 50 % от ВВП. Нужно отдавать себе отчёт в том, что Россия все эти годы шла совершенно иным путём, нежели США. Несмотря на то что идеологи реформирования российского финансового рынка всегда ориентировались на американский фондовый рынок, сложившуюся там систему финансовых институтов и систему регулирования, особую роль в России приобрели долговые обязательства. На основе данных табл. 1 можно рассчитать, что с 1999 по 2016 г. соотношение рыночной капитализации и финансовых активов сократилось с 0,52 до 0,09. Иными словами, в РФ доминируют финансовые активы, не имеющие рыночной цены, и большая часть из них – долги. *Долговой характер отечественного финансового рынка является ещё одним существенным его недостатком, который даёт о себе знать в долгосрочной перспективе, подавляя динамику рыночной капитализации тех редких компаний, чьи акции обращаются на организованном биржевом рынке.*

Финансовая система долгов

Кризис 1998 г. подвёл черту под крайне неэффективной моделью развития российской экономики, сложившейся в первые годы рыночных реформ (1992–1993), основанной на искусственном поддержании курса рубля с использованием внешних займов у международных финансовых институтов, таких как МВФ и Всемирный банк, на значительном и обращающемся на свободном рынке государственном долге, на сверхвысоких, превышающих официальные показатели инфляции процентных ставках. Эта система буквально вымывала деньги из экономики, где господствовали бартер и денежные суррогаты, объём которых доходил до 90 % всех легальных расчётов предприятий. Последние накапливали долги, процветала теневая экономика с "чёрным налом", а вместе с ней – и криминальный передел собственности. Как ни странно, но эта модель не противодействовала росту финансового рынка, который до 1997 г. устойчиво рос на постприватизационной эйфории иностранных инвесторов. Биржевые индексы впервые в новой истории российского фондового рынка достигли исторических максимумов. В 1998 г. крайне неуклюжий по замыслу и болезненный дефолт государственных облигаций помог вернуть экономику к пропорциональности. Денежные расчёты быстро восстановились, долги предприятий постепенно начали сокращаться. С 1999 г. динамика задолженности предприятий нефинансового сектора в целом следовала динамике ВВП, в большей или меньшей степени способствуя модернизации экономических активов. Если исключить аномалии конца 90-х гг., то соотношение задолженности российского нефинансового сектора к ВВП менялось примерно так же, как и аналогичный показатель в США (особенно это заметно с 2006 г.): в 1999–2016 гг. корреляция этих показателей (их динамика представлена на рис. 2) составила 0,74.

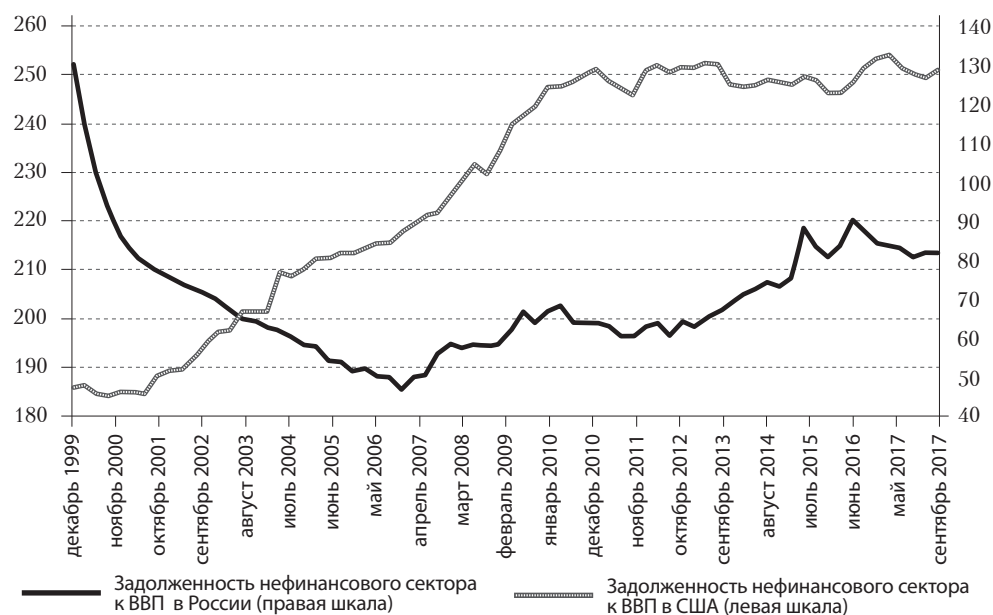


Рис. 2. Задолженность нефинансового сектора к ВВП в России и США, 1999–2016 гг., %

Источник: Credit to the non-financial sector // Bank for International Settlements. Official website. 2018. 5 June. URL: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 10.06.2018)

Представленные данные, казалось бы, не дают повода говорить о какой-то чрезмерной задолженности нефинансового, и в том числе корпоративного, сектора в России. Вместе с тем сравнительный анализ данных и их структуры позволяет выявить определённые диспропорции. В таблице 2 представлена структура национального богатства России.

Таблица 2

Структура экономических активов
и национальное богатство России, 2011–2016 гг.

