

Я.М.Миркин, д.э.н., проф., зав. кафедрой Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Совета директоров ИК «Еврофинансы»

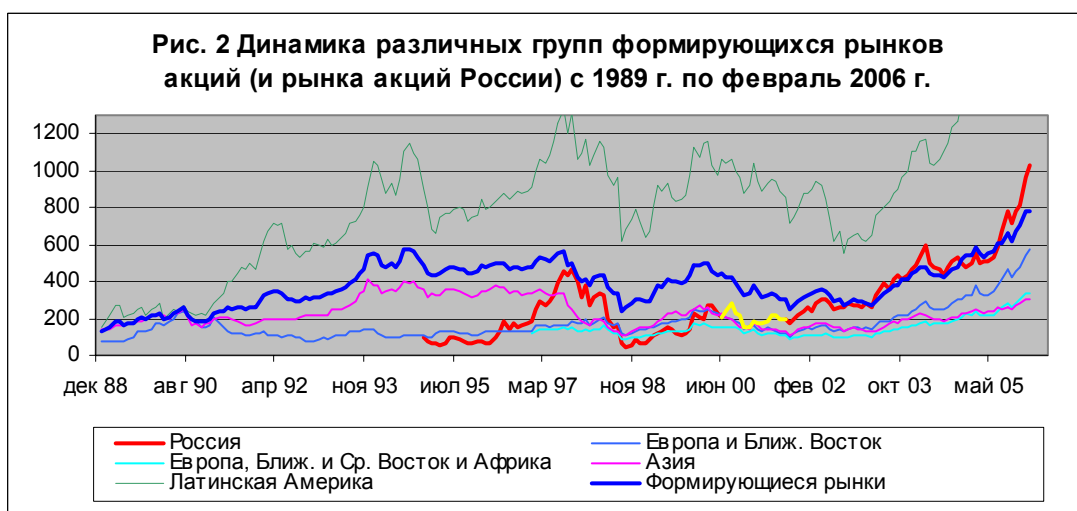
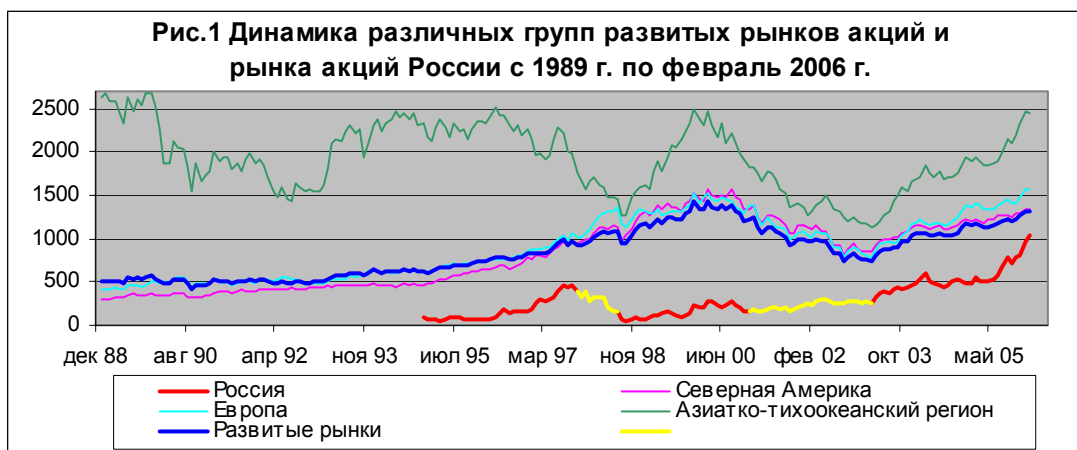
М.М.Кудинова, к.э.н., зам. начальника отдела ИК «Еврофинансы»

Будущая динамика российского рынка акций: взаимодействие с зарубежными рынками

В условиях глобализации конъюнктура зарубежных рынков, действия крупных международных инвесторов являются решающим фактором динамики курсов российского рынка ценных бумаг.

Доказательство - сравнение долгосрочной динамики рынка акций России с движением основных зарубежных рынков (развитых и формирующихся), на которые приходится более 95% оборотов и капитализации мира (см. **рис. 1 и 2**).¹ **Российский рынок интегрирован в систему мировых рынков:** в 90% наблюдений (эти временные отрезки отмечены красным цветом) его динамика была синхронна с поведением данных групп рынков.

