

Финансовый сектор в новой нормальности

Юрий Алексеевич Данилов

Ведущий научный сотрудник
Лаборатории структурных
исследований РАНХиГС, к.э.н.

Новая (не?)нормальность для финансового сектора

- Кардинальное изменение концепции денежно-кредитной политики ведущих стран мира, результатом которого стали
 - низкие (нулевые) процентные ставки в крупнейших экономиках;
 - беспрецедентно высокий объем активов центральных банков
- Изменения в финансовой индустрии, начавшиеся до пандемии
- Длинный (80-летний) финансовый цикл, совмещенный с длинным циклом неравенства (Gourinchas and Rey (2016); Dalio (2018); WEF (2018); Jordà, Knoll, Kuvshinov, Schularick, Taylor (2019))
- Ускорение цифровизации

Основные элементы реакции финансового сектора на новую нормальность

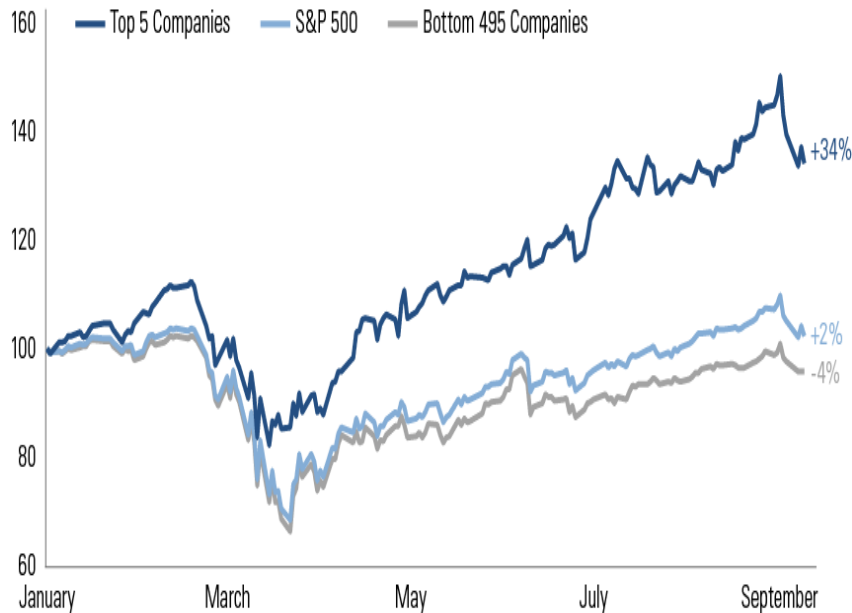
1. Изменение предпочтений инвесторов
2. Расширение и усложнение структуры рисков финансовой стабильности
3. Рост роли государства, вследствие чего - искажение стимулов и сигналов для инвесторов
4. Изменение перспектив развития отдельных групп финансовых организаций
5. Приток розничных инвесторов на рынки ценных бумаг
6. Рост внимания к устойчивым финансам
7. Создание холдингов либо формирование экосистем на основе (или с участием) цифровых конгломератов

1. Изменение предпочтений инвесторов

- Причина: изменение перспектив роста отдельных отраслей экономики
- Бенефициары изменений в связи с цифровизацией:
 - наблюдается резкий рост акций телекоммуникационных, IT и цифровых компаний на фоне стагнации или падения акций большинства других отраслей (см. следующий слайд)
- Инвесторы также реагируют на:
 - избирательную поддержку корпораций со стороны государства в связи с COVID-19 (см. Demirguc-Kunt, Horvath, Huizinga (2020))
 - приверженность устойчивым финансам, готовность корпораций к «зеленому» переходу
 - она уже заложена (даже с избытком) в ценах: например, Tesla, продав в 2019 г. в 15 раз меньше автомобилей, чем Ford, по капитализации в 14 раз дороже (VTimes, 13 октября 2020 г.)

