

# Оценка места Российской Федерации и ее конкурентов на глобальном финансовом рынке

## Оглавление

Вводные замечания .....	2
Имеющиеся оценки со стороны факторов глобальной финансовой конкурентоспособности.....	3
Краткие сведения о рейтингах финансового развития и рейтингах финансовых центров .....	3
Динамика оценок российского финансового рынка и его основных конкурентов в рамках существующих рейтингов финансового развития и рейтингов финансовых центров .....	6
Динамика показателей места финансового рынка России на глобальном финансовом рынке .....	8
Краткое описание применяемой нами методики оценки места национальных финансовых рынков на глобальном финансовом рынке .....	8
Результаты расчетов показателей места российского финансового рынка на глобальном финансовом рынке.....	10
Сравнение с конкурентами по отдельным показателям.....	12
Основные выводы из проведенного анализа.....	14
Общие выводы о глобальной конкурентоспособности российского финансового рынка .....	14
Слабые звенья российского финансового рынка .....	15
Механизмы ослабления финансового рынка России .....	16
Факторы успеха в глобальной конкуренции национальных финансовых рынков.....	17
Заключение .....	19
Приложения.....	20

## Вводные замечания

Российская академия народного хозяйства и государственной службы (РАНХиГС) в рамках государственного задания 2015 года осуществила исследование на тему «Мониторинг глобальной конкурентоспособности финансового рынка Российской Федерации и анализ мер по ее повышению». В ходе этой работы была впервые предпринята попытка оценить конкурентную позицию российского финансового рынка на глобальном финансовом рынке с двух сторон:

1) со стороны факторов (предпосылок) глобальной конкурентоспособности;

2) со стороны показателей, характеризующих место Российской Федерации и ее конкурентов на глобальном финансовом рынке, являющихся фактически характеристиками результатов конкурентной борьбы России и ее конкурентов на глобальном финансовом рынке.

Оценки факторов глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков в последние годы оценивались посредством специальных рейтингов:

- Индекс глобальных финансовых центров, разработанный компанией Z/Yen Group Limited в 2007 г.;

- Индекс финансового развития, рассчитывавшийся Всемирным экономическим форумом в 2009 – 2013 гг.;

- Индекс развития международных финансовых центров, рассчитываемый альянсом Xinhua и Dow Jones (презентован в 2010 году).

Мы провели оценку показателей места Российской Федерации и других стран на глобальном финансовом рынке со стороны результирующих показателей. Можно сказать, что эти показатели описывают конкуренцию национальных финансовых рынков за глобальные капиталы с противоположной (относительно оценкам факторов глобальной конкурентоспособности) стороны, со стороны их позиции (места) на глобальном финансовом рынке. На наш взгляд, дополнение показателей, характеризующих факторы глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков, показателями позиций этих рынков на глобальном финансовом рынке, являющихся следствием реализации факторов конкурентоспособности, формирует комплексность оценки

привлекательности отдельных национальных финансовых рынков для глобальных инвесторов<sup>1</sup>.

Таким образом, в результате проведенного исследования были получены комплексные оценки места российского финансового рынка и его основных конкурентов на глобальном финансовом рынке.

## **Имеющиеся оценки со стороны факторов глобальной финансовой конкурентоспособности**

### **Краткие сведения о рейтингах финансового развития и рейтингах финансовых центров**

Рейтинг финансовых центров – относительно новый вид рейтинговых продуктов, появившийся одновременно с анонсированием рядом стран цели превращения своего национального финансового рынка в международный финансовый центр. Существующие рейтинги (рэкинги) национальных финансовых рынков и/или финансовых центров (перечисленные во введении) строятся по примерно одинаковой методологии. При их построении используются как объективные индикаторы, так и результаты опроса инвесторов и предпринимателей, действующих в различных странах мира. При этом объективные индикаторы, как правило, взвешиваются и группируются в рамках от одной до трех иерархий, в результате чего получаются рейтинги по всем выделенным направлениям анализа. Перечень объективных индикаторов, используемых при построении рейтингов (индексов), также в значительной мере совпадает. Поэтому данные рейтинги в значительной мере дублируют друг друга. Различия в них формируются в основном вследствие различия весов, придаваемых одним и тем же показателям (группам показателей), при этом такие различия по факту оказываются в некоторой степени связаны с национальной принадлежностью (либо с территориальным базированием) составителя того или иного рейтинга.

**Индекс глобальных финансовых центров (GFCI)** впервые был опубликован в марте 2007 года, и продолжает с тех пор публиковаться с периодичностью раз в полгода.

---

<sup>1</sup> Тем самым данный подход позволяет частично преодолеть те справедливые критические замечания, которые предъявляются рядом ведущих экономистов (например, П.Кругманом - по его мнению, то, что называют конкурентоспособностью, на самом деле не что иное, как производительность) к существующим оценкам факторов конкурентоспособности.

Данный индекс рассчитывается по т.н. «модели факторов оценки», которая сочетает рейтинги и рэнкинги стран по отдельным формализованным показателям с оценками специалистов финансовых организаций, выявленных в результате их ответов на вопросы, сформулированные организаторами исследования.

В рамках инструментальных факторов анализируются следующие аспекты конкурентоспособности:

- условия ведения бизнеса (Business Environment);
- развитие финансового сектора (Financial Sector Development);
- инфраструктура (Infrastructure);
- человеческий капитал (Human Capital);
- репутация и другие общие факторы конкурентоспособности (Reputational & General Factors).

**Рэнкинг индекса финансового развития (Financial Development Index Rankings)**, являющийся фактически рейтингом конкурентоспособности национальных финансовых рынков, впервые в явном виде был разработан и представлен World Economic Forum в 2008 году в ежегодном отчете «Доклад о финансовом развитии. 2008»<sup>2</sup>.

Предложенный в Докладе рейтинг рассчитывается на основе 7 блоков информации («столбов»), описывающих различные аспекты функционирования национального финансового рынка:

- институциональные условия;
- условия ведения бизнеса;
- показатели финансовой стабильности;
- показатели банковского сектора;
- показатели небанковского финансового сектора;
- показатели финансовых рынков;
- размер, глубина рынков и доступность капитала.

---

<sup>2</sup> World Economic Forum. The Financial Development Report 2008. – NY, Geneva, 2008.

Вышеприведенные блоки показателей («столбы») объединены в три группы. Институциональные условия, условия ведения бизнеса и показатели финансовой стабильности объединены в группу «Факторы, политики и институты», характеризующую влияние лиц, формирующих политику (полисмейкеров), на конкурентоспособность национального финансового рынка.

Показатели банковского сектора, показатели небанковского финансового сектора и показатели финансовых рынков объединены в группу «Финансовое посредничество», характеризующую влияние финансовых посредников на конкурентоспособность национального финансового рынка.

Размер, глубина рынков и доступность капитала составляют группу «Доступность капитала и доступ на рынок», характеризующую эффективность финансового рынка с точки зрения конечных пользователей капитала.

**Индекс развития международных финансовых центров** (International Financial Centers Development Index) был разработан в результате объединения усилий Xinhua News Agency и Chicago Mercantile Exchange Group (CME), которая владеет Dow Jones Index Service Co., и впервые презентован в 2010 году. Индекс IFCD пересматривается ежегодно, таким образом, на сегодняшний день опубликовано 5 докладов с данным индексом (2010, 2011, 2012, 2013, 2014).

Методология индекса применяет объединение системы объективных показателей с субъективными оценками (результатами опроса на основании стандартных опросников, а также результатами углубленных интервью).

Индекс формируется на основе трехуровневой системы объективных индикаторов. Каждый индикатор первого уровня опирается на несколько индикаторов второго уровня, которые, в свою очередь, опираются на несколько индикаторов третьего уровня.

К индикаторам первого уровня относятся:

- 1) Финансовый рынок (имеет вес в совокупном индексе 0,21; включает 4 индикатора второго уровня и 16 индикаторов третьего уровня).
- 2) Рост и развитие (0,21; 3 и 12).
- 3) Производственная поддержка (0,19; 2 и 10).
- 4) Сервисная поддержка (0,2; 3 и 11).
- 5) Общие условия (0,2; 4 и 15).

Субъективные оценки выявляются на основе опросов и углубленных интервью по таким же 5 категориям. При формировании итоговой оценки по

каждой из 5 категорий объективные и субъективные оценки применяются в одинаковой пропорции (50:50).

### **Динамика оценок российского финансового рынка и его основных конкурентов в рамках существующих рейтингов финансового развития и рейтингов финансовых центров**

Индекс глобальных финансовых центров (GFCI) оценивает конкурентоспособность отдельных финансовых центров, описываемых как отдельные города. В данном рейтинге из российских финансовых центров присутствуют Москва (с самого первого рейтинга, т.е. с марта 2007 года) и Санкт-Петербург (с сентября 2009 года). Изменение мест Москвы и Санкт-Петербурга, а также финансовых центров развивающегося мира, являющихся основными конкурентами России на мировом финансовом рынке, в данном рейтинге приведено в таблице 1 и на рисунке 1 (см. приложение).

Москва и Санкт-Петербург остаются внизу рейтинга GFCI в течение всего периода расчета этого рейтинга. В последние два года отставание российских финансовых центров от своих конкурентов усиливалось, но в последнем рейтинге (март 2016 года) Москва поднялась сразу на 9 мест вверх (с 78 на 67 место), обогнав, в том числе, Алматы. Однако по итогам последних рейтингов GFCI российские финансовые центры значительно отстают не только от финансовых центров стран БРИКС (разрыв от которых заметно увеличился за последние годы), но и от Мехико, Варшавы, Стамбула. Необходимо напомнить, что в соответствии с Дорожной картой по созданию МФЦ, на 2014 год было намечено вхождение Москвы в top-40 МФЦ, на 2015 год – в top-25, а на 2018 – в top-15<sup>3</sup>.

В соответствии с последними рейтингами (GFCI), на глобальном уровне выделяются 12 лидеров, отличающихся как глубиной, так и шириной (соответственно, специализацией и диверсификацией), среди которых выделены top-4: Лондон, Нью-Йорк, Сингапур и Гонконг. Из числа МФЦ, которые можно рассматривать в качестве конкурентов России, в число 12 глобальных лидеров входит Сеул. Пекин и Дубай позиционируются как специализированные глобальные центры. Остальные МФЦ развивающихся рынков, конкурирующих с Россией на глобальном рынке капиталов, позиционируются как транснациональные (в т.ч. Шанхай, Шэньчжень, Стамбул, Алматы) или локальные (в т.ч. Мехико, Сан-Паоло, Варшава, Йоханнесбург) центры.

---

<sup>3</sup> План мероприятий («Дорожная карта») «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации» (утвержден Распоряжением Правительства РФ от 19.06.2013 № 1012-р), с. 3.