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
1. Активы	100	100	100	100	100	100
1.1. Нефинансовые активы, % к активам	50,10	49,44	47,10	43,81	43,24	44,22
Основной капитал, в том числе:						
жилые здания	46,13	46,25	43,54	43,41	40,77	39,35
нежилые здания	15,72	15,37	16,70	15,83	16,63	16,96
сооружения	24,75	24,42	24,69	24,31	24,51	25,48
машины и оборудование	8,81	8,93	9,38	9,56	10,78	10,51
транспортные средства	2,63	2,77	3,05	3,87	3,84	3,85
прочие виды основного капитала	1,96	2,27	2,64	3,03	3,46	3,85
1.2. Финансовые активы, % к активам	49,90	50,56	52,90	56,19	56,76	55,78
Монетарное золото и СДР*	0,77	0,69	0,51	0,79	0,92	0,89
Наличная валюта и депозиты	21,53	20,56	19,78	20,17	19,36	18,60
Долговые ценные бумаги	9,37	8,58	7,75	8,15	8,63	7,48

Окончание таблицы 2

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Кредиты и займы	17,53	19,09	20,35	22,76	21,61	20,97
Акции и прочие формы участия в капитале	30,32	29,39	28,48	25,63	26,46	28,35
Страховые и пенсионные резервы	0,75	0,78	0,86	0,76	0,82	0,96
Дебиторская задолженность	19,72	20,90	22,28	21,74	22,20	22,75
2. Обязательства, % к активам	48,82	49,73	52,16	53,66	53,67	54,13
Монетарное золото и СДР	0,13	0,10	0,09	0,12	0,14	0,10
Наличная валюта и депозиты	21,38	20,57	19,65	20,16	19,39	17,91
Долговые ценные бумаги	4,10	4,19	4,01	4,08	3,96	4,07
Кредиты и займы	19,03	20,56	22,24	25,55	24,39	22,47
Акции и прочие формы участия в капитале	34,70	32,87	30,99	27,07	28,39	31,35
Страховые и пенсионные резервы	0,75	0,78	0,85	0,77	0,86	0,97
Кредиторская задолженность	19,91	20,93	22,17	22,24	22,88	23,13
3. Национальное богатство, % к активам	51,18	50,27	47,84	46,34	46,33	45,87
4. Чистые финансовые активы, % к национальному богатству	2,10	1,66	1,54	5,45	6,67	3,59
Монетарное золото и СДР	0,63	0,60	0,47	0,81	0,97	0,96
Наличная валюта и депозиты	0,59	0,33	0,45	1,10	1,26	1,48
Долговые ценные бумаги	5,23	4,48	4,19	5,15	5,98	4,29
Кредиты и займы	-1,06	-1,14	-1,75	-1,99	-1,78	-1,01
Акции и прочие формы участия в капитале	-3,54	-2,95	-2,30	-0,27	-0,47	-2,52
Страховые и пенсионные резервы	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
Дебиторская/кредиторская задолженность	0,23	0,32	0,46	0,61	0,70	0,37

* СДР – специальные права заимствования – международные платёжные средства, предназначенные для использования в строго определённых целях странами – членами МВФ. – *Прим. ред.*

Рассчитано по: Россия в цифрах. 2018: Крат. стат. сб. / Росстат. М., 2018. С. 63.

Прежде всего следует обратить внимание на то, что в структуре финансовых активов наибольшими темпами увеличивались кредиты и займы, а также дебиторская задолженность. Доля акций снижалась, хотя в 2016 г. она немного повысилась, что соответствовало динамике фондового рынка. В структуре обязательств наибольшими темпами росли те же кредиты и займы и кредиторская задолженность. Наряду с ними в структуру обязательств включаются и акции, представляющие собственный капитал предприятий (в американской статистике финансовых активов – equity). Примечательно, что их доля в обязательствах выше, чем в структуре финансовых активов. По методологии Росстата разность величин финансовых активов и обязательств показывает сальдо финансовых требований резидентов страны к нерезидентам⁴. Представленные в таблице данные означают, что сальдо финансовых требований резидентов в части кредитов и займов, а также акций и участия в капитале отрицательное. Иными словами, резиденты имеют чистую задолженность перед нерезидентами по указанным элементам национального богатства. Поскольку акции и участие в капитале – это элемент национального богатства, ассоциируемый прежде всего с корпоративным сектором,

⁴ Энциклопедия статистических терминов: в 8 т. М.: Росстат, 2011. Т. 4: Экономическая статистика. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/rosstat/stbook11/tom4.pdf (дата обращения: 10.06.2018).

то можно предположить, что чистая отрицательная задолженность перед нерезидентами образуется именно у российских акционерных обществ. В этом отрицательном сальдо отражаются и факт кредитования российских компаний зарубежными банками под залог акций ключевых собственников, и, вероятно, офшорная структура российской корпоративной собственности (предприятия должны офшорам своих акционеров), и ряд других специфических особенностей формирования корпоративного сектора в России. *Но в целом все эти особенности крайне негативно сказываются и на общей величине национального богатства, и на уровне капитализации российского рынка. Необходимо отметить, что за рассматриваемый период удельный вес национального богатства в совокупных активах снизился с 51 до 46 %.*

Сравнение структуры национального богатства России и США даёт дополнительные аргументы в пользу довода о "долговом перекосе" российской экономики, в том числе в пользу нерезидентов (табл. 3). Различия национального богатства России и США отчётливы: 1) в США практически в 2 раза ниже удельный вес нефинансовых активов в совокупных; 2) более $\frac{2}{3}$ активов в США составляют финансовые активы; 3) в Соединённых Штатах существенно выше удельный вес обязательств 4) и, как следствие, ниже удельный вес национального богатства. Но наиболее важны различия удельного веса чистых финансовых активов в национальном богатстве: в среднем 3,5 % в России и 11,6 % в США. Несмотря на то что соотношение нефинансовой задолженности к ВВП в Соединённых Штатах выше, чем в РФ, да и общий удельный вес обязательств по отношению к совокупным активам также превышает российский, это компенсируется ростом дополнительных активов резидентов и накоплением долгов нерезидентов перед резидентами. Такая ситуация складывается не без участия фактора американского фондового рынка, который играет гораздо более важную роль в привлечении инвестиций в корпоративный сектор Америки, чем займы, тем более у нерезидентов. А вот американские корпорации и банки кредитуют иностранные компании (в том числе те, которые включены в одну с ними цепочку формирования стоимости) весьма активно. Высокая степень интернационализации американского бизнеса хуже отражается на торговом балансе США, чем на стоимости рыночных финансовых активов. Этого нельзя сказать о России: *при положительном сальдо торгового баланса страны интернационализация российских компаний оборачивается ростом их внешней задолженности и снижением рыночной капитализации.*

России за прошедшие годы не удалось сделать фондовый рынок эффективным инвестиционным механизмом. Он остаётся спекулятивным и в значительной степени обеспечивает движение краткосрочных финансовых ресурсов, включая сделки РЕПО, увеличивающие объём займов под залог ценных бумаг. На уровне конкретных предприятий феномен низких чистых активов (и отрицательного сальдо финансовых требований по займам и участию в капитале) проявляется в высокой совокупной долговой нагрузке. Практически все крупные российские компании имеют проблему долгов, хотя чаще всего это отрицают, а если и признают, то убеждённо заявляют о способности платить по счетам. Но рынок по-своему оценивает эту нагрузку.