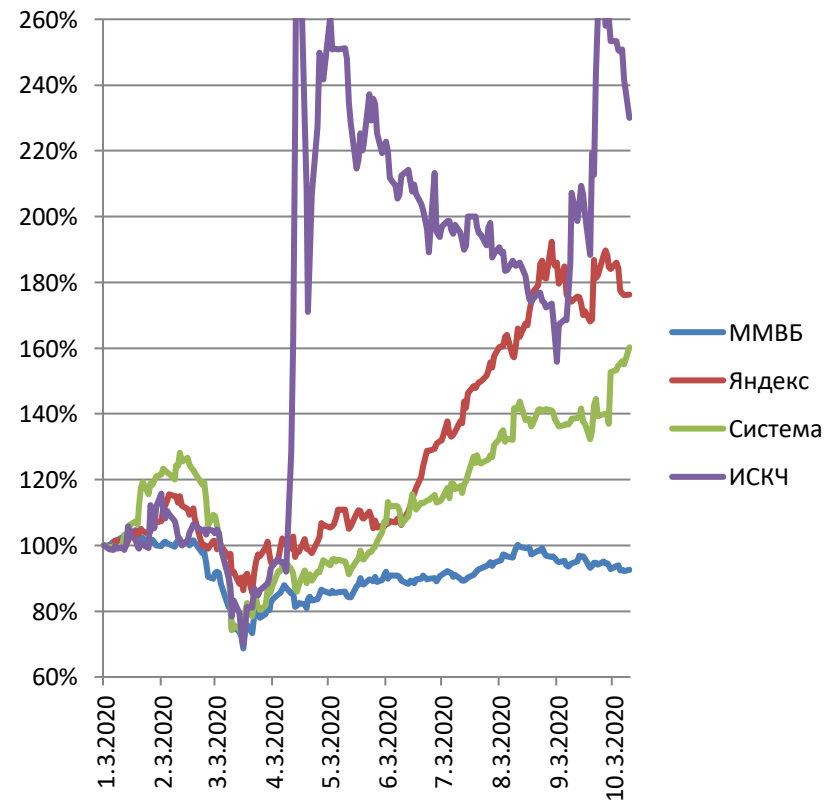
Принципиально разная динамика курсов акций бенефициаров и остальных в 2020 г.

США (100% на 2.01.2020)



Примечание. Top 5 Companies (S&P'5):
ФААМГ (Facebook, Amazon, Apple, Google)
Источник: Goldman Sachs.

Россия (100% на 3.01.2020)



2. Расширение и усложнение структуры рисков финансовой стабильности

- Расширение структуры рисков:
 - Раньше: риск неплатежеспособности банков (риск ликвидности)
 - Сейчас: риск ликвидности + процентный риск + риск избыточного risk-taking пенсионных институтов и других институциональных инвесторов → риск неплатежеспособности небанковских финансовых организаций и нефинансовых корпораций
- Усложнение структуры рисков:
 - Трейд-офф «ликвидность – переоцененность»
- Причины расширения и усложнения структуры рисков
 - Принципиально новые условия в виде нулевых ставок
 - Повышение роли финансового сектора в финансировании реального сектора и государства
 - Рыночно-ориентированные финансовые системы развитых стран с ведущей ролью институциональных инвесторов
- В этих условиях фундаментальные теоретические модели ценообразования на развитых фондовых рынках стали менее адекватны (см. следующий слайд), поэтому наблюдается частичное невыполнение финансовыми рынками функции справедливого ценообразования
- Особенности России:
 - Возникает ли новый спектр рисков в России? – Скорее нет, чем да (банковская модель; низкая роль финансового сектора; задавленность рисков поиска доходности)
 - Транслируются ли эти риски в Россию? – Скорее да, чем нет (через сопоставление мультипликаторов российских корпораций и корпораций развитых рынков)

Проблемы с моделями ценообразования

- Теоретическая стоимость акции в условиях стабильно нулевых ставок стремится к бесконечности

$$P^+ = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_i^n \frac{D(i)}{(1+r)^i} = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_i^n D(i) = \infty$$

где $D(i)$ – дивиденд в год i ; r – безрисковая ставка = 0

- Необходим учет риска, но традиционные подходы к оценке премии за риск неприменимы
 - Теоретический: $\frac{E}{P} - r \rightarrow 0$
 - Исторический: дисконтировать бесконечность 1,5 процентами (для США) бессмысленно
- На примере попытки оценить риск видим трансформацию риска в неопределенность
 - Дуглас Норт: преобразование неопределенности в риск стало последней инновацией человеческой цивилизации, из числа тех, которые повлияли на мобильность капитала (Норт, 1997, с. 161)
 - Обратная трансформация несет риск остановки движения капитала и разрушения финансовых систем
- Существует потребность в оценке минимального периода, в течение которого корпорация будет генерировать доход. Она может быть сделана на основе концепции долгосрочной стоимости (элемент концепции устойчивых финансов) при условии долгосрочного доверия