Рэнкинг финансового развития (Financial Development Index Rankings) ранжирует по конкурентоспособности не города, а национальные финансовые рынки, т.е. в данном рейтинге финансовый центр ассоциируется с той или иной страной. В данном рейтинге за все время его независимого расчета (отдельно от общего Индекса глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума - ВЭФ) Россия, как правило, оценивается хуже своих партнеров по БРИКС (исключением стал 2012 год, когда Россия опередила Индию) – см. таблицу 2 и рисунок 2 в приложении.

Более детальный анализ позиций стран с крупнейшими развивающимися рынками по рэнкингам конкурентоспособности национальных финансовых рынков ВЭФ позволил сделать следующие выводы относительно конкурентных позиций России.

Россия уступает всем своим партнерам по группе БРИКС по 4 направлениям из 7: «институциональные условия», «сектор банковских услуг», «показатели финансовых рынков» и «финансовая доступность». В то же время Россия превосходит все страны БРИКС по направлению «условия ведения бизнеса».

В настоящее время ВЭФ не рассчитывает отдельного Рэнкинга финансового развития. Вместе с тем в рамках более общего Индекса глобальной конкурентоспособности присутствует оценка по фактору «Развитие финансового рынка», в соответствии с которой Россия в настоящее время занимает 95-е место (из 140).

Индекс развития международных финансовых центров (IFCD) оценивает конкурентоспособность финансовых центров, ассоциируемых с городами. В этом рейтинге постоянно присутствует Москва.

Изменение мест Москвы и других финансовых центров развивающегося мира, являющихся основными конкурентами России на мировом финансовом рынке, в индексе IFCD приведено в таблице 3 и на рисунке 3 в приложении.

Закономерности формирования Индекса развития международных финансовых центров (IFCD) в целом сходны с аналогичными закономерностями для рейтингов Z/Yen Group Limited и Всемирного экономического форума. Определенное преимущество в данном Индексе имеют финансовые центры Китая (3 центра входят в топ-15) и США (5 центров входят в топ-20).

Более детальный анализ позиции Москвы в данном Индексе показал, что, по мнению составителей данного индекса, относительно сильными сторонами для Москвы выступают факторы, объединенные в группы «Производственная поддержка» (22 место при общем 33 месте Москвы в 2014 году) и «Финансовый рынок» (23 место), а относительно слабыми – факторы, объединенные в группу «Общие условия» (43 место). Как представляется, такой взгляд в целом справедлив.

## **Динамика показателей места финансового рынка России на глобальном финансовом рынке**

### **Краткое описание применяемой нами методики оценки места национальных финансовых рынков на глобальном финансовом рынке**

Проведенный нами анализ места национального финансового рынка на глобальном финансовом рынке опирается на комплекс показателей, характеризующих фактически результаты конкуренции национальных финансовых рынков в рамках глобальной финансовой системы.

В качестве таких показателей используются в основном достаточно простые показатели — показатели доли в соответствующем сегменте глобального рынка — по важнейшим сегментам финансовых рынков, а также некоторые другие показатели (показатель, характеризующий степень приближения национальной валюты к статусу свободно конвертируемой, и показатель, характеризующий представления глобальных инвесторов о степени благоприятствования национального инвестиционного климата). На наш взгляд, доля той или иной страны в глобальном финансовом рынке является наиболее простой и точной оценкой текущего места национального финансового рынка на глобальном финансовом рынке.

Вместе с тем представляется необходимым включение показателей, характеризующих степень приближения национальной валюты к статусу свободно конвертируемой (резервной) валюты, а также показателей, характеризующих инвестиционный климат.

Необходимость учета степени приближения национальной валюты к статусу свободно конвертируемой обусловлена тем фактом, что формирование международного финансового центра неизбежно сопровождается процессом концентрации инвестиционного спроса. Концентрация инвестиционного спроса в рамках формирующегося финансового центра повышает активность использования национальной



валюты в рамках глобального финансового рынка, а также отражается на динамике курса национальной валюты (посредством повышения роли капитальных операций в курсообразовании).

В качестве показателя, характеризующего представления глобальных инвесторов об уровне инвестиционного климата, нами использовано соотношение странового значения показателя Р/Е и значения данного показателя в среднем по развивающимся рынкам. Данное соотношение формируется в результате инвестиционных решений глобальных инвесторов, распределяющих свой портфель между различными национальными рынками, в том числе между развивающимися рынками акций. Данный показатель естественным образом интегрирует все факторы инвестиционной привлекательности акций, не связанные прямо с финансовыми результатами деятельности отдельных корпораций. Содержательно данный показатель указывает на дисконт, который закладывают глобальные инвесторы при рассмотрении возможностей инвестирования в акции различных стран с развивающимися рынками (относительно среднего значения по развивающимся рынкам).

При анализе места финансовых рынков России (и аналогично - других стран, являющихся конкурентами России на глобальном рынке капитала) на мировом финансовом рынке по итогам 2006 - 2015 гг. используется следующий комплекс показателей (внутренняя иерархическая структура данного комплекса приведена на рисунке 4 в приложении):

1. Доля в мировой капитализации
2. Доля в мировом объеме биржевых торгов акциями
3. Доля в мировом объеме IPO/SPO
4. Доля в мировом объеме банковских активов
5. Доля в мировой стоимости чистых активов институтов коллективных инвестиций
6. Доля в мировом объеме страховых премий
7. Доля в мировом объеме премий по страхованию жизни
8. Соотношение номинального валютного курса рубля и паритета покупательной способности рубля
9. Доля рублевых еврооблигаций в совокупном глобальном объеме еврооблигаций в обращении
10. Доля рубля в глобальной валютной торговле (в объеме торговли на глобальном валютном рынке)

## 11. Соотношение показателя Р/Е по российским корпорациям к среднему значению данного показателя по развивающимся рынкам

Необходимо отметить, что по состоянию на 1 марта 2016 года имеются необходимые данные для расчета лишь части показателей по итогам 2015 года (по рынку акций и, по состоянию на 3-й квартал, по инвестиционным фондам). Остальные данные рассчитаны по 2014 год включительно.

Выбор 2006 года в качестве базового обусловлен в основном двумя соображениями. Во-первых, 2006 год стал последним годом относительно «стандартного» развития глобального финансового рынка перед потрясениями 2007 – 2009 гг. Несмотря на то, что последний по времени глобальный кризис датируют, как правило, 2008 годом, в реальности кризисные события, послужившие началом большого кризиса, начались именно в 2007 году, а некоторые их предпосылки (например, падение цен на недвижимость в США) – во второй половине 2006 года. Во-вторых, начиная именно с 2006 года в системы сбора информации о финансовых рынках оказались вовлечены практически все более или менее крупные развивающиеся финансовые рынки, что позволяет говорить о том, что ненаблюдаемая часть мирового финансового рынка составляет меньше, чем статистическая погрешность.

Расчет долей России (а также ее основных конкурентов на глобальном рынке капитала) происходит на трех уровнях:

- доли на глобальном рынке капитала;
- доли на развивающемся финансовом рынке;
- доли на финансовом рынке стран БРИКС.

### **Результаты расчетов показателей места российского финансового рынка на глобальном финансовом рынке**

Все характеристики доли России на глобальном финансовом рынке с точки зрения их динамики в течение 2006 – 2015 гг. можно подразделить на три группы (см. таблицу 4 и рисунок 5 в приложении):

- доли банков (по активам) и страховых компаний (по страховым премиям) имеют тенденцию к росту;
- показатели доли рынка акций существенно снизились (по сравнению с относительно высокими предкризисными значениями - в несколько раз);
- показатели доли долгосрочных институциональных инвесторов (взаимные фонды по стоимости чистых активов и страховые компании по

премиям по страхованию жизни) незначимы, равно как и доля еврооблигаций, номинал которых выражен в рублях.

В сравнении с долей России в мировой экономике (оцениваемой на основе показателя валового внутреннего продукта в номинальном выражении) все показатели долей секторов финансового рынка после кризиса 2008 года ниже или существенно ниже, что указывает на значительную недоразвитость российского финансового сектора по сравнению с остальным миром.

Все использованные нами показатели указывают на продолжающееся снижение значений этих показателей для России. Более чем в 2 раза снизилась доля России в мировой капитализации, существенно снизились и другие показатели доли России на мировом рынке акций, особенно на рынке IPO/SPO. Доля России в глобальной стоимости чистых активов взаимных фондов в 2014 году снизилась до 0,00% и продолжала снижение в 2015 г. (0,0036%). В 2014 году существенно снизилась доля рубля в мировой номинальной стоимости еврооблигаций, находящихся в обращении. Соотношение P/E по России и среднего P/E по развивающимся рынкам в 2014 году вернулось к минимальным значениям, зафиксированным по итогам 2008 года.

Последний показатель, рассматриваемый как дисконт, заслуживает особого внимания. С точки зрения его динамики вся история может быть подразделена на два периода (см. рисунок 6 в приложении):

- с 2000 по 2005 год данный показатель демонстрировал улучшение восприятия инвестиционного климата в России с точки зрения глобальных инвесторов, достигнув в 2005 году смены дисконта на премию по отношению к среднему уровню P/E по развивающимся рынкам;

- с 2006 г. по 2014 год наблюдается устойчивый рост дисконта к стоимости российских акций по отношению к среднему уровню по развивающимся рынкам, характеризующий неуклонное ухудшение качества инвестиционного климата в России.

Сопоставление характеристик секторов финансового рынка России с аналогичными характеристиками развивающихся рынков в целом привело к следующим результатам (см. таблицу 5 в приложении):

- лишь один параметр (доля в банковских активах) стабилен на относительно высоком уровне;

- доли России в объеме валютной торговли валютами развивающихся стран и в объеме премий по страхованию жизни растут, однако в случае второго показателя этот рост объясняется исключительно эффектом низкой базы;

- все другие параметры снижаются, при этом доли по показателям объема IPO/SPO, капитализации и стоимости чистых активов взаимных фондов снижаются исключительно быстро;

- после 2007 года доли всех секторов финансового рынка России в совокупном развивающемся рынке существенно ниже доли России в развивающемся мире по показателю ВВП.

При сопоставлении развития российского финансового рынка и финансового рынка стран БРИКС в целом также наблюдается нарастающее отставание России в развитии своего финансового рынка от партнеров по БРИКС (см. таблицу 6 в приложении). Однако в данном случае показатели долей секторов финансового рынка несколько ближе к показателю доли в совокупном ВВП БРИКС.

