

Опубликовано на нашем сайте: 8 апреля 2003 г.

Финансовая академия при Правительстве РФ

Я.М. Миркин, зав. кафедрой ценных бумаг и  
финансового инжиниринга, проф.

И.В.Добашина, доцент

Журнал «Эквивалент», 2002, №1

## ***Что ждет Россию в будущем (макроэкономика, фондовый рынок)?***

За немногими исключениями *все зарубежные фондовые рынки падают с весны 2000 г.*, повторяя *динамику рынка акций США*. Страновые индексы Morgan Stanley Capital International (MSCI) снизились с 7 апреля 2000 г. (начало кризиса «новой экономики») по 20 сентября 2002 г. по **США** на 46.6%, по другим **странам “большой семерки”** – на 40 – 60%, по **12 европейским развитым странам, Гонконгу и Сингапуру** – в среднем на 40 – 45% (**Швеция и Финляндия** – более чем на 70%). Падение фондовых индексов по **23 формирующимся рынкам** составило в среднем 42-45% (**Аргентина** – на 80%, **Бразилия** – на 62%). В 2001г. повсеместно снизились на 20-40% обороты фондовых бирж. Оборот рынка депозитарных расписок уменьшился в США на 40%, в Лондоне – на 9.3%. **Понижательный склон длинного цикла** в динамике финансовых рынков, начатый в 1997 г. после длительного, с начала 80-х годов подъема, никак не закончится поворотом к новому длительному росту курсовой стоимости финансовых активов – к началу новой 15 – 20-летней волны.

**Российские акции** показали **противоположную динамику**, сохраняя, как и в 1995 – 2001 гг., **самую высокую в мире волатильность**. В **2001 г.** обороты на внутреннем рынке выросли на 23.7%, курс акций – на 81.5%. В **2002 г.** фондовый индекс РТС поднялся к 20 мая на 63.6% в сравнении с началом года, затем к 6 августа снизился на 26.2% от достигнутого в мае максимума. Прогнозируемый (по динамике января - августа) оборот по сделкам с акциями составит в 2002 г. 38 – 41 млрд. долл. (на треть выше, чем в 2001 г.), или 23 – 25% оборота биржи в Хельсинки (14% в 2001г.), 65 – 70% - биржи в Стамбуле (34% в 2001г.).

Эти итоги – повод для **среднесрочного прогноза**. В 1998 – 2002 гг. **выросла роль внутреннего спроса на ценные бумаги**, доля иностранных инвесторов в акции не превышает 10% их внутреннего рынка. **Улучшились ключевые денежные параметры**, формирующие **устойчивость фондового рынка**. Насыщенность денежными ресурсами (монетизация) выросла с 16.2% в 1996 г. до 21-22% ВВП в 2001 г. Доля денежных ресурсов (внутреннего кредита), отвлекаемых государством для покрытия бюджетных нужд, сократилась с 65.1% в 1998 г. до 28.7% в 2001 г. Соответственно, в 2 раза расширился поток денежных средств, направляемых в экономику.

## ***Нефть и акции***

Всё это – ***следствие высоких цен на нефть*** и другое экспортное сырьё (и лучшей, чем до 1998 г., политики Банка России). В 2000 – 2002 гг. энергетический сектор формирующихся рынков являлся островом стабильности в мире падающих акций. Его курсовая динамика (данные MSCI) практически совпадает с движением рынка акций России.

Высока корреляция цен на нефть и на российские акции. В Российской торговой системе (РТС) (рынке - лидере в формировании цен на отечественные акции) 5 нефтяных компаний и Газпром составляют более 60% оборота рынка акций. По этим эмитентам стоимость акций в апреле 2000 – сентябре 2002 гг. выросла от 1.3 раз (Сургутнефтегаз, Татнефть) до 6 – 12 раз (Сибнефть, Юкос), по Газпрому – более чем в 2 раза (Лукойл - цены акций остались на базовом уровне). Крупнейшие эмитенты других секторов – электроэнергетика (РАО ЕЭС, Мосэнерго) и Ростелеком (их доля на рынке акций РТС – примерно 20%). Динамика их акций вполне отвечала мировым тенденциям: падение в апреле 2000 – сентябре 2002 гг. в 2.3 – 3.3 раза.

