

Миркин Яков Моисеевич,
д.э.н., зав. кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга
Финансовой академии при Правительстве РФ

**Ежегодная конференция Национальной фондовой ассоциации
«Российский финансовый рынок:
перспективы и возможности в 2004 году»**

**Перспективы и риски российского фондового рынка: 2004
19 декабря 2003 г.**

Позитивный сценарий развития российского рынка предполагает в 2004 г. при сохранении макроэкономической и политической стабильности в России (устойчиво высоких ценах на энергоносители) дальнейший рост объема торгов (в 2003 г. биржевой оборот по акциям вырос примерно в 2 раза, составляя, по оценке, 95 – 105 млрд. долл.), позитивную динамику курсовой стоимости (в 2003 г. российский рынок акций вновь стал одним из самых быстро растущих в мире) при очень высокой волатильности (в 2003 г. этот рынок, как и в прежние годы, оказался в группе рынков с самыми высокими рисками, индекс НФА-7 к середине октября 2003 г. вырос более чем на 80% с тем, чтобы затем в течение нескольких недель потерять четверть своей стоимости).

Рынок ищет финансовых инноваций и новые продуктовые сегменты. В этой связи возможно прогнозировать в 2004 г. старт рынка IPO вслед за более сдержанным расширением сектора корпоративных облигаций.

Каковы макроэкономические факторы, способствующие позитивному характеру развития внутреннего рынка ценных бумаг?

Факторы роста

Во-первых, ожидаемое сохранение высоких темпов экономического роста и инвестиций, вынуждающих корпоративных эмитентов обращаться к рынку за финансовыми ресурсами, расширять предложение своих ценных бумаг. Даже при неожиданном и масштабном падении цен на энергоносители (55% объемов экспорта) у экономики найдется финансовый запас прочности в 4 – 6 месяцев с тем, чтобы продемонстрировать положительные результаты за 2004 г.

Во-вторых, более мягкая денежная политика монетарных властей, приводящая к большему насыщению хозяйственного оборота денежными ресурсами и к расширению внутреннего денежного спроса на финансовые инструменты. Показатель монетизации ВВП (Деньги+Квази-Деньги/ВВП) вырос к концу 2003 г. до 28 – 29% (долгое время оставался на уровне 20 – 21%, в середине 90-х гг. падал до 16-17%).

В-третьих, продолжающееся сокращение (в относительных величинах) заимствований государством внутренних денежных ресурсов для использования в бюджетных целях. Доля государства во внутреннем кредите (по данным денежного обзора для МВФ) упала с 58 - 65% в 1996 - 1998 г. до 44% в 2000 г. и до 20% в сентябре 2003 г. Соответственно, резко растет доля внутренних денежных ресурсов, направляемая на финансирование корпоративного сектора.

В-четвертых, существует потенциал для спекулятивного роста капитализации российского рынка акций. В 1995 – 1998 гг. его оцененность (капитализация рынка / ВВП) колебалась в пределах 5 – 10%, в 1999 – 2002 гг. – 10 – 23%, в 2003 г. поднялась до 25 – 30%. Для значительного числа формирующихся рынков (в т.ч. Бразилии, Китая, Индии) это не предел, капитализация рынка акция может колебаться в пределах 30 – 60% ВВП (на развитых рынках этот индикатор, как правило, выше).

Соответственно, психологический настрой на рост курсовой стоимости рынка акций, сложившийся в 1999 – 2003 гг., наряду с разогревом экономики России и стремлением спекулятивных иностранных инвесторов, во многом определяющих ценовую динамику российских акций, к подъему рынка, - все эти факторы сочетаются со способностью внутреннего рынка, как показывают международные сопоставления, быть оцененным на более высоком стоимостном уровне (особенно - при укрепляющемся рубле).

Встроенная волатильность

Прогнозируется, что в 2004 г. (как и в 1999 – 2003 гг.) российский рынок акций сохранит экстремальную волатильность, способность порождать 2 – 3 внутригодовых волны, с разрывом между подошвой и пиками в десятки процентов курсовой стоимости.

Наиболее существенные факторы волатильности:

-политический и правовой риск; риск изменений макроэкономической политики, приводящий к сужению пространства фондового рынка, к увеличению регулятивной нагрузки, связанной с ним;

-способность экспортных цен на сырье (а за ними и доходов корпоративного сектора и бюджета) к резким и непрогнозируемым колебаниям;

-открытость архитектуры рынка для движения спекулятивных потоков «горячих денег» крупных иностранных инвесторов при том, что его объемы пока недостаточны для того, чтобы абсорбировать ценовые воздействия, оказываемые небольшими (по масштабам развитых рынков) суммами в десятки миллионов долларов;

-олигополистическая структура рынка, зависящего от нескольких финансовых инструментов и узкой группы финансовых посредников. Хотя структура рынка стала более диверсифицированной, менее концентрированной на акциях РАО ЕЭС, по-прежнему 7 акций создают более 90% оборотов рынка, а 20 - 24% акций РАО ЕЭС (находящиеся в НДЦ) формируют 40-50% всего оборота российского рынка акций (осень 2003 г.). Рынок обладает высокой концентрацией по участникам. В РТС в третьем квартале 2003 г. 60% оборота сформировали 6 из 121 компаний, совершивших сделки (Альфа-банк, Ренессанс Брокер, Тройка Диалог, ОФГ, Никойл, Метрополь), на ММВБ – 7 компаний делают 57% (октябрь 2003) оборотов, относящихся к 50 ведущим операторам (ВЭО-Открытие, Атон, Брокеркредитсервис, АлорИнвест, Номос-банк, Финанс-Аналитик, Альфа-банк);

-постепенный рост рисков в финансовом секторе – например, в 2002 - сентябре 2003 гг. срочные требования и обязательства кредитных организаций выросли в 3 раза (более 20 млрд. долл. США) при сохранении низкой капитализации финансового сектора – у 58% кредитных организаций уставный капитал – до 2 млн. долл., у $\frac{3}{4}$ - до 5 млн. долл.

Стресс – сценарий

Стресс-сценарий (с позиций отраслевых интересов участников фондового рынка) связан с масштабными изменениями экономического курса, определяемыми: а) расширением доли финансовых ресурсов, аккумулируемых государством, б) реструктурированием частной собственности на крупный и средний бизнес, в) расширением доли государственной собственности и бюджетного финансирования инвестиций в государственный сектор, г) введением более жесткого контроля за вывозом капитала при усилении экономических стимулов к вывозу, д) повышением объемов регулирования бизнеса, е) обеспечением большей закрытости национальной экономики для иностранного капитала, ж) ограничением доступа резидентов к активам в иностранной валюте («дедолларизация экономики»), з) эмиссионным стимулированием экономического роста, и) борьбе с финансовыми спекуляциями как наносящими ущерб стране.

Этот сценарий, независимо от характера влияния (позитивного или отрицательного), оказываемого им на ситуацию в стране, объективно ведет к сужению роли фондового рынка

в перераспределении финансовых ресурсов на цели инвестиций, подобно тому, как это происходило в СССР в конце 20-х годов, в Иране в конце 70-х годов и во многих других попытках перехода к более закрытым и патерналистским обществам. Вместе с тем Тегеранская биржа продолжала существовать все эти годы и поддерживать рынок акций, хотя и в объемах, не сопоставимых с торговой активностью в годы большей открытости экономики.