На фоне более динамично развивающихся финансовых рынков партнеров по группе БРИКС, Россия весьма заметно отстала от них в ходе кризиса 2008 – 2009 гг., после чего наметилась стабилизация доли России в данной группе стран. Однако данные 2014 года свидетельствуют о возможном наступлении новой фазы отставания России от других стран БРИКС, результатом которого может стать несопоставимость размеров финансовых рынков России и других стран БРИКС (т.е. «выпадение» России из группы БРИКС в глазах глобальных инвесторов). В этой связи особенно опасно опережающее отставание России по показателю Р/Е, что указывает на наметившееся «выпадение» России из группы БРИКС, прежде всего, в части оценки глобальными инвесторами благоприятности инвестиционного климата.

### **Сравнение с конкурентами по отдельным показателям**

Доли стран на мировом финансовом рынке зависят от размера экономики, от благоприятности инвестиционного климата, привлекающего иностранных инвесторов, а также от развитости внутренних институциональных инвесторов и ряда других параметров.

Основными конкурентами России на мировом рынке капитала являются, прежде всего, другие крупные развивающиеся рынки,

объединенные, вместе с Россией, в группу стран БРИКС – Бразилия, Индия, Китай, Южная Африка. В то время, когда впервые было предложена аббревиатура БРИК (ноябрь 2001 года), впоследствии трансформировавшаяся в БРИКС (февраль 2011 года), все страны этой группы обладали примерно равными (по емкости) финансовыми рынками, они рассматривались в качестве потенциально наиболее динамичных экономик мира.

Для стран с крупнейшими развивающимися рынками характерен весьма существенный разброс показателей Р/Е, что может рассматриваться как свидетельство крайне селективного подхода глобальных инвесторов к возможностям инвестирования в акции этих рынков. В основе данной селекции, на наш взгляд, лежат, прежде всего, представления инвесторов о различной степени привлекательности инвестиционных возможностей и благоприятствования инвестиционного климата в этих странах. В данном аспекте Россия в настоящее время существенно отстает от своих конкурентов, причем это отставание наметилось не в последние годы, а в 2010 – 2011 гг. (см. рисунок 7 в приложении).

Отставание России от своих конкурентов по показателю Р/Е сформировалось в результате переоценки перспектив роста российской экономики глобальными инвесторами. Последующее замедление российской экономики, с одной стороны, подтвердило прогнозы ведущих глобальных инвесторов, а с другой стороны, выступило компенсирующим (через показатель чистой прибыли на акцию) фактором, препятствующим дальнейшему снижению соотношения Р/Е.

С точки зрения размера экономики Китай в настоящее время заметно превосходит другие страны группы БРИКС, что отражается на размерах его доли в мировом финансовом рынке, особенно по показателям рынка акций (см. рисунки 8 – 10 в приложении) и страхового рынка (см. рисунки 12 – 13 в приложении). Благодаря эффекту гравитации Китай особенно значимо оторвался от своих конкурентов по показателю объема биржевой торговли акциями на национальных биржах, и при этом этот отрыв продолжает увеличиваться (см. рисунок 9 в приложении).

Россия в части рынка акций отстает от своих конкурентов по показателям капитализации и объема IPO/SPO после кризиса 2008 года (см. рисунки 8 и 10); после 2011 года началось существенное отставание по показателю объема биржевой торговли акциями (см. рисунок 9), т.е. по

уровню ликвидности рынка акций; в 2014 году отставание ускорилось по всем показателям рынка акций.

По третьему фактору, определяющему размеры долей на мировом рынке капитала – развитости внутренних институциональных инвесторов – отставание России от других стран группы БРИКС можно назвать катастрофическим (см. рис. 9 – 11), особенно ярко это заметно в секторах долгосрочных инвесторов. Как представляется, именно отсутствие внутренних долгосрочных институциональных инвесторов в значительной мере предопределяет отставание России от своих конкурентов по другим показателям.

Среди стран БРИКС наиболее развита индустрия открытых инвестиционных фондов в Бразилии, в течение 2014 – 2015 годов значительный прогресс наблюдается в Китае (см. рисунок 11 в приложении).

Страховой рынок в наибольшей степени среди стран БРИКС развит в Китае; в течение 2006 – 2013 гг. стабильно росла доля Бразилии (как в целом по страховым премиям, так и по премиям страхования жизни) – см. рисунки 12 и 13 в приложении.

## **Основные выводы из проведенного анализа**

### **Общие выводы о глобальной конкурентоспособности российского финансового рынка**

Проведенный анализ места российского финансового рынка на глобальном финансовом рынке подтвердил принципиальные выводы из анализа рейтингов глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков (прежде всего, Индекса глобальных финансовых центров) о снижении конкурентоспособности российского финансового рынка, ставшим особенно заметным в 2014 году. Вместе с тем проанализированные нами показатели дают оценку существенно более резкого снижения значимости России на глобальном финансовом рынке, по сравнению с оценками рейтингов глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков. По нашим оценкам, Индекс глобальных финансовых центров (GFCI) в наибольшей степени (среди других аналогичных рейтинговых продуктов) близок к оценкам, сделанным нами на основании показателей долей стран на мировом финансовом рынке.

Несмотря на наличие ряда субъективных моментов (как представляется, данный рейтинг отдает заметное преимущество финансовым

центрам стран с британской системой права, входивших ранее в Британскую империю; для него также характерно значительное присутствие в верхних строчках рейтинга оффшорных центров и территорий), данный рейтинг в целом наиболее объективен.

Однако в рамках проведенных расчетов статистически устойчивых зависимостей между рейтинговыми оценками и показателями доли страны на мировом финансовом рынке выявить не удалось. Единственным исключением является, отчасти, наличие некоторой взаимосвязи между динамикой рейтинговых оценок Индекса глобальных финансовых центров и динамикой доли страны на глобальном финансовом рынке по показателям рынка акций, в первую очередь - капитализации. Однако подтверждения устойчивости этой связи, на наш взгляд, недостаточно обоснованы, так как формальные коэффициенты устойчивости связи на столь малом отрезке неприемлемы.

### **Слабые звенья российского финансового рынка**

Проведенный анализ показал, что наиболее слабыми звеньями российского финансового рынка являются секторы долгосрочных институциональных инвесторов (взаимные фонды в рамках рынка коллективных инвестиций и страхование жизни в рамках рынка страховых услуг). Это хорошо заметно по показателям относительного уровня развития секторов российского финансового рынка (относительно мирового уровня развития, а также относительно уровня развития по развивающимся рынкам и относительно уровня развития секторов финансового рынка в странах БРИКС).

В данном случае мы использовали подход, применяемый при расчете степени финансиализации экономики, при котором развитие финансового рынка в целом или его отдельных сегментов сопоставляется с развитием экономики в целом. Мы провели нормирование показателей доли отдельных сегментов финансового рынка России в рамках глобального финансового рынка показателем доли России в мировой экономике по показателю ВВП, пересчитанному в доллары по номинальному курсу.

Сопоставление доли России в мире по тому или иному сегменту финансового рынка с долей России в мировой экономике (по показателю ВВП) показывает, насколько развит данный сегмент финансового рынка России по сравнению с мировым уровнем развития данного сегмента. Результаты такого сопоставления с уровнем развития секторов финансового рынка в мире в целом приведены в таблице 7 (см. приложение).

Очевидно, что данное обстоятельство тесно связано с неблагоприятным инвестиционным климатом, отражающимся в большом дисконте стоимости российских корпораций (по сравнению с развивающимися рынками в среднем) по показателю P/E. Отсутствие долгосрочных внутренних инвесторов плохо сказывается на развитии рынка акций, все показатели которого демонстрируют ухудшение в период 2006 – 2015 гг. Особенно тяжелым для российского рынка акций стал 2014 год, за который падение долей России в мировой капитализации и в мировом объеме IPO/SPO сопоставимо только с 2008 годом.

На основе выявления «слабых звеньев» российского финансового рынка можно выдвинуть следующую гипотезу. Причины отставания России в части развития финансовых рынков в определенной мере лежат в плоскости предельно малого развития ряда ключевых сегментов этого рынка, а именно:

- отсутствие долгосрочного инвестора (крупной индустрии институтов, аккумулирующих долгосрочные инвестиции);
- отставание небанковского сектора в целом (по сравнению с банковским сектором).

Безусловно, эти факторы не являются исчерпывающими в плане объяснения недостаточного развития финансового рынка России, они должны быть дополнены фундаментальными факторами, связанными с экономическим развитием в целом. Так, наметившееся отставание России (от развивающегося мира в целом; от группы БРИКС) в росте экономики после кризиса 2008 года, по-видимому, является не менее значимым фактором, препятствующим развитию финансового рынка Российской Федерации.

### **Механизмы ослабления финансового рынка России**

Вторая гипотеза, которую можно сформулировать по итогам поиска наиболее проблемных сегментов российского финансового рынка, касается механизмов передачи воздействий между факторами, лежащими в основе развития финансового рынка в целом. Недостаточное развитие институциональных инвесторов существенно ограничивает объем спроса на рынках ценных бумаг в целом, и особенно на первичном рынке акций. В результате значительная часть пакетов акций, размещаемых в ходе IPO/SPO, распределяется среди ограниченного круга инвесторов, преимущественно иностранных. Ограниченность круга инвесторов прямо ведет к снижению ликвидности рынка акций. Преобладание иностранных инвесторов в структуре покупателей акций в ходе IPO/SPO способствует оттоку



ликвидности с национального рынка акций на иностранные рынки. И то и другое существенным образом угнетают рост ликвидности внутреннего рынка акций.

В свою очередь, низкая ликвидность внутреннего рынка акций ограничивает круг инвесторов, которые потенциально могли бы участвовать в последующих размещениях акций на этом рынке, и, соответственно, снижают возможный уровень цен последующих размещений. Более низкие цены потенциальных IPO/SPO, в свою очередь, снижают количество корпораций, желающих разместить свои акции, и, соответственно, объем первичного рынка (объем IPO/SPO). Относительно низкие цены одновременно являются и фактором относительно более низкой капитализации.

На уровень ликвидности также отрицательно влияет нарастающая диспропорция в развитии банковского и небанковского сегмента российского финансового рынка. При наличии достаточного количества крупных небанковских финансовых организаций они могли бы без существенного участия банков обеспечивать себя ликвидностью (в том числе краткосрочной ликвидностью) через операции купли-продажи ценных бумаг на бирже и, отчасти, на внебиржевом рынке. Но в ситуации угнетенного состояния небанковских финансовых организаций функцию поставщика ликвидности берут на себя банки. Однако банки, в силу своей природы, в силу требований банковского риск-менеджмента предпочитают не покупать ценные бумаги в рамках обычных сделок купли-продажи, а предоставлять ликвидность через сделки репо. В результате в России сделки репо в структуре сделок с акциями на фондовой бирже составляют более 90% (в конце 2009 г. – около 40%), а на рынке корпоративных облигаций – более 94%. Следствием такой структуры биржевого оборота является постоянное давление на нормальный режим торговли ценными бумагами, ведущее к сокращению ликвидности рынков.