¹ Расчеты осуществлены в ИК «Еврофинансы» за период с декабря 1988 г. (по России – с января 1995 года (начало расчета индекса российского рынка) по февраль 2006 года. Исходные данные – месячные значения индексов отдельных стран и их различных групп (23 развитых и 26 формирующихся рынков стран Америки, Азии и Европы), рассчитываемых Morgan Stanley Capital International Inc.



Согласованность циклов в движении российского и зарубежных рынков

Коэффициенты корреляции абсолютных значений индексов российского рынка акций и развитых рынков составили в 1995 – 2006 гг. 0,66, формирующихся рынков - 0,87.

Как следствие, движение **российского рынка акций во многом совпадает с длинными циклами, наблюдаемыми на мировых фондовых рынках:**

Первая стадия. Рост вместе с другими рынками на **длинной повышательной стадии** экономического цикла (1991-92 гг. - начало азиатского финансового кризиса 1997 г.)²;

Вторая стадия (1997 – 2002). Падение на **понижательной фазе** длинного цикла. Данная фаза началась с глубокого кризиса на формирующихся рынках стран Азии, которая привела к продолжительному снижению курсов ценных бумаг и на всех других формирующихся рынках (в т.ч. и на российском – с августа 1997 г.) при одновременном

² Фондовые рынки стран Азии, на которых начался кризис – как развитые, так и развивающиеся, почувствовали его приближение ранее рынков из других регионов: первые – за год до его начала, вторые – за два года. При этом средства международных инвесторов перемещались в данный временной отрезок с формирующихся рынков Азии на аналогичные рынки других регионов – в Латинскую Америку и Европу

росте развитых фондовых рынков – вследствие начала пересмотра портфелей международных инвесторов в пользу более надежных и менее рискованных ценных бумаг данной группы рынков³. Такой пересмотр – неизбежное следствие смены фаз длительного цикла, которая сначала затрагивает наиболее уязвимые, высокорискованные формирующиеся рынки ценных бумаг и лишь после этого проявляется на низкорискованных развитых рынках.

За азиатским кризисом последовал российский кризис в августе 1998 г., оказавший очередное понижательное воздействие – глубокое на формирующиеся, непродолжительное – на развитые рынки акций⁴.

И, наконец, после недолгого периода восстановления от данных двух кризисов, продлившегося до начала 2000 г., спад, связанный со снижением темпов роста мировой экономики, затронул и развитые рынки акций.

На российском фондовом рынке падение продлилось с апреля по декабрь 2000 г.; за ним последовал период бокового тренда (январь – октябрь 2001 г.), сменившийся началом роста (с октября 2001 г. по апрель 2003 г.). Фаза долгосрочного падения других рынков длилась гораздо дольше: на большинстве формирующихся рынков минимум был достигнут лишь во второй половине 2001 г., на развитых рынках и на оставшейся части формирующихся - годом – полутора годами позже.⁵

Третья стадия. Начавшийся с апреля 2003 г. подъем на **повышательной волне нового длинного цикла** вместе со всеми другими рынками акций.

Взаимодействие рынков и длинные циклы их динамики – основа долгосрочного прогноза

Волнообразное движение рынков необходимо учитывать при прогнозировании динамики российского рынка ценных бумаг. Высокая степень синхронности колебаний фондовых рынков стран, ее последовательное усиление (заметное даже на 11-летнем

(включая Россию), что приводило к наблюдению высоких темпов роста курсов ценных бумаг на них (см. рис. 1 и 2).

³ Пересмотр портфелей был продиктован действием как объективных факторов (сигналов индикаторов используемых инвесторами портфельных стратегий), так и субъективных факторов (финансовая паника, повсеместное снижение склонности инвесторов к принятию рисков, ожидание высокой вероятности падения в результате кризиса на развивающихся рынках одного региона (Азия) развивающихся рынков и в других регионах вследствие их принадлежности к одной группе и т.д.).

⁴ Особенно сильное негативное воздействие испытала Бразилия, в которой несколькими месяцами позже (в январе 1999 г.) начался кризис.

⁵ Именно на данном этапе были интервалы времени, в течение которых динамика рынка России отличалась от динамики зарубежных рынков (см. рис. 1 и 2). Основным фактором, сдерживавшим спад российского рынка при падении зарубежных фондовых рынков, была благоприятная ситуация на мировых товарных рынках, прежде всего, рынках нефти и нефтепродуктов, которая оказывает сильное влияние на экономическую ситуацию в России, в т.ч. на функционирование ее отрасли ценных бумаг.