В фондовом индексе РТС цены акций взвешиваются по капитализации. 5 крупнейших нефтяных компаний составляют 72% капитализации, формирующей индекс РТС (РАО ЕЭС – только 4.8%). Вывод очевиден: ***позитивная динамика российского фондового рынка основана на нефтяных и газовых акциях***. При этом акции РАО ЕЭС по-прежнему доминируют на российском рынке (хотя их доля несколько уменьшилась – с 65% оборота (октябрь 2001 г.) до 59.6% (август 2002г.)). Соответственно, более 65% оборотов внутреннего рынка акций (РАО ЕЭС вместе с Мосэнерго и Ростелекомом) не связано с нефтяными компаниями и находится на понижательном тренде. Основной объем операций с акциями – “медвежий” и не может быть отнесен в отчеты о России как самом доходном рынке мира 2002 г.

### ***Внутренний финансовый рынок: дефицит денег для инвестиций***

Между тем все эти события имеют мало отношения к ***главному вызову экономике России – дефициту средств для инвестиций***. Слишком низка насыщенность деньгами экономики, слишком малы размеры финансового сектора. Долларовый эквивалент денежной массы в конце 2001 г. составлял всего лишь 66 млрд. долл. По оценке, даже при лучшем сценарии (возврат 20% вывезенных капиталов, привлечение 30-40% сбережений населения в наличных долларах) “длинные деньги” в экономике, пригодные для инвестирования, составят не более 60-70 млрд. долл. Из них только 8-10 млрд. долл. уже реально находятся в банках. Остальные – надежда и предмет лучших пожеланий, угроз властей и т.п. При этом, по оценке, ***необходимый размер производственных инвестиций в ближайшие 5 лет - 450 – 500 млрд. долл.***

В ***конце XIX века*** Россия столкнулась с ***подобным же вызовом*** - дефицитом денежных ресурсов для финансирования индустриализации. ***Ответ на вызов – средства были получены из-за границы***. К 1914 г. доля

нерезидентов в акционерных капиталах предприятий, производящих средства производства, составила около 60%. Около 30% акций и корпоративных облигаций, более 70% облигаций городов обращались за границей. В конце XIX века доля накопления в национальном доходе России составляла всего 8%.

**Второй** подобный **вызов** экономика России испытала в **30-е годы XX века**. Дефицит инвестиций для индустриализации был покрыт **за счет собственных сил** – на основе **командной экономики**, директивного перераспределения денежных ресурсов, не оставляющего места фондовому рынку, и, в конечном счете, за счет потребления населения (низкие доходы, принудительные займы, карточная система). Изымались средства из сельского хозяйства и производства товаров для населения. В 1930 г. деятельность бирж и фондовый оборот в России были прекращены. В первой пятилетке плановая доля финансовых ресурсов, перераспределяемых через бюджет, составляла 89% доходов промышленности.

**90-е годы и текущее десятилетие** – время **очередного вызова**. Дефицит средств для модернизации экономики России масштабен, составляет до 50-60% от потребности. Он будет еще выше, если учесть нужду в деньгах для обслуживания государственного внешнего долга. Характер ответа на этот вызов является определяющим для среднесрочного прогноза фондового рынка. Опора только на собственные силы, закрытая или даже директивная экономика, аскетизм и коллективизм, критика западничества, обычные в политических программах, дадут в итоге либо слабый провинциальный рынок (пример – финансовый сектор Ирана) либо отсутствие такового, что уже дважды было в российской истории (1917 и 1930 годы).

**Нефтяных денег недостаточно**, чтобы решить проблему модернизации экономики. Как показывают прошлые годы, максимум возможного за их счет – 40-45 млрд. долл. инвестиций в основной капитал за год. Слишком высока потребность в ресурсах и слишком концентрированы денежные средства в Москве (более 55%). Но и **нефтяные деньги не вечны**. Рост цен на нефть в 1970–1981 гг. в 22 раза сменился их снижением на 72% к июлю 1986 г., затем ростом в 3 раза к октябрю 1990 г. Не менее резкие скачки цена на нефть переживала и в 90-е г.г. Составляя в конце 1996 г. 23.2 долл. США за баррель, она снизилась до 9.4 долл. в конце 1998 г. с тем, чтобы вырасти в 3-кратном размере в 2000 г. и затем в 2001 г. вновь потерять треть своей цены. Волатильность цен и рынок топлива – неразделимы.

Таким образом, нефтяные деньги – временный ресурс при том, что расчеты показывают, что в 90-е годы от цен на нефть на 70 – 80% зависела устойчивость российского рынка акций, ГКО и других финансовых активов.