Схематически гипотеза о механизме влияния недоразвитости отдельных сегментов российского финансового рынка на снижение уровня относительного развития финансового рынка Российской Федерации в целом приведена на рисунке 7 в приложении.

### **Факторы успеха в глобальной конкуренции национальных финансовых рынков**

Задача выявить факторы успеха в глобальной конкуренции национальных финансовых рынков (финансовых центров) напрямую не

ставилась. Однако по итогам исследования были сформулированы рабочие гипотезы относительно таких факторов. В ходе сравнения показателей места России на глобальном финансовом рынке с аналогичными показателями наших основных конкурентов было высказано предположение о том, что эти показатели в значительной мере зависят от размера экономики, от благоприятности инвестиционного климата, привлекающего иностранных инвесторов, а также от развитости внутренних институциональных инвесторов и ряда других параметров. На уровень благоприятности инвестиционного климата в стране, а также на развитие внутренних институциональных инвесторов определяющим образом влияет политика государства в финансовом секторе. Таким образом, можно переформулировать вышеприведенное предположение следующим образом: на позицию страны на мировом финансовом рынке в наибольшей степени влияют размер экономики и качество экономической (финансовой) политики государства.

Детальный анализ успехов Китая показал, что наряду с общеэкономическими успехами на развитие финансового рынка и на укрепление его позиций на глобальном финансовом рынке огромное влияние оказали реформы финансового сектора Китая. В настоящее время в Китае проводится третий этап реформ финансового сектора. Каждый последующий этап опирается на достижения предыдущего этапа реформ, при этом задачи, оставшиеся нерешенными на предыдущем этапе реформ, вписываются в программу реформ нового этапа. Обращает на себя внимание тот факт, что обязательность выполнения намеченных задач в ходе реформ финансового сектора в Китае практически абсолютная, за их реализацию несут жесткую политическую ответственность конкретные органы и персоналии.

Национальные программы развития финансового рынка и/или создания международного финансового центра были также успешно решены в Корее и Гонконге (финансовые рынки которых в настоящее время признаются уже развитыми рынками), начата реализация программы «Сто малых шагов» в Индии. В отличие от российской программы формирования международного финансового центра, которая была заявлена, но не выполнена, вышеперечисленные программы обязательно и последовательно реализуются. Как представляется, именно это формирует значительные конкурентные преимущества у национальных финансовых рынков в ходе их глобальной конкуренции за деньги инвесторов.

## Заключение

Настоящий доклад является первой попыткой дать обобщающую комплексную характеристику развитию российского финансового рынка в глобальном ракурсе, оценить степень его конкурентоспособности и позиции на мировом финансовом рынке, включая изменения этих характеристик.

К сожалению, до настоящего времени ни отечественные органы регулирования, ни участники финансового рынка не обладают более или менее полной объективной картиной положения российского финансового рынка на арене глобальной конкурентной борьбы. Это не позволяет вычленить слабые звенья отечественного финансового рынка, увидеть позиции, по которым наблюдается наибольшее отставание от конкурентов, или, напротив, по которым создан определенный набор конкурентных преимуществ. Мы в рамках предлагаемого доклада сделали попытку предложить необходимый информационный и отчасти аналитический продукт, с помощью которого можно достаточно легко формировать адекватную картину текущей ситуации и осуществлять стратегическое планирование применительно к целям и задачам совершенствования национальной политики на финансовом рынке.

Условия современной глобальной конкуренции на мировом финансовом рынке заставляют участников этой конкуренции осуществлять сбор максимально объективной информации, в том числе о позиции своих основных конкурентов на этом рынке, и на ее основе вырабатывать решения по усилению своих конкурентных позиций, повышению своей доли на этом рынке, превращению национального финансового рынка в международный финансовый центр. Поэтому мы постарались максимально насытить данный продукт объективными количественными показателями, отражающими различные аспекты развития отечественного финансового рынка в контексте конкуренции с финансовыми рынками других стран.

Надеемся, что предлагаемый нами продукт будет полезен в работе.

## Приложения.

Таблица 1 - Места ряда финансовых центров развивающихся рынков в рейтингах Индекса глобальных финансовых центров (GFCI) компании Z/Yen Group Limited

Порядковый № рейтинга	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Дата публикации рейтинга	мар. 2007	сен. 2007	мар. 2908	сен. 2008	мар. 2009	сен. 2009	мар. 2010	сен. 2010	мар. 2011	сен. 2011	мар. 2012	сен. 2012	мар. 2013	сен. 2013	мар. 2014	сен. 2014	мар. 2015	сен. 2015	мар. 2016
Финансовые центры	Места в рейтинге																		
Москва	45	55	56	57	60	67	68	68	68	61	65	64	65	69	73	80	75	78	67
Санкт-Петербург						70	70	71	69	71	73	70	74	76	78	72	78	81	82
Шанхай	24	30	31	34	35	10	11	6	5	5	8	19	24	16	20	20	16	21	16
Бомбей	39	41	48	49	49	53	58	57	58	64	64	63	66	72	76	61	53	59	42
Сан-Паоло		49	53	52	54	41	40	44	44	49	50	48	44	38	38	34	43	31	43
Сеул	43	42	51	48	53	35	28	24	16	11	9	6	9	10	7	8	7	6	12
Йоханнесбург		43	41	44	48	50	54	54	54	52	54	54	62	61	50	38	32	33	51
Мехико						55	57	50	52	47	51	56	55	66	70	44	56	69	53
Варшава	40	48	55	56	59	69	67	67	59	56	54	59	63	71	60	68	64	38	48
Пекин	36	39	46	47	51	22	15	16	17	19	26	43	58	59	49	32	29	29	23
Стамбул						72	74	70	71	62	61	56	57	44	47	42	44	47	45
Рио-де-Жанейро						61	54	52	50	53	53	52	48	31	45	45	47	35	44
Алма-Ата															58	43	49	51	77
Общее количество мест в рейтинге	46	56	59	59	62	75	75	75	75	75	77	77	79	80	83	83	82	84	86

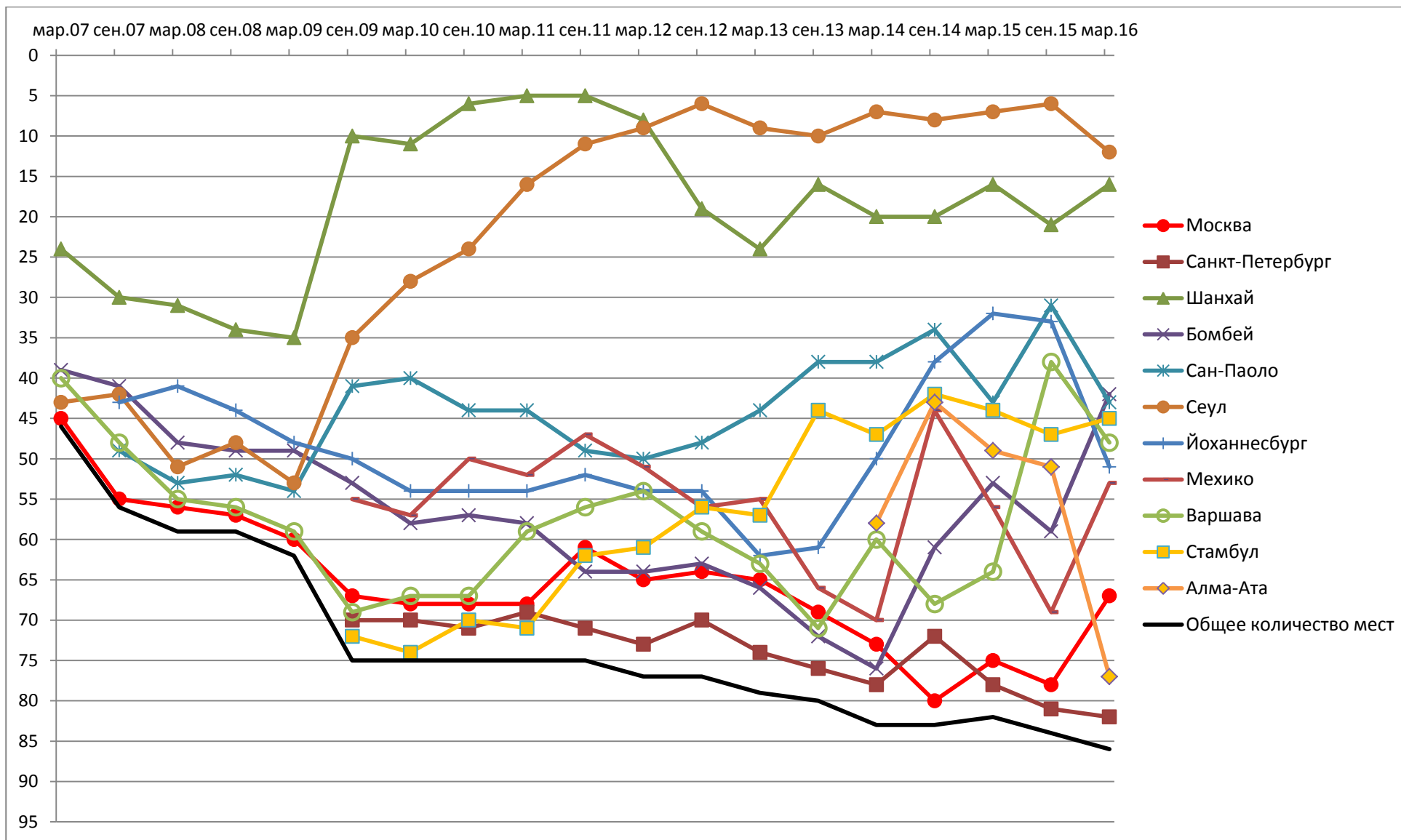


Рисунок 1 - Места финансовых центров в соответствии с Индексом глобальных финансовых центров.

Таблица 2 - Места стран с крупнейшими развивающимися рынками в рейтинге конкурентоспособности национальных финансовых рынков (Financial Development Index Rankings) Всемирного экономического форума.