Таблица 3

Структура национального богатства
в России и США, 2011–2016 гг.

	Россия						США					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Активы	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1.1. Нефинансовые активы, % к активам	50,1	49,44	47,1	43,81	43,24	44,22	24,91	24,13	22,33	22,38	22,32	21,96
1.2. Финансовые активы, % к активам	49,9	50,56	52,9	56,19	56,76	55,78	75,09	75,87	77,67	77,62	77,68	78,04
2. Обязательства, % к активам	48,82	49,73	52,16	53,66	53,67	54,13	72,81	72,37	74,59	74,91	74,66	74,52
3. Национальное богатство (активы-обязательства), % активам	51,18	50,27	47,84	46,34	46,33	45,87	27,19	27,63	25,41	25,09	25,34	25,48
4. Чистые финансовые активы (финансовые активы-обязательства), к национальному богатству	2,1	1,66	1,54	5,45	6,67	3,59	8,38	12,67	12,13	10,81	11,9	13,83

Источник: Россия в цифрах. Краг. сгг. сб. / Росстат. М., 2018. С. 63; Financial accounts of the United states – Z. 1. // Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/> (дата обращения: 10.06.2018).

Влияние долгов на динамику фондовых индексов и, как следствие, на капитализацию компаний, чьи акции обращаются на организованных рынках, иллюстрируют рис. 3 и 4. На них представлена динамика биржевых индексов России (Индекс Московской биржи) и США (Промышленный индекс Доу–Джонса).

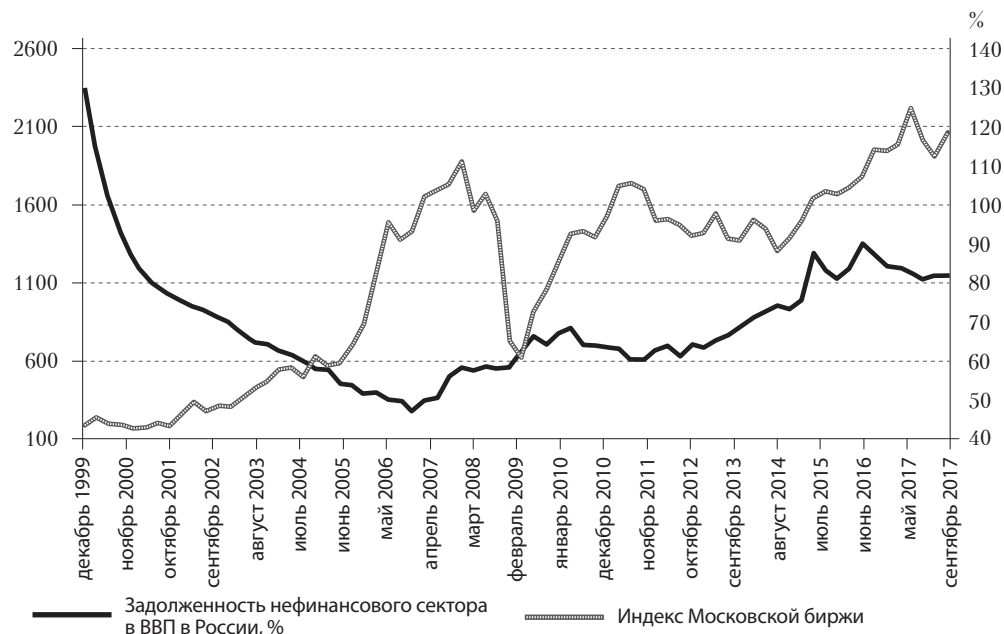


Рис. 3. Индекс Московской биржи и задолженность нефинансового сектора в ВВП в России, 1999–2017 гг.

Источник: Credit to the non-financial sector // Bank for International Settlements. Official website. 2018. 5 June. URL: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 10.06.2018); данные Московской биржи

В 1999–2017 г. периоды роста котировок совпадают с периодами снижения или стабилизации удельного веса нефинансовой задолженности в ВВП. Это отчетливо заметно на интервалах с 1999 по 2006 г., март 2009 – июнь 2011, декабрь 2014 – сентябрь 2017 г. При этом, конечно, нужно учитывать фактор курса рубля, который резко менялся как раз в точках, в которых начинается рост индекса и замедляется рост задолженности. В 2008–2012 гг. на активность компаний в сфере заимствований повлияло сокращение кредитования российских компаний со стороны зарубежных банков, в ещё большем объеме внешний фактор сыграл свою роль в 2014 г. – санкции в отношении России вынудили акционерные общества погашать и реструктурировать долги.

И в США один из самых длительных подъёмов на фондовом рынке начинается практически одновременно с наметившейся тенденцией замедления заимствований нефинансового сектора. Снижению долговой нагрузки способствовал и финансовый кризис 2007–2008 гг.