интервале времени) означают, что динамика рынка России в среднесрочной и долгосрочной перспективе будет следовать за конъюнктурой мировых рынков.

На настоящий момент наблюдается почти три года их последовательного роста (с весны 2003 г.). Анализ длинных волн показывает, что **такой рост может продлиться еще 2,5-3 года (до второй половины 2008 г. – начала 2009 г.)**. Причем поскольку фаза подъема набирает силу, можно ожидать дальнейшего повышения темпов роста рынков по мере приближения к переломной точке длинного цикла. После ее прохождения рост **неизбежно сменится стадией долгосрочного спада (5-6 лет)**, которая в первую очередь затронет развивающиеся рынки⁶ и лишь в последнюю очередь (на последнем этапе длинной понижательной фазы цикла) переместится на развитые рынки.

Какова вероятность того, что рынок ценных бумаг России будет следовать данной динамике рынков?

Сценарии поведения российского рынка ценных бумаг

За последние 11 лет импульсы, передаваемые на российский рынок через каналы, обусловленные деятельностью международных инвесторов (основной канал «финансовой инфекции»), зачастую являлись решающим фактором его динамики. Маловероятно, что и в дальнейшем российский рынок акций сможет противостоять внешним влияниям со стороны зарубежных фондовых рынков.

Смягчить их действие может только ситуация на мировом нефтяном рынке, поскольку в силу высокой доли нефтяного сектора в структуре экономики и экспорта России⁷ ее **рынок акций демонстрирует высокую, иногда близкую к функциональной, степень зависимости от мировых цен на нефть.**

В частности, в послекризисный период развития рынка (с августа 1998 г. по февраль 2006 г.) коэффициент его корреляции с мировыми ценами на нефть (с опережающим лагом последних в 7 месяцев)⁸ составил 0,87. Именно высокими ценами на нефть можно объяснить устойчивость российского рынка акций к внешним негативным воздействиям со стороны других фондовых рынков на этапе долгосрочного спада мировых рынков ценных бумаг (2000 г. – начало 2003 г.), обусловившую отличие его поведения от движения зарубежных рынков (мировая цена на нефть в данный период времени не опускалась ниже 17 дол. за баррель).

⁶ Вероятно, что понижательная фаза длинного цикла начнется с обрушения наиболее уязвимой к тому времени группы формирующихся рынков и распространения кризиса и на другие формирующиеся рынки, в т.ч. и российский рынок ценных бумаг.

⁷ Около 15% и 40% соответственно (www.fsgs.ru, www.customs.ru).

⁸ Объяснение лага см. в книге Я.М.Миркина «Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития». М., Перспектива, 2002

Таким образом, существует несколько сценариев поведения российского рынка акций при наступлении понижительной стадии цикла в движении мировых фондовых рынков.

I. **Если фаза спада не будет сопровождаться снижением цен на нефть** (как это было в 2000 – 2002 гг.), то вероятным будет наблюдение на российском рынке **несильного и недолгого спада или вообще бокового тренда** (при значительном падении зарубежных рынков), **который при появлении признаков оживления мировой экономики сменится ростом.** Однако даже в этом случае, учитывая высокую зависимость рынка России от поведения международных инвесторов, при реализации **глубокого системного кризиса** на какой-либо из групп формирующихся рынков с высокой долей вероятности можно прогнозировать его распространение и на российский рынок ценных бумаг.

II. В противном случае (при резком снижении нефтяных цен) вероятно наступление **пессимистического сценария** – резкого оттока с рынка средств международных и внутренних инвесторов и сопутствующего ему падения курсов ценных бумаг, способного подорвать развитие финансовой системы и реального сектора экономики.