	2008	2009	2010	2011	2012
Россия	36	40	40	39	39
Бразилия	40	34	32	30	32
Индия	31	38	37	36	40
Китай	24	26	22	19	23
Корея	19	23	24	18	15
ЮАР	25	32	31	29	28
Польша	41	39	35	33	37
Турция	39	44	42	43	42

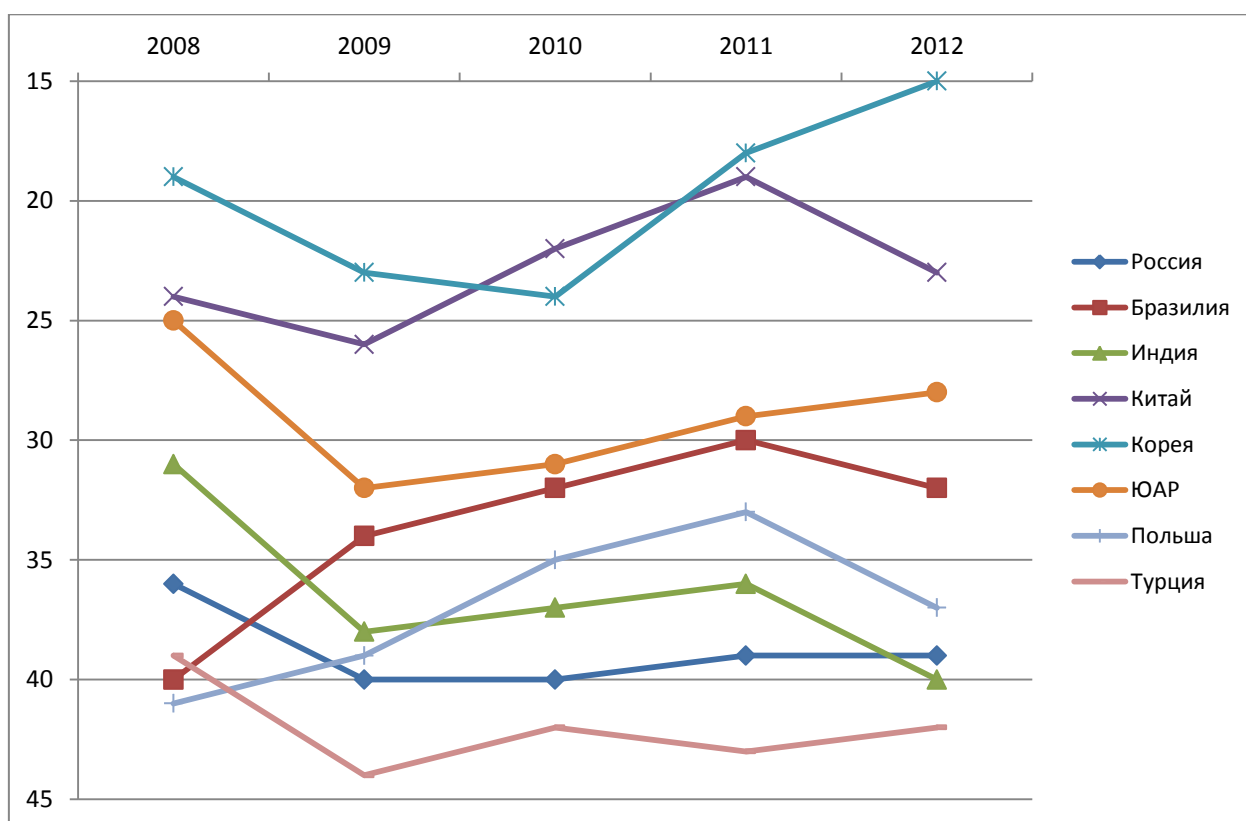


Рисунок 2 - Места стран с крупнейшими развивающимися рынками в рейтинге конкурентоспособности Всемирного экономического форума.

Таблица 3 - Места международных финансовых центров развивающегося мира в индексе развития международных финансовых центров (International Financial Centers Development Index) альянса Xinhua и Dow Jones.

	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
Шанхай	8	6	6	6	5
Пекин	13	14	11	11	9
Шэньджен	22	21	19	15	15
Сеул	31	24	24	23	23
Бомбей	40	34	30	27	24
Москва	35	35	31	28	33
Сан-Паоло	41	39	43	36	35
Йоханнесбург	45	45	45	37	34
Общее количество мест	45	45	45	45	45

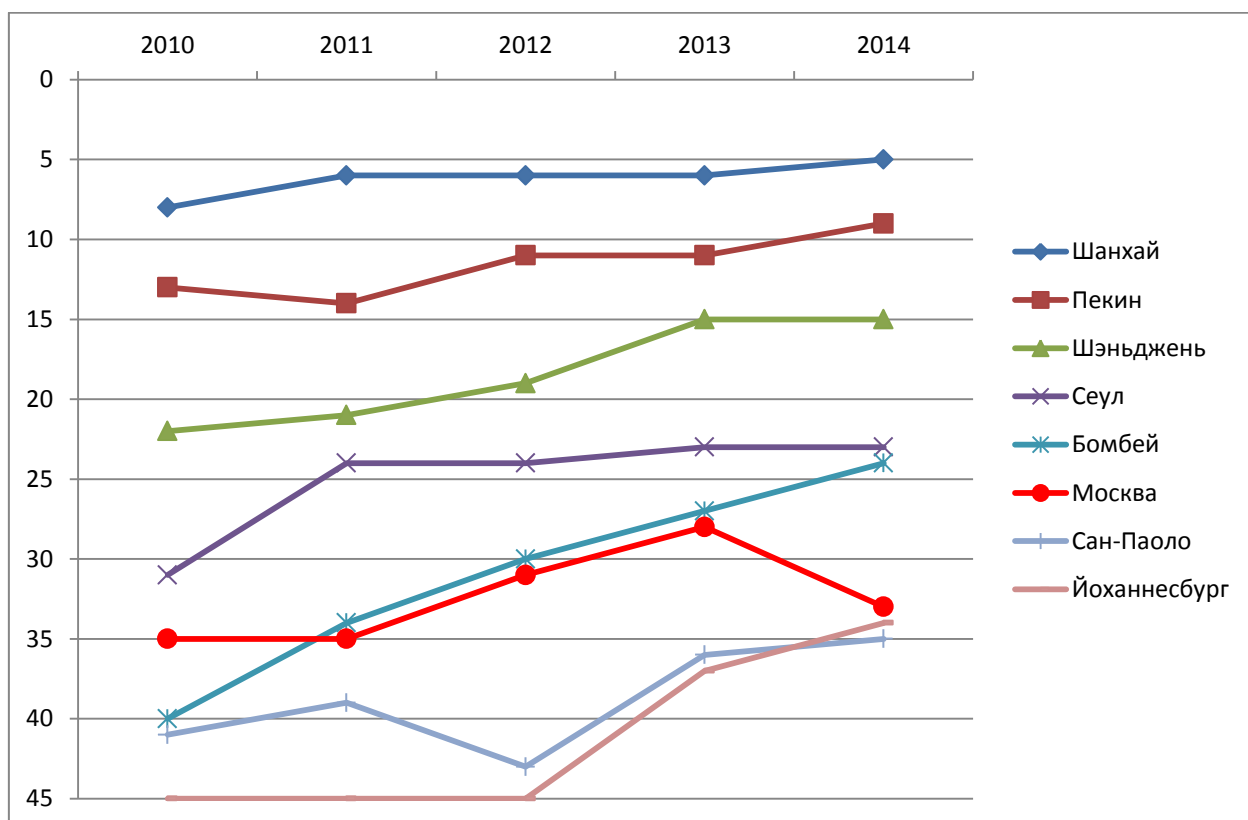


Рисунок 3 - Места международных финансовых центров развивающегося мира в индексе IFCD альянса Xinhua и Dow Jones.

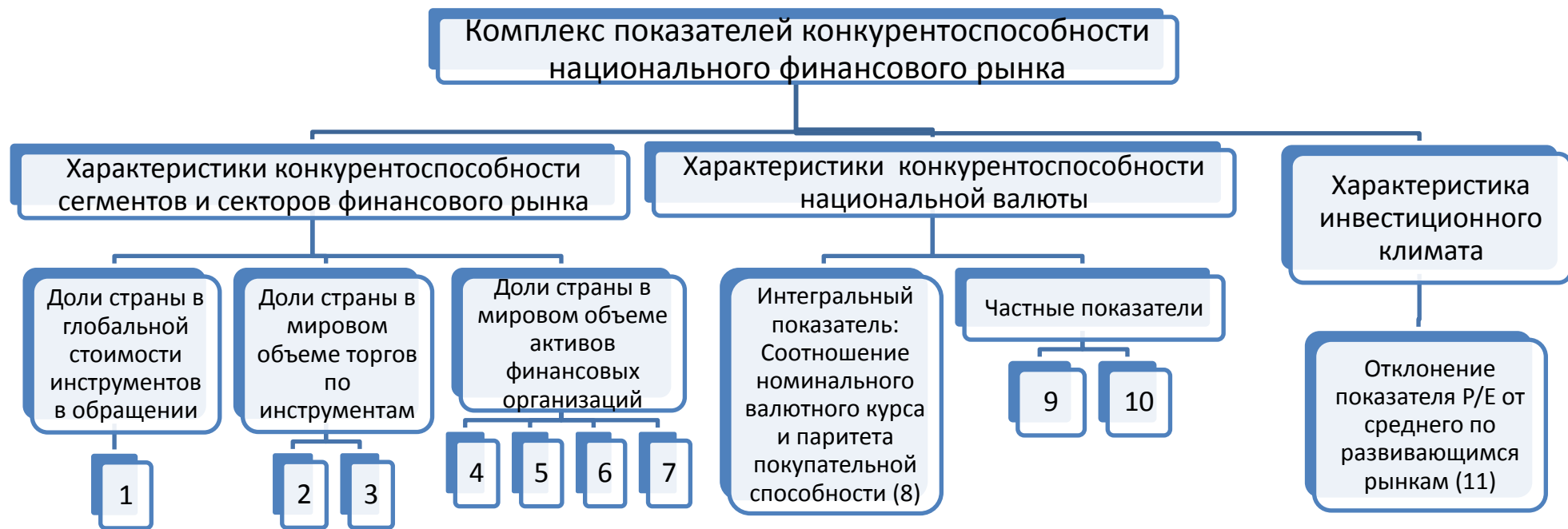


Рисунок 4 - Комплекс показателей места (конкурентной позиции) национального финансового рынка на глобальном финансовом рынке.

Примечание. Цифрами обозначены номера показателей в вышеприведенном списке.



Таблица 4. Показатели места финансового рынка России в глобальной финансовой системе.