Каков же лучший ответ на дефицит средств для модернизации экономики и одновременно лучший сценарий для фондового рынка России? Это – расширение внутренней базы инвестиций на волне экономического подъема, как это произошло в 2000 – 2001 гг., а затем (и вместе с тем) конкуренция с другими формирующимися рынками за «длинные деньги» нерезидентов (прямые и портфельные инвестиции), за экспортную способность в технологичной продукции, за торговую активность, создаваемую иностранными

и отечественными инвесторами внутри (а не только вне) формирующихся рынков. Именно на этот сценарий и должна быть ориентирована политика государства в области экономики.

### ***Источники денег для новой индустриализации***

Деньги исламских инвесторов в Россию не придут. 90-е годы со всей очевидностью показали это. Традиционные политические и военные связи с арабским миром оказались проигрышными в финансовом плане. Вряд ли в ближайшее время возникнет серьезный поток денежных ресурсов из Азии (Япония, китайская диаспора). Это – “связанные” деньги, евразийское видение страны с точки зрения финансиста бесперспективно. В итоге, как и в конце XIX века, потенциальный источник инвестиционных ресурсов для России – это западный мир.

***Получить “длинные деньги” из западных источников***, а вслед за ними массовый импорт технологий - ***нелегко***. Какой видит западный инвестор Россию? Уровень конкурентоспособности в 2001 г. – 45 место из 49 стран (International Institute for Management Development), страновой риск – 97 место (Euromoney), суверенный рейтинг – 85 место из 87 (“Standard & Poor’s”), уровень экономической свободы – 127 место (Heritage Foundation, Wall Street Journal), развитие человеческого фактора – 62 место (ООН), коррумпированность – 84 место из 90 стран (Transparency International). Еще А.С.Хомяков воскликнул в 1845 г.: “Странно, что Россия одна имеет как будто бы привилегию пробуждать худшие чувства европейского сердца”.

Да и будут ли деньги в ближайшие годы? Анализ длинных 20–30-летних циклов мировых финансовых рынков, проведенный с 1899 г. по США и 14 крупнейшим развитым странам, дает возможность сделать прогноз, что сокращение инвестиций в ценные бумаги может иметь затяжной характер, продолжаться в ближайшие годы.

Экономический подъем с середины 90-х г.г. XIX века до 1914 – 16 г.г. и далее послевоенный спад в 1917 – 21 г.г. вызвал ***первую длинную волну*** в динамике курсов акций. ***Вторая волна*** повторила в конъюнктуре рынков акций экономический подъем 20-х г.г. с последующим кризисом 30-х г.г., военной экономикой и послевоенным спадом 40-х г.г. ***Третья волна*** отразила рост индустриальных экономик в 50-х- 60-х г.г. XX века и – в своем нисходящем движении - экономические трудности и шоки 70-х г.г.

***Четвертая волна***: экономический рост наряду с расцветом фондовых рынков в 80-х - середине 90-х г.г. сменились хозяйственными и финансовыми кризисами конца 90-х г.г. на формирующихся рынках, а сейчас - и в развитых экономиках. Заканчивается ли понижательный склон длинного 20-30-летнего хозяйственного цикла, начатый миром в 1997 –98 гг.? Или же мировая экономика находится еще в эпицентре хозяйственных затруднений? Никто не возьмется сейчас предугадать траекторию.

### ***Сценарии среднесрочной динамики финансового рынка***

Возможные сценарии отражены в следующей таблице:

Сценарии	Среднесрочная динамика мировой экономики	Конъюнктура цен на нефть	Вероятность прихода массовых иностранных инвестиций	Среднесрочный прогноз для российского финансового рынка
1	Продолжение спада мировой экономики, незавершенность текущего длительного цикла	Цены на нефть низки	Отсутствует	Кризис
2		Цены на нефть высоки	Отсутствует	Малые размеры, высокая волатильность, замедляющийся рост в топливном сегменте
3	Начало нового 20 – 30-летнего цикла, возобновление длительного роста мировой экономики	Цены на нефть низки	Низка	Кризис
4		Цены на нефть высоки	Средние значения	Быстрый рост рынка при условии прихода массовых иностранных инвестиций

**Сценарий 1. Если цены на нефть** начнут понижаться, то с лагом в 6 – 9 месяцев российский финансовый рынок образца 2003 - 2004 гг. может испытать потрясения. Слишком низка насыщенность деньгами, слишком велики обязательства государства и риски финансового сектора. За кризисами бюджета, внешнего государственного долга, рынка акций и корпоративных долгов, нарастающим дефицитом инвестиций последует ярко выраженная валютная и денежная нестабильность, будет реализован системный риск банков и других финансовых институтов.