Накопленные в российской экономике долги, а также незаинтересованность собственников и менеджмента крупных российских акционерных

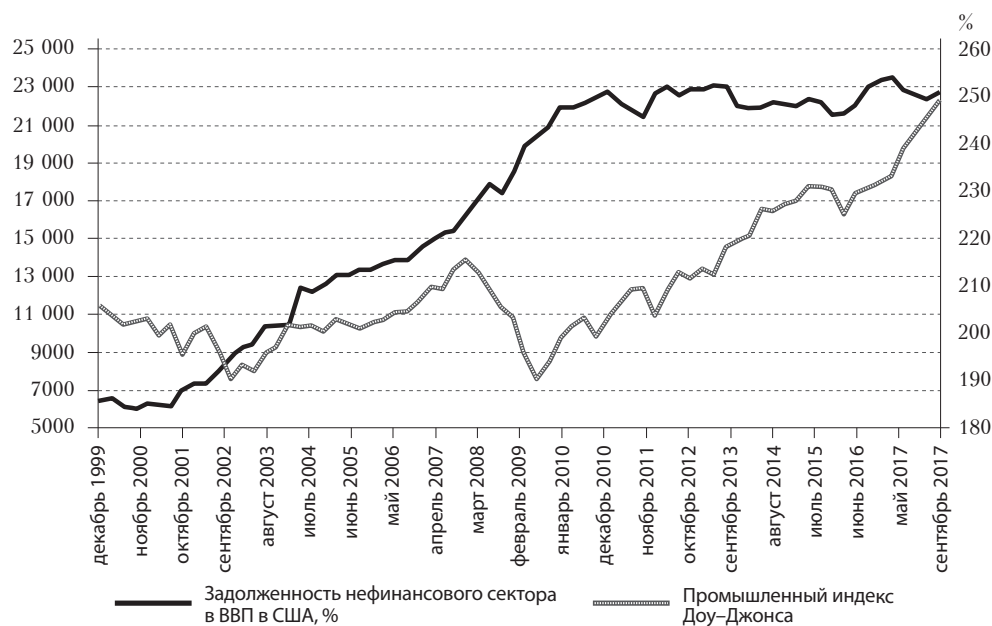


Рис. 4. Промышленный индекс Доу-Джонса и задолженность нефинансового сектора в ВВП в США, 1999–2017 гг.

Источники: Credit to the non-financial sector // Bank for International Settlements. Official website. 2018. 5 June. URL: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 10.06.2018); Dow Jones Industrial Average // Federal Reserve Bank of St. Louis. Economic data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DJIA> (дата обращения: 10.06.2018)

обществ в акционерном финансировании приводят к устойчивой тенденции "недооценённости" российского финансового рынка. Дополнительными факторами, которые действовали в течение всего рассматриваемого периода, были достаточно высокие экономические риски "переходной экономики", сменяющие друг друга финансовые кризисы, непринятие населением фондового рынка в качестве инструмента инвестирования сбережений в силу как незнания, так и недоверия к биржевым инструментам. Можно выделить и другие факторы, из-за которых сегодня уровень развития финансового рынка не соответствует долгосрочным потребностям экономики. На поверхности событий, как верхушка айсберга, остаётся лишь неудовлетворённость участников финансового рынка его динамикой, объёмами и доходностью. Но в большинстве случаев эта неудовлетворённость носит больше эмоциональный, чем рациональный характер. Причём ставшие ритуальными ссылки представителей профессионального сообщества и ряда экспертов на российские политические риски или недостаточное развитие институтов на деле звучат как оправдание их собственных экономических просчётов. Объективные данные, характеризующие развитие российского финансового сектора, свидетельствуют о том, что за прошедшие двадцать лет *фондовый рынок добился тех показателей, которые только и могли быть достигнуты в соответствии с фундаментальными и поведенческими характеристиками российского корпоративного сектора.* Но эти результаты не должны препятствовать

объективной оценке подлинного прогресса финансового сектора России, а также стремлению увидеть перспективы развития новых тенденций, которые способны проявить себя в ближайшем будущем.

Обретённые тренды

Наиболее важным результатом прошедшего двадцатилетия стала интеграция российского финансового рынка в систему международных финансов⁵. Российский рынок при всём своём своеобразии и присущих ему диспропорциях стал глобальным феноменом. Идея создания в Москве международного финансового центра, которая была в фокусе внимания в период с 2009 по 2011 г., формировалась не на пустом месте. Если сопоставить динамику рассмотренных выше показателей российского и американского финансовых секторов, то обнаруживается их тесная корреляция, значения которой представлены в табл. 4.

Таблица 4

Корреляция отдельных показателей
финансового сектора России и США, 1999–2017 гг.

Показатели финансового сектора России	Показатели финансового сектора США	Корреляция
Задолженность нефинансового сектора к ВВП, %	Задолженность нефинансового сектора к ВВП, %	0,7426
Индекс Московской биржи	Промышленный индекс Доу–Джонса	0,7098
Ставка рефинансирования (ключевая ставка с 2016 г.)	Учётная ставка ФРС	0,6314

Рассчитано по: Credit to the non-financial sector // Bank for International Settlements. Official website. 2018. 5 June. URL: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 10.06.2018); Dow Jones Industrial Average // Federal Reserve Bank of St. Louis. Economic data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DJIA> (дата обращения: 10.06.2018); Interest rates, Discount rate for United States // Federal Reserve Bank of St. Louis. Economic data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N> (дата обращения: 10.06.2018); данные Центрального банка России, данные Московской биржи.

Однако между динамикой удельного веса капитализации рынков к ВВП в США и России корреляция практически отсутствует. Это лишь раз подтверждает тот факт, что капитализация складывается в зависимости от экономической эффективности процесса накопления финансовых активов и финансовых обязательств, т.е. от той роли, которую эти активы играют в экономике, от того, что сопутствует их накоплению, от поведения экономических субъектов. При этом само по себе следование какого-либо национального рынка в фарватере мирового рынка ещё не гарантирует, что акции национальных компаний будут пользоваться таким же спросом у иностранных инвесторов, как и акции крупных международных корпораций, которые обращаются в мировых финансовых центрах.