<b>показатель</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Доля в глобальном объеме торговли акциями	0,63%	0,60%	0,44%	0,62%	0,82%	0,96%	0,69%	0,44%	0,30%	0,12%
Доля в мировой капитализации	2,07%	2,40%	1,23%	1,73%	1,94%	1,87%	1,69%	1,37%	0,64%	0,71%
Доля в глобальном объеме IPO/SPO	1,40%	3,00%	0,30%	0,10%	0,20%	0,40%	1,10%	0,90%	0,05%	0,06%
Доля в мировом размере активов коммерческих банков	0,75%	0,97%	0,98%	1,05%	1,15%	1,14%	1,39%	1,46%	н.д.	н.д.
Доля в глобальной стоимости чистых активов взаимных фондов	0,03%	0,03%	0,01%	0,01%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
Доля в глобальном объеме страховых премии	0,40%	0,46%	0,53%	0,39%	0,42%	0,50%	0,56%	0,62%	0,54%	н.д.
Доля в глобальном объеме премий по страхованию жизни	0,03%	0,04%	0,03%	0,02%	0,03%	0,05%	0,07%	0,10%	0,11%	н.д.
Соотношение номинального курса рубля и ППС	0,464	0,547	0,577	0,442	0,521	0,59	0,599	0,606	0,497	н.д.
Доля рубля в мировом номинале еврооблигаций	0,02%	0,04%	0,05%	0,05%	0,06%	0,07%	0,16%	0,15%	0,09%	н.д.
Доля рубля в глобальном валютном обороте		0,37%			0,45%			0,80%		
Соотношение Р/Е по России и среднего Р/Е по развивающимся рынкам	100%	82%	40%	76%	57%	45%	44%	43%	40%	н.д.
Доля в мировом ВВП (справочно)	1,94%	2,26%	2,64%	2,05%	2,33%	2,62%	2,72%	2,75%	2,39%	н.д.

*Рассчитано по данным Всемирного Банка, Банка международных расчетов, Всемирной федерации бирж, Международного валютного фонда, Института инвестиционных компаний, SwissRe, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, Лондонской фондовой биржи.*

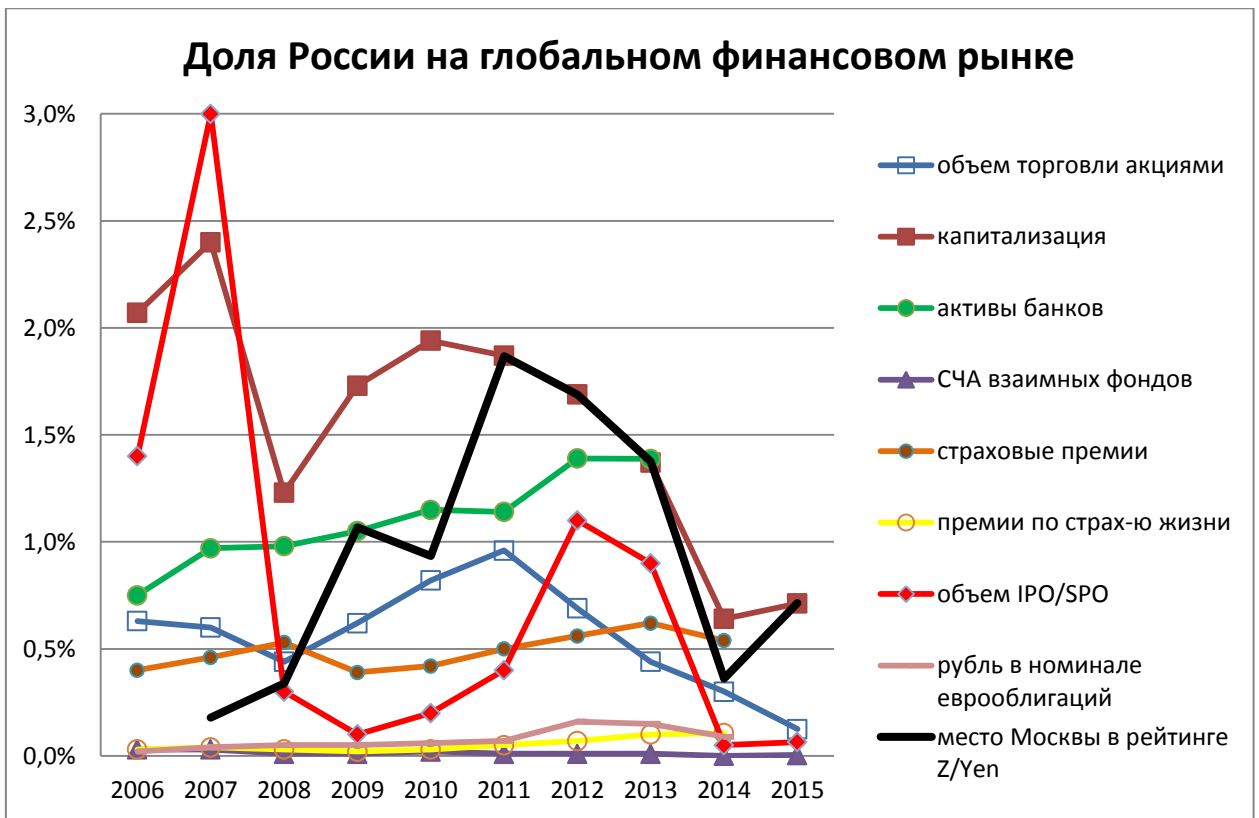


Рис. 5.



Рассчитано по данным Международного валютного фонда (*Global Financial Stability Report*).

Рис. 6.

Таблица 5 - Показатели места (конкурентной позиции) России в рамках развивающихся финансовых рынков.

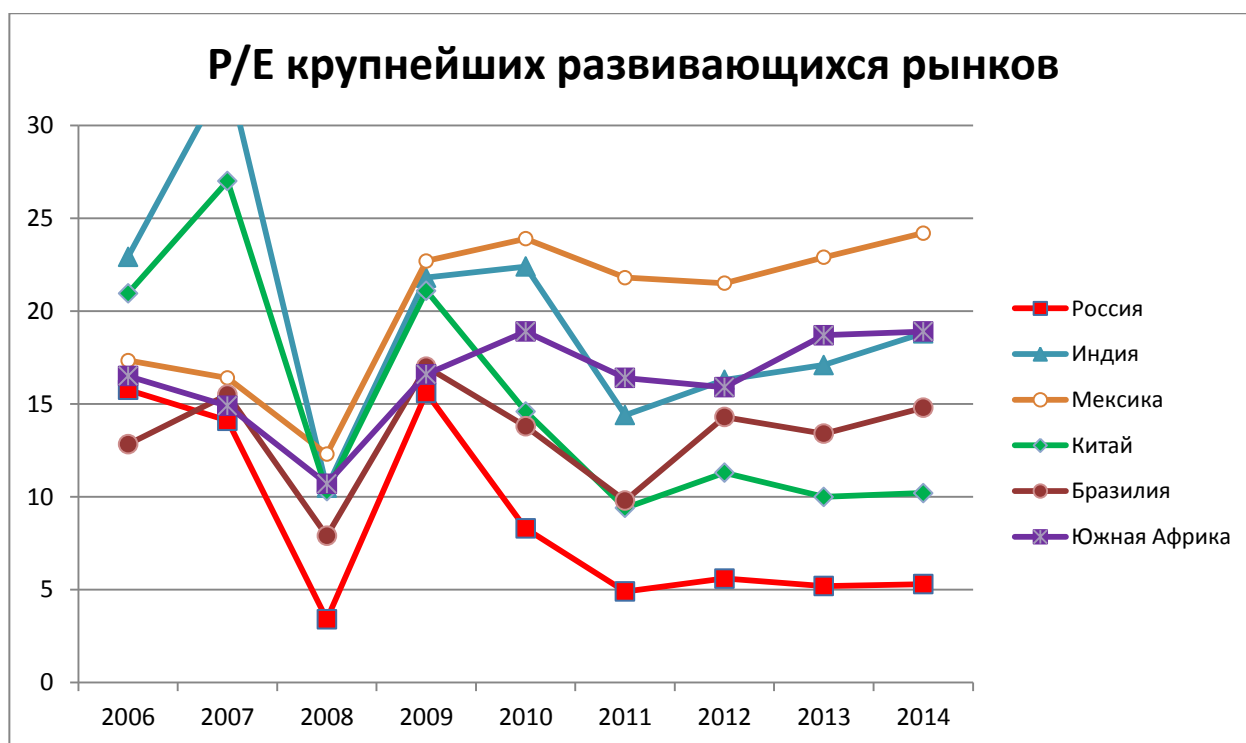
показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Доля в объеме торговли акциями развивающихся рынков	5,75%	3,97%	4,31%	3,39%	3,30%	5,08%	3,41%	1,94%	1,32%	0,30%
Доля в капитализации развивающихся рынков	9,37%	7,87%	4,75%	5,36%	5,67%	5,64%	5,01%	4,70%	2,64%	2,25%
Доля в объеме IPO/SPO развивающихся рынков	7,97%	9,54%	1,66%	0,36%	0,56%	0,98%	3,62%	3,79%	0,20%	0,19%
Доля в суммарном размере активов коммерческих банков развивающихся рынков	4,73%	5,50%	5,29%	6,10%	6,02%	4,87%	5,70%	5,53%	н.д.	н.д.
Доля в стоимости чистых активов взаимных фондов развивающихся рынков	0,71%	0,46%	0,19%	0,19%	0,21%	0,17%	0,17%	0,17%	0,05%	0,03%
Доля в объеме страховых премий развивающихся рынков	4,47%	4,50%	4,34%	3,02%	2,86%	3,23%	3,58%	3,64%	3,07%	н.д.
Доля в объеме премий по страхованию жизни развивающихся рынков	0,34%	0,40%	0,29%	0,17%	0,21%	0,33%	0,46%	0,67%	0,67%	н.д.
Доля рубля в обороте валют развивающихся рынков		2,20%			2,68%			4,30%		
Соотношение P/E по России и среднего P/E по развивающимся рынкам	100%	82%	40%	76%	57%	45%	44%	43%	40%	н.д.
Доля в ВВП Развивающегося мира (справочно)	8,4%	8,9%	9,4%	7,1%	7,4%	7,8%	7,8%	7,6%	6,4%	н.д.

Рассчитано по данным Всемирного банка, МВФ, Мировой федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, базы данных Principal Global Indicators, Bank for International Settlements, Institute of International Finance, The Investment Company Institute, Лондонской фондовой биржи, информационной системы Блумберг, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, агентства Cbonds.ru

Таблица 6 - Показатели места (конкурентной позиции) России в рамках группы стран БРИКС.