**Сценарий 2. Если цены на нефть будут высоки**, то при неизбежной в будущем волатильности мировых и внутренних цен на акции и долги российский финансовый рынок устоит. Будут неприятности у узкой группы инвесторов, будут выигрыши и проигрыши, будет незначительное давление на валютный курс – однако, финансовая стабильность не будет подорвана факторами, относящимися к самому рынку ценных бумаг. Если сегодня фондовый индекс РТС опустится с 280 до 80, то это не вызовет такого оглушающего эффекта, как в 1997 – 98 гг. Механизм связи стоимости акций и государственных ценных бумаг с валютным курсом, с финансовым состоянием банков, существовавший в тот период, сейчас пока разорван.

**Сценарий 3.** Нельзя исключить *стресс-сценарий*, когда **цены на нефть** в период подъема будут крайне волатильны и временами очень **низки**, а **массовые иностранные инвестиции**, поднявшие российскую экономику в конце XIX века, **не придут**. Жесткие денежные ограничения, масштабный дефицит инвестиций, риски фондового рынка сохранятся. В этом случае Россию ждет финансовый кризис и, возможно, сужение сферы рыночных отношений, более глубокая в сравнении с 1998 г. делиберализация финансово-кредитной сферы и рынка ценных бумаг. Сохранение жестких денежных ограничений на модернизацию, опора только на собственные силы (даже при проведении внутренней политики стимулирования экономического роста) могут означать превращение России в страну третьего мира или неизбежный в будущем переход к более закрытой и директивной экономике (в политической сфере – «латиноамериканский» ответ на кризис).

**Сценарий 4.** Если мировая экономика всё же пройдет в ближайшее время точку перелома и **начнется новый 20-30-летний цикл**, то в среднесрочной перспективе, на волне роста деловой активности быстро **расширится объем инвестиций**, поступающих **на формирующиеся рынки**. В 90-е годы инвестиции, которые получила Россия, не сопоставимы со средствами, вложенными в Китай, Бразилию, меньше тех, что пришли на формирующиеся рынки Центральной и Восточной Европы. Нельзя, чтобы эта ситуация повторилась в будущем. **Инвестиции не придут автоматически. За них придется конкурировать.**

В итоге, нет иного выхода, как **превращать российский рынок в товар, который нужно уметь продавать**, готовить к приему инвестиций, делать более устойчивым, если предъявляется спекулятивный спрос, продвигать среди внутренних инвесторов, чтобы сделать более привлекательным для внешних инвесторов, у которых сосредоточены основные деньги. Поэтому давно наступило время определиться в среднесрочной политике государства и профессионального сообщества на фондовом рынке. Как будет реструктурироваться финансовый сектор в будущем. Каким образом будут устраняться асимметрии рынка? Как он в среднесрочной перспективе будет конкурировать за деньги внутренних и внешних инвесторов? В чем будет состоять роль государства, только ли в утяжелении регулятивной нагрузки? Когда, как и при каких условиях будут либерализоваться финансовые рынки и счет капитала? Как будут поощряться финансовые инновации, улучшаться эффективность рынка, честность и справедливость ценообразования на финансовые активы? Будет ли создан налоговый режим, стимулирующий инвестировать в ценные бумаги, как это сделано в большинстве стран мира? Состоится ли “Финансовая площадка Россия” (аналог - “Finanzenplatz Deutschland”) в качестве одного из направлений макроэкономической политики государства?

**Наиболее вероятный сценарий: асимметрии рынка, отсутствие массовых внешних инвестиций, волатильность цен на нефть и финансовые активы**

В 2002 – 2010 гг. политические и экономические модели общества будут с высокой вероятностью находиться в России в острой борьбе, создавая эклектичную основу для развития финансового рынка. Программы ряда политических партий, являющихся системными элементами российской власти, требуют расширения государственной собственности, занятия государством командных высот. Взгляд властей на рынок акций может смещаться в сторону неомарксистских оценок его в качестве фиктивного, оторванного от реальной стоимости – с соответствующими оргвыводами. Православие считает аскетическое самоограничение и коллективизм основой социального мышления, критикуя потребительское общество и финансовые спекуляции. Ставится вопрос о всестороннем контроле за процессами, происходящими в финансовом секторе экономики, через использование всех механизмов, доступных обществу и государству («Основы социальной концепции РПЦ»). Ислам, охватывающий до 10% российского населения, прямо запрещает долговые инструменты, спекулятивную деятельность, производные, требует от эмитентов исламской чистоты.