⁵ Определение термина "международные финансы" см.: Международные финансы: Учеб. и практикум для бакалавриата и магистратуры / Под ред. В.Д. Миловидова, В.П. Биткова. М.: Юрайт, 2017. 422 с.

Процесс интеграции российского финансового рынка в мировой был простимулирован приватизацией государственной собственности в начале 90-х гг. Сегодня этот процесс вызывает много нареканий и найдутся единицы желающих безоговорочно признать его успешным и безупречным. Однако в условиях крайне низкого уровня благосостояния населения, не способного стать массовым инвестором, спекулятивности банковского сектора, гипертрофированного государственного долга и многих других экономических диспропорций переходного периода только иностранные инвесторы и редкие российские "нувориши" смогли принять активное участие в приватизации и получить от этого существенную выгоду. Приватизация обусловила высокую долю нерезидентов на российском финансовом рынке фактически с момента его основания. Этот фактор на годы вперед предопределил динамику и пути его развития.

Несмотря на высокую роль нерезидентов на нём, следует отметить, что интеграция российского фондового рынка в мировой финансовый рынок состояла не столько в интернационализации потоков капитала, проходивших через организованные торги ценными бумагами на российских биржевых площадках, сколько в динамично меняющейся прозападной, "проглобальной" ментальности субъектов рынка, включая профессиональных участников, регуляторов, собственников и менеджеров акционерных обществ, представителей саморегулируемых организаций. То есть сознание участников рынка становилось глобальным быстрее, чем окружающая их институциональная реальность. В этом состояла специфика глобализации российского финансового сектора, которая также повлияла на его нынешнее состояние: существенный крен в сторону операций с валютой (форекс), высокий уровень недобросовестной деятельности, спекулятивная гиперреактивность так называемых частных трейдеров, сконцентрированная на рынке производных финансовых инструментов, развитие "трейдерской субкультуры", граничащей с финансовым анархизмом, не желающим признавать законы и правила⁶. Но, с другой стороны, ментальная открытость мировому финансовому рынку способствовала высокой степени инновационной активности субъектов российского финансового рынка. Изобретательность, начитанность и технологические навыки россиян давали свои плоды в виде бурного развития современных электронных систем заключения сделок, интернет-трейдинга, алгоритмической торговли. Восхищаясь высоким уровнем финансового инжиниринга в России, лауреат Нобелевской премии по экономике Р. Шиллер даже приводил его как пример тех гуманитарных выгод, который несёт с собою финансовый капитализм⁷.

Вместе с тем интегрирующийся в систему международных финансов рынок должен был соответствовать своему интернациональному статусу. Это требовало укрепления финансовых институтов, рыночной инфраструктуры, регулирования и регулятора. В этих условиях слабость рынка обрекала бы на слабость государство, а слабость государства, по логике обратной связи, была способна лишить сил и сам рынок⁸. Движимое этой

⁶ См.: *Миловидов В.Д.* Философия финансового рынка. М.: Магистр, 2013. 272 с.

⁷ *Shiller R.J.* Finance and good society. Princeton: Princeton University Press; Oxford, 2012. P. 74.

⁸ См.: *Миловидов В.Д.* Либерализм и регулирование финансового рынка // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 9. С. 20–30.

логикой государство в лице рыночного регулятора (Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, с 2004 г. – Федеральная служба по финансовому рынку) предприняло беспрецедентные шаги по формированию разветвлённой и детализированной нормативно-правовой базы рынка ценных бумаг и финансовых инструментов. Эта нормотворческая активность в период с 1996 по 2012 г. позволила не только обеспечить практически полное соответствие регулирования финансового рынка в России международным стандартам и правилам, но и поставить российский рынок вровень с теми новыми вызовами и проблемами, с которыми сталкиваются все развитые рынки мира.

Российский рынок говорит на одном языке с глобальными рынками и не может считаться каким-то отсталым или догоняющим субъектом международных финансов. Однако это требует от его участников и государства не меньшей, а, может, большей открытости в плане восприятия всего нового, что несёт с собой век информационных технологий и интеллектуализации. Вызовы переходного периода, когда стояла задача создать российский рынок, ничуть не сложнее тех вызовов, которые влекут за собой развитие социальных сетей трейдеров и технологии блокчейн, возникновение криптовалют и рост трансграничных финансовых онлайн-транзакций. В Россию уже приходят международные сетевые системы, такие как *eToro*, создаются свои аналоги социального трейдинга, например *Comon*. Они привлекают всё большее число индивидуальных участников рынка. По косвенным данным, количество клиентов компании "ФИНАМ", которые используют сервис автоследования или копирования сделок *Comon*, достигает порядка 30 тыс. По крайней мере такой вывод можно сделать из заявлений представителя "ФИНАМ" А. Богданова на круглом столе по автоследованию, организованному НАУФОР 26 апреля 2018 г.⁹

Новые сервисы охватывают прежде всего Москву, но их популярность растёт и в других регионах. Анализ статистики интернет-запросов в *Google Trends* показывает, например, что сравнительная популярность сервиса *eToro* в Москве составляет 82 %, а сервиса *Comon* – 18 %. При этом популярность первого достигает 100 % в Красноярском крае, Новосибирской, Нижегородской, Свердловской, Самарской, Ростовской, Воронежской областях и Республике Башкортостан. На рисунке 5 представлена динамика популярности интернет-запросов российских пользователей *Google*: "БКС" (брокер, предоставляющий услуги онлайн), "ФИНАМ" (брокер, владелец сервиса автоследования *Comon*), "ИИС" (индивидуальный инвестиционный счёт), "купить акции", "вложить деньги". Согласно полученным результатам анализа запросов, на всём интервале с 2004 по июнь 2018 г. рейтинг популярности выстроился так: "ФИНАМ" (45 баллов), "БКС" (20), "купить акции" (15), "вложить деньги" (10), "ИИС" (4). Причём растущими по популярности запросами были "БКС" и "купить акции", а популярность запроса "ФИНАМ" начиная с 2011 г. снижалась, несмотря на всплеск интереса в 2014 г.