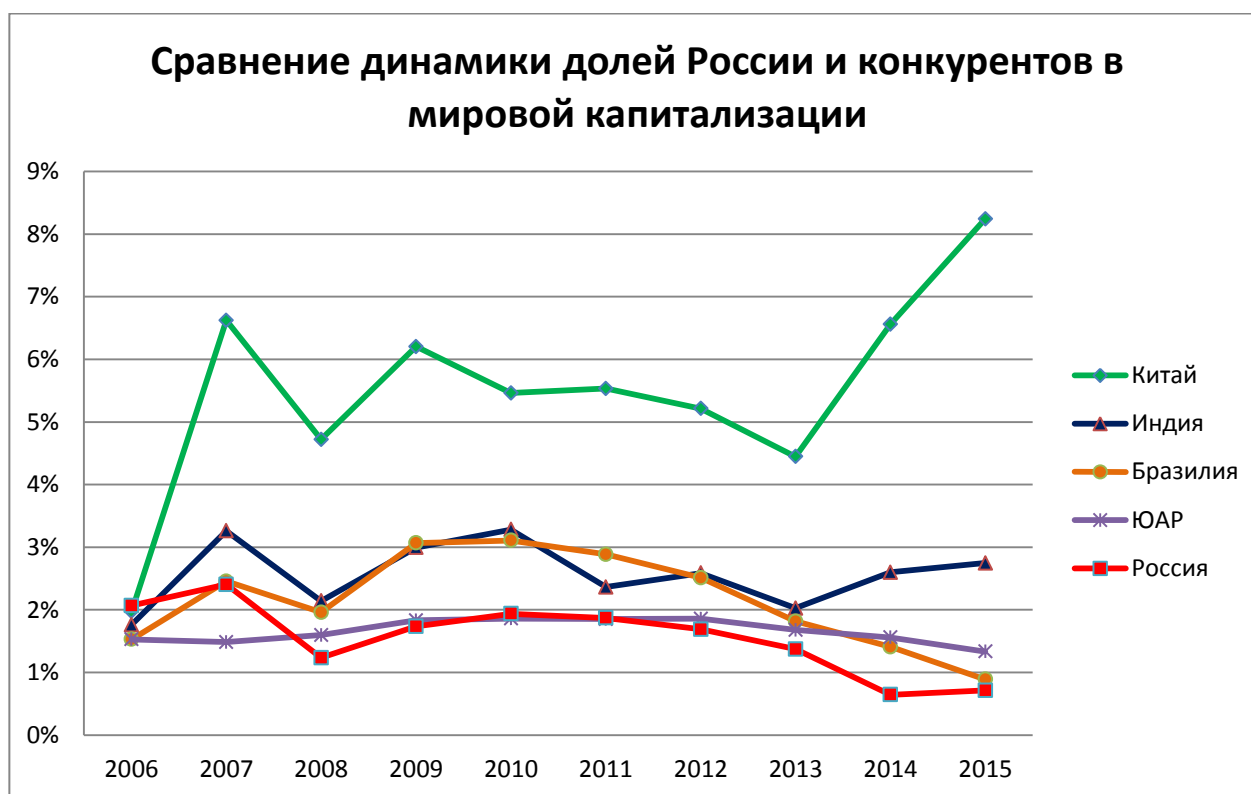
показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Доля в объеме торговли акциями стран БРИКС	16,08%	6,89%	7,83%	4,85%	4,81%	6,64%	4,71%	2,53%	1,75%	0,33%
Доля в капитализации стран БРИКС	23,34%	14,82%	10,58%	10,96%	12,38%	12,89%	12,19%	12,10%	5,04%	5,12%
Доля в объеме IPO/SPO стран БРИКС	12,64%	12,53%	2,44%	0,48%	0,68%	1,38%	5,68%	5,67%	0,26%	0,24%
Доля в суммарном размере активов коммерческих банков стран БРИКС	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	6,19%	6,83%	6,61%	4,72%	4,07%
Доля в стоимости чистых активов взаимных фондов стран БРИКС	1,01%	0,57%	0,23%	0,23%	0,24%	0,20%	0,20%	0,20%	0,06%	0,04%
Доля в объеме страховых премий стран БРИКС	7,70%	7,74%	7,23%	4,78%	4,36%	5,05%	5,49%	5,52%	4,61%	н.д.
Доля в объеме премий по страхованию жизни стран БРИКС	0,47%	0,56%	0,39%	0,22%	0,26%	0,43%	0,61%	0,89%	0,88%	н.д.
Доля рубля в обороте валют стран БРИКС		11,65%			10,95%			11,34%		
Соотношение Р/Е по России и арифметического среднего Р/Е по странам БРИКС	89%	68%	40%	85%	53%	45%	44%	40%	39%	н.д.
Доля в ВВП стран БРИКС (справочно)	16,5%	16,9%	17,8%	12,9%	13,1%	13,6%	13,7%	13,3%	11,0%	н.д.

Рассчитано по данным Всемирного банка, МВФ, Мировой федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, базы данных Principal Global Indicators, Bank for International Settlements, Institute of International Finance, The Investment Company Institute, Лондонской фондовой биржи, информационной системы Блумберг, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, агентства Cbonds.ru



Источник: Международный валютный фонд (Global Financial Stability Report).

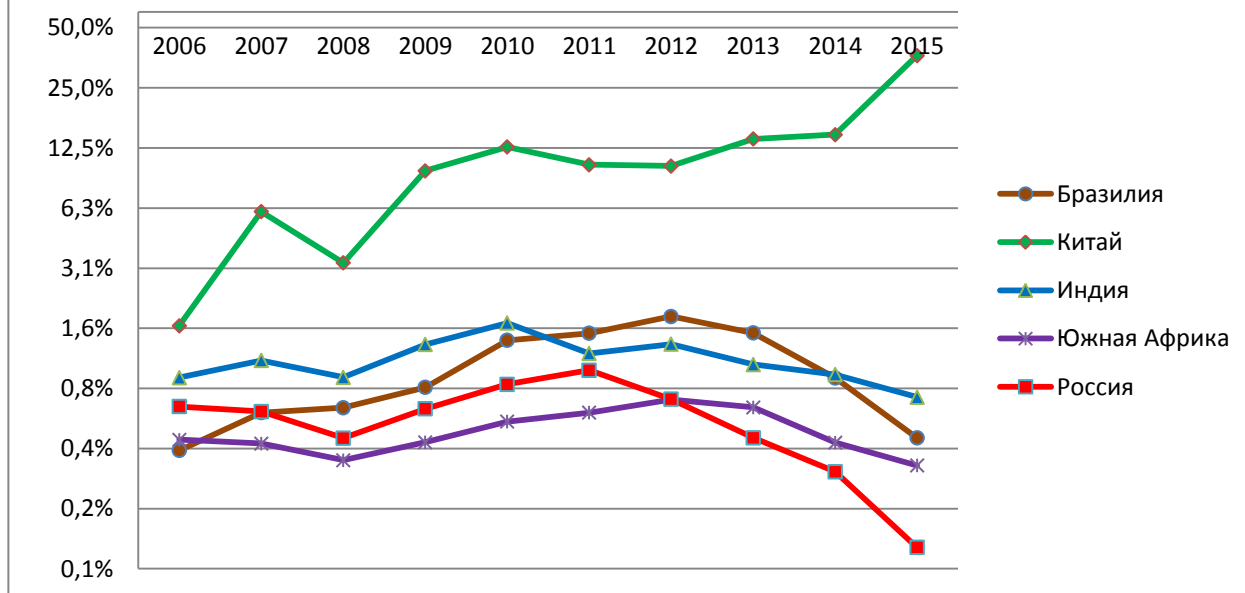
Рис. 7.



Рассчитано по данным Всемирной федерации бирж, Европейской федерации бирж, ФСФР России, ЦРФР, Лондонской фондовой биржи.

Рис. 8.

### Доли России и конкурентов в мировом объеме торговли акциями

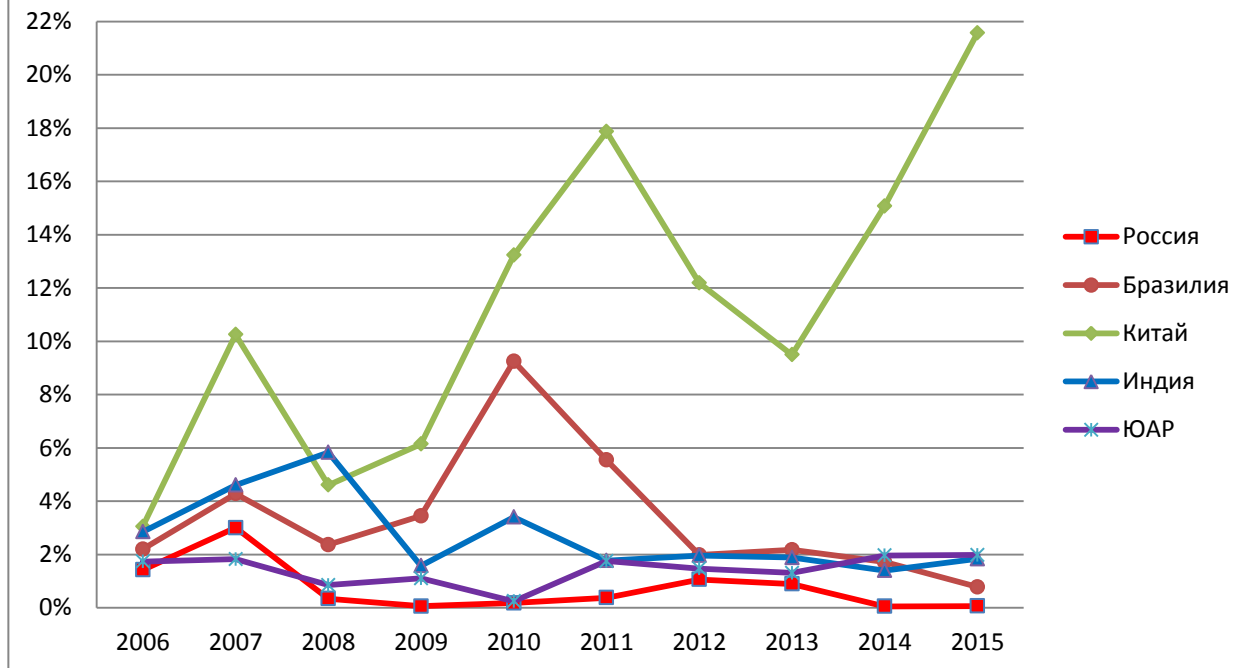


Примечание: шкала логарифмическая.

Рассчитано по данным Всемирной федерации бирж, ФСФР России, Лондонской фондовой биржи.