В этой связи объем, структура и текущая конъюнктура российского рынка ценных бумаг будут в полной мере определяться тем смещением моделей социального и экономического устройства, которое на долгие годы будет составлять основу российского хозяйства. Преобладание директивной, закрытой или либеральной экономики определит, будет ли российский фондовый рынок угасать, станет ли он провинциальным или будет возрожден в качестве развитого рынка индустриальной страны. Рынок мозаичный и эклектичный, рынок, как зеркало отражающий борьбу различных политических тенденций в обществе, рынок с огромным диапазоном колебаний - таким будет российский фондовый рынок в 2002 - 2005 гг.

Традиционные ценности российского населения близки к тем, которые составляют особенности германского или японского населения: меньшие индивидуализм и личная активность, стремление к социальной опеке, иерархичность, незначительная трудовая мобильность, меньшие уровни принимаемого риска. Экономическая самостоятельность и свобода являются меньшей ценностью, чем стабильность, хотя бы и на более низком уровне потребления. Опросы показывают, что более 70% населения считает, что государство должно в большей мере управлять страной.

Эти черты массового инвестора должны создавать узкую базу для инвестирования в ценные бумаги, прежде всего в акции. В среднесрочной перспективе в России сохранится капитализм «держателей крупных пакетов». Финансовый рынок будет иметь преимущественно долговой характер и ограниченную ликвидность в переводе прав собственности.

По оценке, не менее 60-70% акционерных капиталов в России собрано в крупные или контрольные пакеты. Доля контролирующих акционеров растет или по меньшей мере не снижается. Крупные собственники часто не заинтересованы в повышении рыночной стоимости предприятия, в получении доходов через дивиденды и на основе роста биржевых котировок. Наоборот, они склонны минимизировать прибыль или даже демонстрировать убытки

предприятия, искусственно отсекая часть финансовых потоков (через цены, через разделение расчетов и т.п.), подчиняя их целям снижения налогов, увеличения личных доходов или иным предпринимательским задачам. В результате складывается непрозрачный, разделенный на группу компаний бизнес, с несколькими системами учета, в рамках которого основные предприятия имеют минимальную стоимость и не могут выйти на рынок ценных бумаг.

Как следствие, российский рынок ценных бумаг будет формироваться как преимущественно долговой (просматривается сходство с германским рынком). Рынок акций будет ограничен в объемах и ликвидности. Венчурное финансирование будет осуществляться в основном через кредиты, а не через акции. Основная масса розничных инвесторов по-прежнему будет консервативна в выборе финансовых продуктов. Преобладающая часть сбережений населения будет иметь традиционно депозитную или наличную форму. Только 3-4% населения показывают интерес к вложениям в акции. Фондовый рынок будет иметь более простую продуктовую структуру, чем на рынках с преобладанием акций. Он окажется не столь инновационным. Будут относительно невелики срочные рынки. Как следствие оптовой структуры собственности, важное значение на фондовом рынке приобретут сделки с блоками (крупными пакетами акций) для передачи корпоративного контроля, реорганизации компаний. Узкая группа крупных сырьевых компаний, поддерживая ликвидность своих акций на внутреннем рынке, за основным объемом финансирования будут обращаться на Запад (депозитарные расписки). Слишком высокими в обозримой перспективе останутся регулятивные издержки. Их объем постоянно нарастает.

Исследование нескольких десятков зарубежных рынков показывает: сам факт принадлежности к формирующимся рынкам предполагает, что с высокой вероятностью (примерно 75%) капитализация рынка акций в России не будет выше 30% ВВП. Другое ограничение – насыщенность экономики деньгами, уровень монетизации ( $\text{Деньги} + \text{Квази-Деньги} / \text{ВВП}$ ). При величине внутреннего денежного спроса на акции, границей которого является монетизация хозяйственного оборота в 10-25% ВВП, капитализация рынка акций обычно не превышает низких значений 10 - 30% ВВП. В России уровень монетизации – 21-22%. Иное – может означать манипулятивный бум, неизбежно заканчивающийся крахом рынка.