⁹ Круглый стол по автоследованию. 28 апреля 2018 // НАУФОР. 2018. 7 июня. URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=14905> (дата обращения: 11.06.2018).

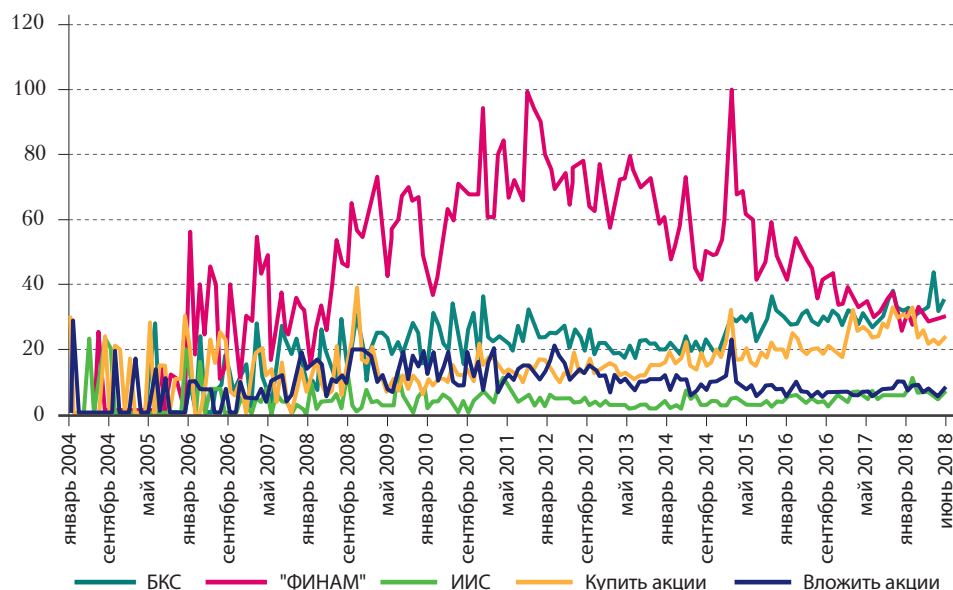


Рис. 5. Популярность интернет-запросов в России относительно сервисов для розничных инвесторов на фондовом рынке, 2004 – июнь 2018 г., %

Источник: Google Trends. URL: <https://trends.google.ru/trends/explore?date=all&geo=RU&q=БКС,ФИНАМ,ИИС,купить%20акции,вложить%20деньги> (дата обращения: 11.06.2018)

Одновременно с развитием новых видов сервисов на рынке ценных бумаг для розничных инвесторов происходят сдвиги и в спросе на универсальные финансовые услуги. Здесь также заметно влияние процессов технологизации. На рисунке 6 видно, как постепенно снижается популярность услуг так называемого форекса, т.е. сделок с иностранной валютой. Это определяется стремлением государства "зарегулировать" эту сферу, ростом числа мошеннических схем, а также постепенной стабилизацией валютного рынка. Резкие удорожания иностранной валюты, жёсткая политика Банка России, ограниченная возможность роста номинальных доходов охлаждают склонность населения к паническим покупкам долларов или евро при резкой смене валютных курсов. Заметно растёт спрос на мобильные банковские услуги, предоставляемые онлайн. Практически в каждом крупном банке в этом режиме можно открыть счёт, управлять им, совершать платежи и переводы. Особенно резко вырос интерес к криптовалюте, прежде всего к биткоину. Этот интерес, конечно, спекулятивен, и его пик пришёлся на конец 2017 г., когда биткоин достиг максимальной стоимости. Постепенно спрос снизился до уровня популярности запросов "мобильный банк" и "форекс". Устойчива популярность запросов "ипотека". Для большинства граждан покупка недвижимости остаётся насущной жизненной потребностью, но также и средством вложения денег. Интерес к ипотечному кредитованию в условиях государственной политики по снижению процентных ставок вполне объясним. Популярность запросов "купить акции", как было уже отмечено выше, имеет тенденцию к росту, но на фоне запросов, которые не связаны с интересом к фондовому рынку, эта популярность крайне низкая.

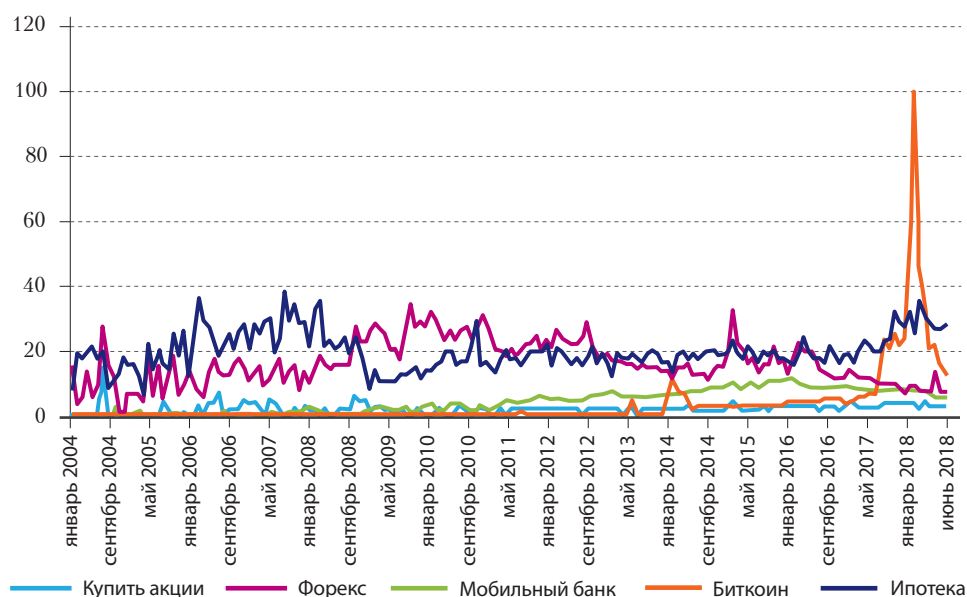


Рис. 6. Популярность интернет-запросов относительно розничных финансовых услуг и криптовалюты в России, 2004 – июнь 2018 г., %

Источник: Google Trends. URL: <https://trends.google.ru/trends/explore?date=all&geo=RU&q=Купить%20акции,Форекс,Мобильный%20банк,Биткоин,Ипотека> (дата обращения: 11.06.2018)

Ещё более интересную картину даёт разбивка популярности интернет-запросов по регионам (табл. 5).