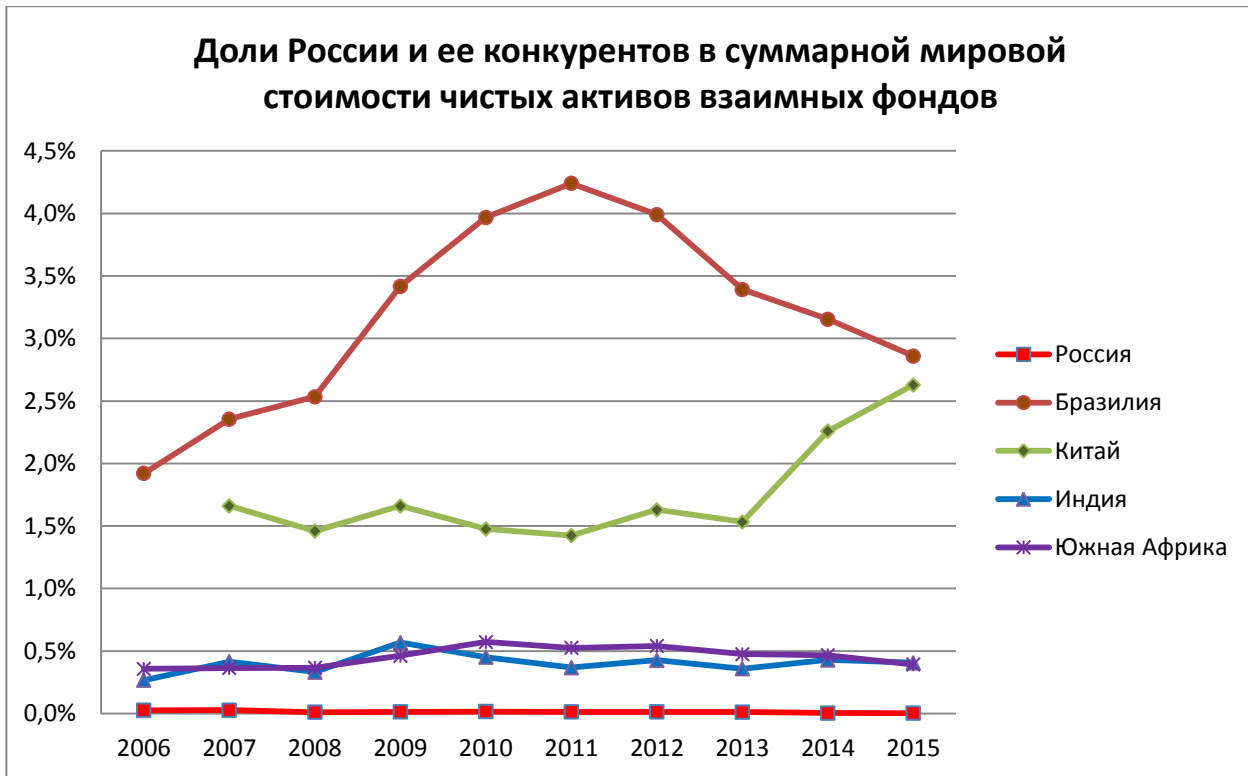
Рис. 9.

### Доли России и ее конкурентов в мировом объеме IPO/SPO



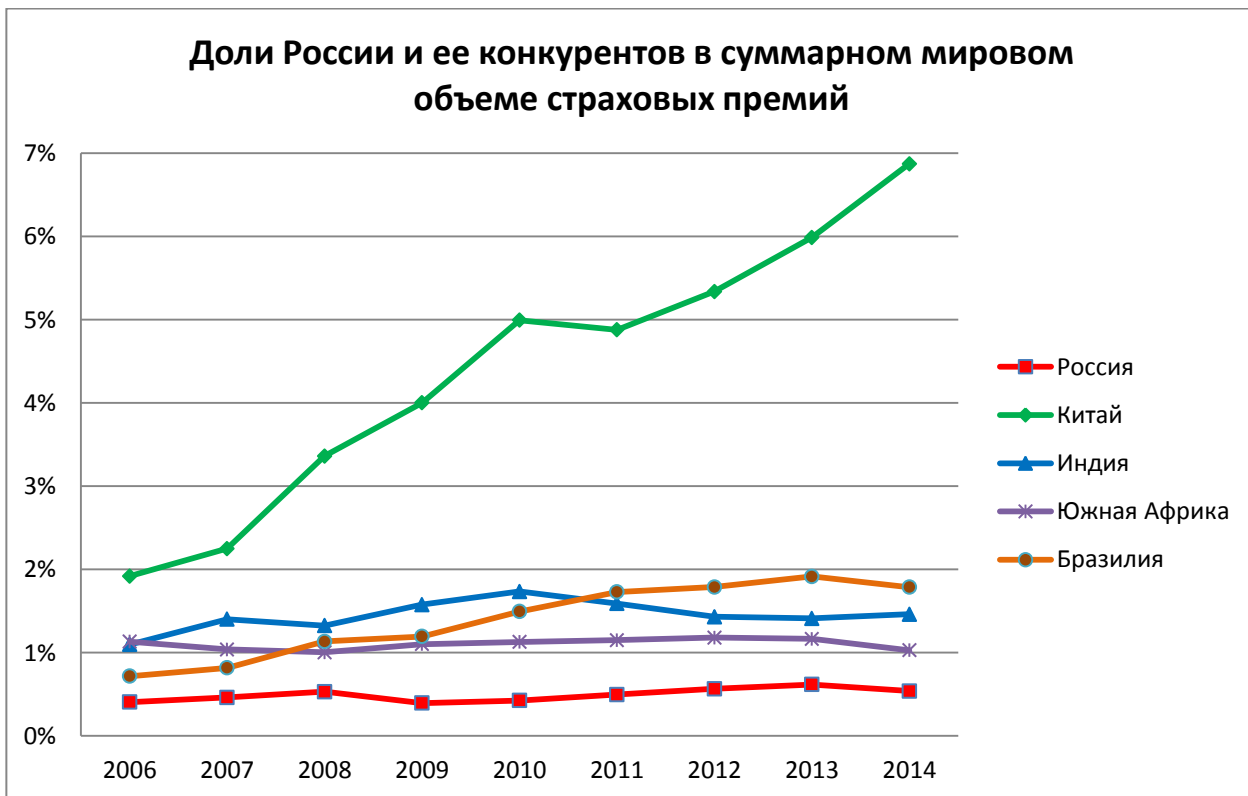
Рассчитано по данным Всемирной федерации бирж, Европейской федерации бирж, ЦРФР, Лондонской фондовой биржи.

Рис. 10.



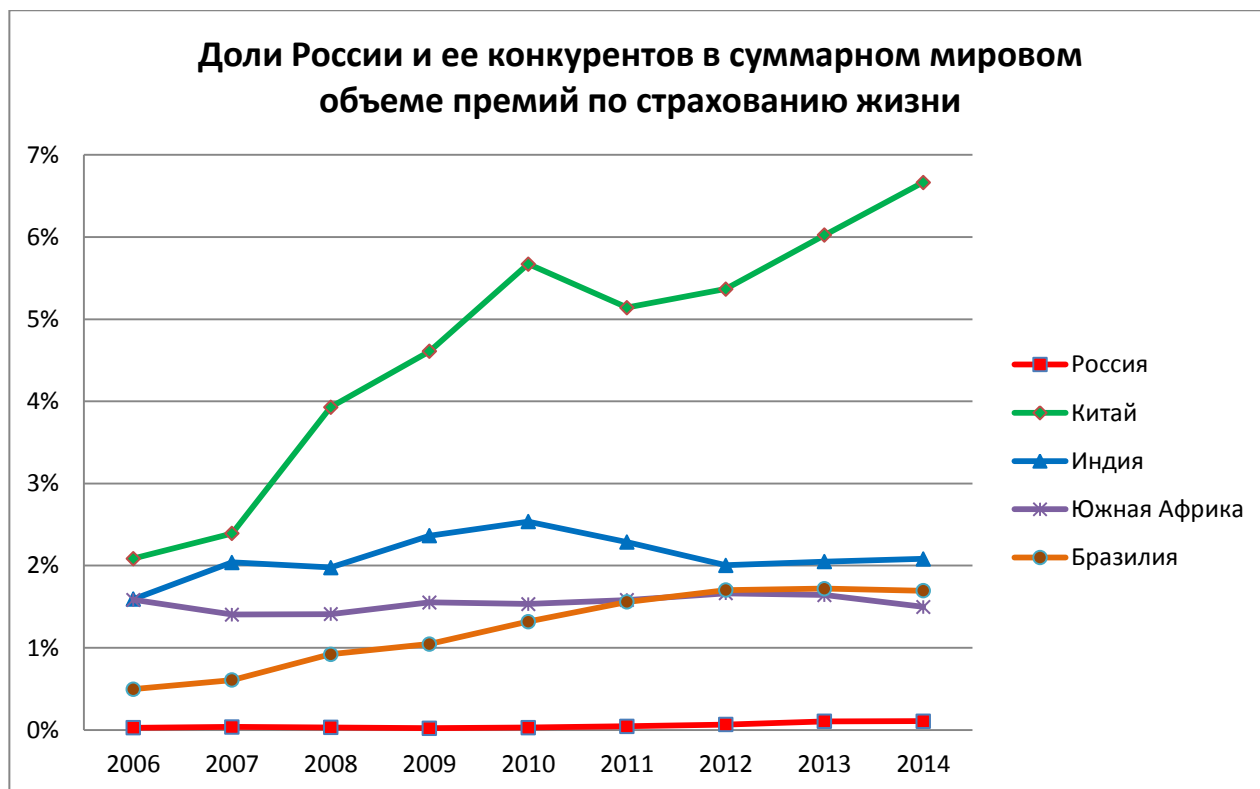
*Расчитано по данным Института коллективных инвестиций, Банка России, ФСФР России.*

Рис. 11.



*Расчитано по данным SwissRe.*

Рис. 12.



Рассчитано по данным SwissRe.

Рис. 13.

Таблица 7 - Показатели относительного уровня развития секторов российского финансового рынка (относительно мирового уровня развития).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем торговли акциями	0,32	0,26	0,16	0,30	0,34	0,36	0,25	0,16	0,13
Капитализация	1,05	1,04	0,46	0,83	0,82	0,70	0,61	0,49	0,27
ИПО/SPO	0,71	1,30	0,11	0,05	0,08	0,15	0,40	0,32	0,02
Банковские активы	0,38	0,42	0,37	0,50	0,48	0,43	0,50	0,50	Н.д.
СЧА взаимных фондов	0,02	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Страховые премии (все)	0,20	0,20	0,20	0,19	0,18	0,19	0,20	0,22	0,23
Премии по страхованию жизни	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04

Рассчитано по данным Всемирного банка, Международного валютного фонда, Мировой федерации бирж, Федерации европейских бирж, The Swiss Re Group, The Investment Company Institute, Лондонской фондовой биржи, информационной системы Блумберг, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, агентства Sbonds.ru





Рисунок 7 - Блок-схема влияния недоразвитости отдельных сегментов российского финансового рынка на снижение уровня относительного развития финансового рынка Российской Федерации в целом (рабочая гипотеза)