Будут ли расти из года в год курсы акций и обороты по ним? Да, в той мере, в какой будет сохраняться инфляционный рост цен в экономике и увеличиваться монетизация. Роль «локомотива» в курсовой динамике, в создании очень высокой волатильности будут, как и раньше, играть российские брокеры, проводящие специальные стратегии, либо спекулятивные иностранные инвесторы, воздействующие на внутренний рынок акций через небольшие обороты рынка РТС (несколько десятков млн. долл. в день). Такая емкость рынка позволяет небольшими суммами существенно влиять на динамику всего рынка и отдельных акций. Например, цены акций компании ЮКОС были подняты с мая по ноябрь 2000 г. почти втрое оборотами в 300 – 350 тыс. долл. в среднем за день, от базы ноября 2000 г. по март 2002 г. вчетверо - оборотами в среднем в 1.7 – 2 млн. долл. в день.



В ближайшие годы, как и в 90-е, будет по-прежнему слаба институциональная инфраструктура рынка ценных бумаг. В 2001 г. продолжала сокращаться численность профессиональных участников. Их сейчас в 8 раз меньше, чем в 1997 г. Сохранится острый дефицит брокеров в регионах (во многих их просто нет). Будет сдержанной динамика их численности, инвестиционные институты будут по-прежнему концентрироваться в Москве (40-60% по разным категориям). Продолжится по инерции среднесрочная тенденция к увеличению рыночной ниши Москвы как финансовой столицы на фондовом рынке. Доля денежных ресурсов российских банков, приходящаяся на Москву, достигает 55-60%.

Стартовым условием развития российского рынка ценных бумаг в текущем десятилетии будут множественность и раздробленность торговых систем (11 фондовых бирж, часть которых нежизнеспособна). По-прежнему рынок будет фрагментарен, разделен на банковскую и небанковскую часть (двойственность торговых систем, инфраструктуры рынка, саморегулируемых организаций и т.п.). Эта деформация рынка или даже ее следы будут сохраняться в среднесрочной перспективе. Соответственно, должна происходить консолидация торговых систем и инфраструктуры рынка. ради выживания, ради более успешной конкуренции за ликвидность с зарубежными торговыми системами;

Честному и справедливому ценообразованию препятствует олигополистический характер рынка (7 брокеров формируют 60% рынка РТС). Рынок сверхконцентрирован на 5 акциях, они формируют более 90% внутреннего рынка. Бытует мнение о распространенности манипулирования и инсайдерских сделок. Больше половины брокеров являются сверхмалыми финансовыми компаниями, с численностью персонала до 30-40 человек. Эти деформации неизбежно будут ограничивать спрос на российские ценные бумаги и ликвидность рынка в предстоящее десятилетие.

В среднесрочной перспективе будет, как и раньше, ограниченно число эмитентов, выходящих со своими бумагами на организованные рынки. Только 25% предприятий провели государственную регистрацию своих ценных бумаг. Долгое время ликвидными являются только 20-30 акций. По-прежнему будут незначительными размеры свободной для обращения части акционерных капиталов (5-10% на большинстве предприятий). Сохранится выгодный собственникам разрыв между незначительными акционерными капиталами и масштабными размерами добавочных капиталов, не превращенных в акции. У 40-50% предприятий до сих пор не превращены в акции добавочные капиталы.

Экссессивным колебаниям рынка по-прежнему будет способствовать архитектура РТС - с расчетами по внутренним сделкам за рубежом (свободный ввод – вывод горячих денег), с высокой долей (по мнению операторов рынка) сделок, нарушающих честность и справедливость ценообразования, с зависимостью от иностранных инвесторов (более 60% их вложений, по оценке отчетности западных управляющих компаний, носит спекулятивный характер).

Все эти *асимметрии рынка* сохранятся в течение ближайших 3 – 4 лет. *Поэтому прогноз рынка акций (как и всего финансового рынка России) пока неизменен. Незначительные размеры при растущих объемах* (до тех пор, пока высоки цены на нефть и не усиливается административное перераспределение денежных ресурсов), *чрезмерная волатильность и зависимость базовых компонентов рынка акций от цен на нефть*, которые, в свою очередь, всегда были, есть и будут товаром, подверженным экстремальным ценовым колебаниям. При длительном падении цен на нефть – кризис.