Таблица 5

Популярность интернет-запросов по регионам России, 2004 – июнь 2018 г., % к общему числу запросов в регионе

	Купить акции	Форекс	Мобильный банк	Биткоин	Ипотека
Алтайский край	3	25	16	17	39
Амурская область		23	19	18	40
Архангельская область		25	22	16	37
Астраханская область		31	19	14	36
Белгородская область		35	16	19	30
Брянская область		31	20	19	30
Владимирская область	4	29	17	19	31
Волгоградская область		30	13	18	39
Вологодская область		27	17	17	39
Воронежская область	4	25	18	17	36
г. Москва	7	35	11	14	33
г. Санкт-Петербург	6	26	14	15	39
Еврейская автономная область		20		17	63
Забайкальский край		23	24	16	37
Ивановская область		30	16	20	34
Иркутская область	3	21	23	17	36

Продолжение таблицы 5

	Купить акции	Форекс	Мобильный банк	Биткоин	Ипотека
Кабардино-Балкарская Республика		28	18	18	36
Калининградская область	4	42	11	11	32
Калужская область	5	23	20	15	37
Камчатский край		20	13	26	41
Карачаево-Черкесская Республика		34		27	39
Кемеровская область	3	26	15	17	39
Кировская область		26	15	16	43
Костромская область		32	14	18	36
Краснодарский край	4	28	15	17	36
Красноярский край	3	25	17	16	39
Курганская область		28	18	18	36
Курская область		31	18	16	35
Ленинградская область	6	17	15	26	36
Липецкая область	5	31	13	16	35
Магаданская область				41	59
Московская область	6	24	13	20	37
Мурманская область		27	24	15	34
Ненецкий автономный округ				20	80
Нижегородская область	5	25	17	16	37
Новгородская область		25	18	17	40
Новосибирская область	4	28	13	16	39
Омская область	3	31	13	13	40
Оренбургская область		25	14	18	43
Орловская область		25	17	20	38
Пензенская область	4	26	15	17	38
Пермский край	5	27	14	16	38
Приморский край	3	25	17	16	39
Псковская область		31	18	14	37
Республика Адыгея		35	18	9	38
Республика Алтай				28	72
Республика Башкортостан	3	23	16	17	41
Республика Бурятия		25	21	20	34
Республика Дагестан		53	12	15	20
Республика Калмыкия				29	71
Республика Карелия		23	1	17	41
Республика Коми		26	20	14	40
Республика Марий Эл		27	16	21	36
Республика Мордовия		23	19	17	41
Республика Саха (Якутия)		13	19	24	44
Республика Северная Осетия–Алания		28	18	16	38
Республика Татарстан	3	22	9	16	50
Республика Тыва				20	80
республика Удмуртия	4	24	14	18	40
Республика Хакасия		27	21	14	38
Ростовская область	3	30	16	14	37

Окончание таблицы 5

	Купить акции	Форекс	Мобильный банк	Биткоин	Ипотека
Рязанская область		25	18	18	39
Самарская область	4	28	14	14	40
Саратовская область	3	27	15	15	40
Сахалинская область		21	21	15	43
Свердловская область	4	24	14	19	39
Смоленская область		31	19	17	33
Ставропольский край	3	33	17	16	31
Тамбовская область		25	21	17	37
Тверская область		22	17	17	44
Томская область	4	20	16	18	42
Тульская область	6	26	16	17	35
Тюменская область	4	20	19	19	38
Ульяновская область		26	15	15	44
Хабаровский край		27	18	12	43
Ханты-Мансийский автономный округ	4	22	11	14	49
Челябинская область	4	24	13	20	39
Чеченская Республика		54		29	17
Чувашская Республика		21	18	23	38
Чукотский автономный округ				100	
Ямало-Ненецкий автономный округ		18	18	18	46
Ярославская область		30	15	18	37
<i>Средний показатель 2004–2018 гг.</i>	2	17	5	4	20

Источник: Google Trends. URL: <https://trends.google.ru/trends/explore?date=all&geo=RU&q=Купить%20акции,Форекс,Мобильный%20банк,Биткоин,Ипотека> (дата обращения: 11.06.2018).

В среднем за весь период наиболее популярным был запрос "ипотека", вторым по популярности пока остаётся запрос "форекс", на третьем месте оказался "мобильный банк". По популярности запроса "купить акции" лидирует Москва – 7 % от общего числа запросов горожан. Максимально на "форекс" приходится 54 % интернет-запросов в Чеченской Республике. По интересу к биткоину безусловные лидеры – жители Чукотского автономного округа, которые, похоже, ничем другим из предложенного списка не интересуются – все 100 % запросов посвящены криптовалюте. Наконец, "ипотека" составляет 80 % всех запросов в Республике Тыва и в Ненецком автономном округе. Это российский максимум. Такой спектр региональных интересов к финансовым услугам требует более глубокого изучения, но даже поверхностный взгляд на приведённые цифры говорит о глубокой степени проникновения процесса "финансизации" повседневной жизни в регионы России.