3. Рост роли государства. Искажение стимулов и сигналов для инвесторов

- Искажение стимулов и сигналов для инвесторов в связи с резким ростом роли государства
 - активно применяемая политика финансового смягчения сформировала у инвесторов привычку «чем хуже (в экономике) – тем лучше (на рынке)»
 - центральные банки становятся крупнейшими (в Японии – доминирующим) держателями части финансовых активов, поэтому именно их действия формируют цены на эти активы
 - в России участие государства в экономике, осуществляемое через предприятия в собственности государства и с участием государства, явно избыточно уже в течение многих лет, и также существенно искажает поведение инвесторов и функционирование финансового рынка в целом. Еще большие искажения несет совмещение в рамках Банка России функций регулятора, владельца финансовых организаций и активного участия финансового рынка
- Сравнение с реакцией государств на кризис конца 1920-х – начала 1930-х гг.
 - В мире рост роли государства в настоящее время, в отличие от 1930-х – 1950-х гг., происходит за счет роста роли центральных банков
 - Важнейшее отличие: повышение роли государства в 1930-х – 1950-х годах шло через фискальную политику и вело к снижению неравенства; сейчас происходит через денежно-кредитную политику и ведет к росту неравенства
 - В России неравенство запредельное (1% самых богатых владеют 74% богатства), а существующие финансовая структура; структура богатства домохозяйств и стиль финансового регулирования способствуют его дальнейшему росту

4. Изменение перспектив развития отдельных групп финансовых организаций

- В случае сохранения низких ставок возможно исчезновение пенсионных институтов
- В случае возвращения к классической нормальности с положительными ставками возможно исчезновение банков (вследствие снижения леввериджа; потери банками монополии в ряде продуктовых сегментов в результате цифровизации; ухода части наиболее дешевых пассивов – средств домохозяйств – на рынок ценных бумаг в период падения процентных ставок, которые вряд ли вернутся в банки), а в случае успешного развития Big Data – и страховых компаний
- Все более активны призывы усилить стимулы для развития рынков капитала в Европе, чтобы избежать взрывного роста системных рисков ввиду неблагоприятного изменения финансовой структуры, как следствия нулевых ставок и антиковидных мер ЕЦБ и ЕК
- Для России опасность низких ставок пока неактуальна, однако проактивное подавление Банком России риск-ориентированного поведения НПФ вкупе с заморозкой пенсионных накоплений уже подорвали рентабельность НПФ

5. Приток розничных инвесторов на рынки ценных бумаг

- Характерен для развитых стран, для развивающихся, для России
- Главная причина – снижение ставок; но ковид и карантин усилили интерес населения к интернет-торговле ценными бумагами, увеличив приток
- Приток закрепил тенденцию отмены брокерских комиссионных в развитых странах, что повышает, во-первых, ликвидность рынков, во-вторых, финансовую инклюзию как домохозяйств, так и фирм (в США, в Китае, в Бразилии и т.д. – рост IPO)
 - на фоне развитых рынков более низкие комиссии российских брокеров последние 20 лет смотрелись как тотальный демпинг, но оказалось, что поведение российских брокеров – норма, а американских – отклонение от нее: за 9 месяцев (конец 2019 – начало 2020 гг.) в США стали нормой нулевые комиссии
- Рост влияния частных инвесторов на фондовом рынке поддерживается также резким расширением практики электронного голосования на ОСА, что может сместить акценты в корпоративном управлении
- В России приток длинных денег населения на рынок крайне слабо используется корпорациями ввиду крайне плохого инвестиционного климата

6. Рост внимания к устойчивым финансам

- Причины:
 - Интенсивный рост доли инвесторов, следующих принципам ESG
 - с 2012 г. по 2018 г. объем активов под управлением фондов, подписавших PRI (принципы ответственного инвестирования) вырос в мире в целом в 2,5 раза
 - объем инвестиций, осуществленных в соответствии с PRI, составил по итогам 2018 г. 55 трлн. долл.
 - доля активов, профессионально инвестируемых с учетом PRI и ESG, по итогам 2018 года составила в США 25%, в Европе 49%, в Канаде 51%, в Австралии и Новой Зеландии 63%
 - Сложность корректной оценки справедливую финансовую стоимость активов стимулирует:
 - поиск оценок социальной и экологической стоимости при ценообразовании активов
 - учет формирования долгосрочной стоимости (в т.ч. в связи с ростом P/E и других мультипликаторов) и роста спроса на долгосрочное доверие
 - Наличие избирательной поддержки государства корпораций, следующих ESG, в кризисных ситуациях, и настойчивые предложения экспертов стимулировать только те корпорации, которые соответствуют принципам ESG (Schoenmaker. A Green Recovery // Our World. 06.05. 2020)
 - Активно идущая цифровизация является фактором финансирования устойчивого развития (UN Secretary General (2020). People's Money: Harnessing Digitalization to Finance a Sustainable Future)
- Теоретическая концепция устойчивых финансов – это принципиально новый взгляд на функционирование экономики и финансового сектора. Она:
 - Опровергает классическую финансовую теорию (включая концепции Фама и Марковитца)
 - Вводит новую типологизацию экономических систем (выделяется «заботливая (caring) или преобразующая (impact) экономика», наряду с рыночной и государственной)
 - Предлагает пересмотр понятия стоимости (кроме финансовой стоимости, - экологическая и социальная)
- Данный дискурс неактуален для России ввиду отсутствия спроса со стороны ответственных инвесторов, но глобальная «модность» темы заставляет многих имитировать бурную деятельность