Представляется, что расширение знаний россиян о финансовых операциях, рост их финансовой осведомлённости (не путать с грамотностью!), как и стремление всё более широко использовать финансовые услуги, будут движущими тенденциями развития финансового сектора России.

Наверное, не следует ждать, что в скором времени каждый россиянин станет акционером или будет увлечён спекулятивными стратегиями автоследования. Такого нет и в самых продвинутых с финансовой точки зрения странах. Но то, что Россия перестала быть заповедным оазисом в мире глобальных финансов, не вызывает сомнений. Более того, специфика российской экономики, включая и негативное влияние внешних факторов, таких как санкционное давление, наверняка будет способствовать финансовой изобретательности и быстрому усвоению принципиально новых высокотехнологичных и "умных" финансов. Это со своей стороны станет серьёзным вызовом для регулятора финансового рынка, от которого потребуются умение вовремя заметить зарождающееся предложение инновационных финансовых транзакций, а также спрос на них, и суметь, не подавив их на корню, направить во благо и рынка, и всей экономики.

* *
*

Так стали ли потерянными прошедшие два десятилетия? Думается, что не стали. В настоящей статье была предпринята попытка проанализировать лишь некоторые изменения и трансформации российского финансового рынка. Представленные данные показывают, что российский рынок успешно встал на ноги, окреп, приобрёл свою индивидуальность и специфику. Некоторые специфические черты российского рынка, как, например, задолженность и непризнание собственниками компаний акционерной формы привлечения инвестиций, скорее являются тормозящими факторами. Но в целом даже они не мешают постепенному и последовательному вовлечению широких слоёв населения в финансовые транзакции. Растёт осведомлённость, искущённость, рациональность розничных инвесторов и клиентов финансовых институтов. Одновременно повышается степень интеллектуализации финансовой деятельности, открываются всё большие просторы для внедрения технологий искусственного интеллекта. На финансовом рынке аккумулируются значительные объёмы информации, а задача обработки "больших данных" становится всё более актуальной. Означает ли это, что дальнейшее развитие российского финансового рынка оказывается всё более предсказуемым и поддающимся экстраполяциям? Увы, нет. Отрицательный ответ в том числе объясняется крайне непредсказуемой и неопределённой природой финансов как таковых. Кроме того, возможность оценивать тенденции будущего развития во многом зависит от качества и глубины анализа происходящих на рынке процессов, от научных исследований, математической и статистической обработки информации, познания психологии участников рынка. В мире написано огромное количество фундаментальных работ на эти темы, а их выводы подкреплены солидной статистикой. Исследователи финансов отмечены Нобелевскими премиями. В России, к сожалению, развитие финансового рынка шло несколько в отрыве от фундаментальной науки. Публикации на эту тему носят скорее описательный, констатирующий характер. Статистические данные о российском рынке разрозненны,

труднособираемы и трудносопоставимы. И в этом смысле прошедшие десятилетия действительно оказались потерянными. Но есть надежда, что это удастся наверстать. Иначе и без того сложно предсказуемое будущее финансового рынка может обрушиться на нас самыми невероятными и неожиданными сюрпризами.

Ключевые слова: *финансовый рынок – кризис – национальное богатство – финансовые активы – автоследование – биржевые индексы – финансовый инжиниринг – капитализация.*

Keywords: *financial market – crisis – national wealth – financial assets – auto-follow – market indices – financial engineering – capitalization.*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора / РАНХиГС. М., 2017. 102 с.
2. Круглый стол по автоследованию. 28 апреля 2018 // НАУФОР. 2018. 7 июня. URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=14905> (дата обращения: 11.06.2018).
3. Международные финансы: Учеб. и практикум для бакалавриата и магистратуры / Под ред. В.Д. Миловидова, В.П. Биткова. М.: Юрайт, 2017. 422 с.
4. Миловидов В.Д. Финансовый рынок и экономика России: размер имеет значение? // Рынок ценных бумаг. 1999. № 4 (139). С. 9–13.
5. Миловидов В.Д. Философия финансового рынка // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 8. С. 3–13.
6. Миловидов В.Д. Либерализм и регулирование финансового рынка // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 9. С. 20–30.
7. Миловидов В.Д. Философия финансового рынка. М.: Магистр, 2013. 272 с.
8. Россия в цифрах. Крат. стат. сб. // Росстат. 2003–2018. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135075100641 (дата обращения: 09.06.2018).
9. Энциклопедия статистических терминов: в 8 т. М.: Росстат, 2011. Т. 4: Экономическая статистика. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/rosstat/stbook11/tom4.pdf (дата обращения: 10.06.2018).
10. Bureau of Economic Analysis // U.S. Department of Commerce. Official website. URL: <https://www.bea.gov/histdata/fileStructDisplay.cfm?HMI=11&DY=2016&DQ=N&DV=AnnualUpdate&dNRD=August-23-2017> (дата обращения: 09.06.2018).
11. Credit to the non-financial sector // Bank for International Settlements. Official website. 2018. 5 June. URL: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 10.06.2018).
12. Dow Jones Industrial Average // Federal Reserve Bank of St. Louis. Economic data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DJIA> (дата обращения: 10.06.2018).
13. Financial accounts of the United states – Z.1 // Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/RELEASES/z1/> (дата обращения: 09.06.2018).
14. Goldsmith R.W. Premodern financial systems. A historical comparative study / Cambridge. N.Y.: Cambridge University Press, 1987. 348 p.

-
15. *Goldsmith R.W.* Financial structure and development. Studies in comparative economics. New Haven; L.: Yale University Press, 1969. 561 p.
 16. Interest rates, Discount rate for United States // Federal Reserve Bank of St. Louis. Economic data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N> (дата обращения: 10.06.2018).
 17. Market capitalization on listed domestic companies (% GDP) // The World Bank. Official website. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (дата обращения: 09.06.2018).
 18. *Shiller R.J.* Finance and good society. Princeton: Princeton University Press; Oxford, 2012. 288 p.