7. Создание холдингов либо формирование экосистем на основе /с участием цифровых конгломератов

- Наибольшая синергия наблюдается при соединении финансового и цифрового бизнесов
- Для банков формирование таких конгломератов – наилучший способ преодолеть угрозу снижения рентабельности в связи с ростом конкуренции со стороны цифровых платформ
- Создание финансово-цифровых холдингов/экосистем обладает положительной стоимостью не только для банков, но для провайдеров всех финансовых услуг
- Реализация Банком России проекта «Маркетплейс» негативно влияет на привлекательность финансово-цифровых холдингов/экосистем, так как формирует монопольного участника рынка

Цифровизация

- В финансовом секторе в 2019 – 2020 гг. получила дальнейшее развитие
 - Повышение доли внеофисного обслуживания, особенно в старших («серебряных») группах европейского населения, в т.ч. за счет расширения сервиса банкоматов до уровня банковских офисов
 - Перенос активности с банкоматов на он-лайн бэнкинг
 - Внедрение новой технологии блокчейн в деятельность учетно-расчетной инфраструктуры
 - Проведение собраний акционеров в он-лайн
- Цифровизация в финансовой сфере развивается давно и интенсивно, поэтому кардинальных изменений в финансовом секторе в связи с продолжением цифровизации ждать не стоит
- Напротив, для прочих секторов экономики грядет цифровая революция
 - Ряд секторов экономики только сейчас достигают того же уровня цифровизации, который был характерен для финансового сектора 25-30 лет назад. То, что происходило в финансовой сфере в последние 25 - 30 лет в плане цифровизации, в значительной мере является картиной будущего для цифрового развития других секторов экономики
 - Необходимо помнить, что цифровизация финансов стимулировала глобализацию финансового сектора. Применительно к отрасли образования, учитывая, что переход от очного к он-лайн образованию по сути то же самое, что переход от биржевых собраний к электронной биржевой торговле, можно предположить вполне возможную столь же быструю глобализацию в области образования, как следствие ее цифровизации

Текущий кризис как точка бифуркации для финансовых систем

- Кризис накладывается на диспропорции, накапливавшиеся в течение длительного времени, и не получившие адекватного разрешения в течение кризиса 2007 – 2009 гг., в том числе:
 - экстремальный рост уровня долга (рост леввериджа): дисбаланс между собственным и заемным капиталом
 - глобальный инвестиционный дисбаланс (продолжение нетто-перетока капитала в развитые страны, несмотря на растущий потенциал ставок между развитыми и развивающимися странами)
- Кризис может стать катализатором перемещения финансовых систем мира в одну из принципиально иных, по сравнению с нынешней, позиций:
 - возвращение к классической нормальности
 - полное господство ненормальности (или «новой нормальности»)

Два альтернативных варианта развития национальных экономик и финансовых систем

Параметры	Переход к ненормальности	Возврат к классической нормальности
Процентные ставки	Отрицательны	Положительны
Объем денежной эмиссии и госдолга	Не ограничены или ограничены нежестко	Жестко формализованы, привязаны к бенчмаркам
Собственный капитал экономических агентов	Минимален или даже отсутствует	Рост привлекательности долевого финансирования
Корпоративный долг	Не ограничен	Умеренный
Имущественное неравенство	Растет	Снижается
Сбережения/потребление	Выгоднее потреблять	Выгоднее сберегать
Экономический рост	Около 0	Положительный
Политическая система	Популизм	Цифровая демократия
Финансовая система	Банковская; Risk searching; исчезновение пенсионных институтов	Исчезновение банков и страховых компаний; цифровой доступ
Хрупкость (по Х.Мински)	Высокая (частые и глубокие кризисы)	Умеренная