Большая согласованность с движением группы формирующихся рынков

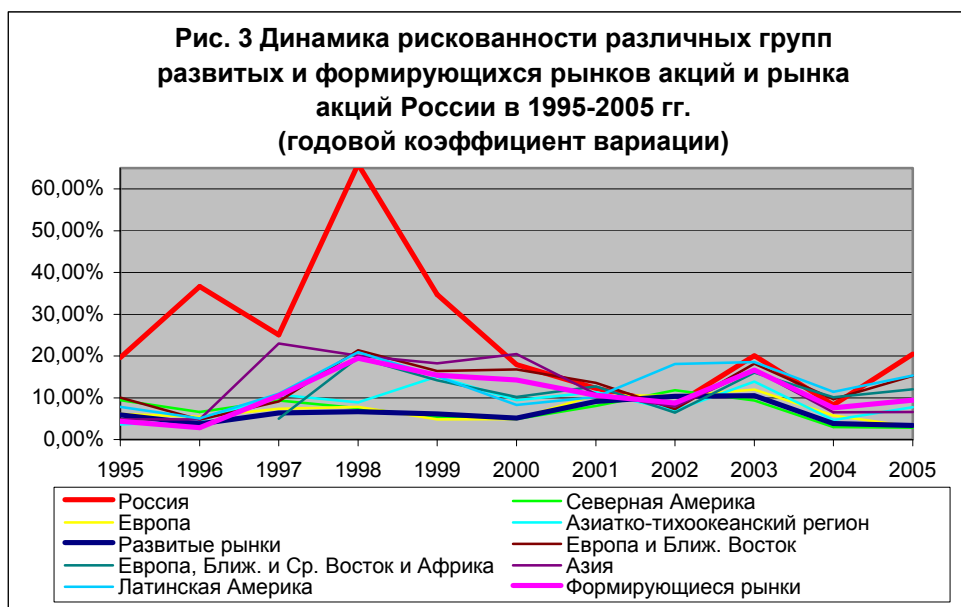
Принадлежность рынка России к развивающимся рынкам объясняет его большую согласованность с движением именно этой группы рынков. Так, лишь на интервале с июля 2000 г. по август 2001 г. в их динамике проявились некоторые различия (на рис.2 данные интервалы отмечены желтым цветом); коэффициент корреляции между ними упал в данный отрезок времени до 0,6. В то же время при сравнении поведения рынка России и развитых рынков наблюдались два более длинных периода, в которые их динамика была противоположно направлена – с ноября 1997 г. по июль 1998 г. и с начала 2001 г. по март 2003 г. (см. рис.1). Коэффициент корреляции между российским и развитыми рынками в данные отрезки равнялся (-0,67).

Вероятно, что и в дальнейшем **принадлежность рынка России к развивающимся рынкам будет означать большую синхронность его поведения с движением именно этой группы рынков** (прежде всего, с рынками стран Восточной Европы (Чехии, Венгрии) и Латинской Америки (Мексики, Бразилии)).

Для более точного прогноза движения российского рынка ценных бумаг необходимо определить его позицию среди других формирующихся рынков.

На сегодняшний день рынок России **воспринимается международными инвесторами как «средний» развивающийся рынок.** Действительно, в последние годы

он приблизился к средним показателям развития формирующихся рынков – как с позиции его масштабов (объемов торгов и капитализации), так и по уровню рисков. Причем наблюдается закрепление данной позиции рынка. Это подтверждается, в частности, сравнением динамики его рискованности с рискованностью развитых и развивающихся рынков ценных бумаг (см. рис.3).



Рискованность рынка России стабилизируется **на уровне около 15% в год**, что ненамного превышает среднюю рискованность формирующихся рынков (в 1,3 раза) и выше рискованности развитых рынков примерно в 2,3 раза. Это означает, что при наступлении понижительной фазы длинного цикла **падение российского рынка ценных бумаг может превысить падение развитых более чем в 2 раза**. Таким образом, принадлежность рынка России к формирующимся фондовым рынкам позволяет прогнозировать высокую вероятность наступления пессимистического сценария при развороте долгосрочного тренда на мировых фондовых рынках.

Итак, характер развития рынка ценных бумаг страны во многом определяется тем, относится ли он к группе развитых или формирующихся рынков. Это влечет различные последствия с точки зрения динамики курсов на нем, доходности и рискованности рынка, преобладающих участников и их инвестиционных стратегий, спекулятивной компоненты в его функционировании, и, в конечном итоге, влияния на экономическое развитие страны.

С этой точки зрения принадлежность рынка акций России к группе формирующихся рынков, его зависимость от международных инвесторов, высокие риски, подверженность «финансовым инфекциям» позволяет констатировать, что

функционирование рынка акций по-прежнему несет не только значимые выгоды, но и высокие риски для устойчивого экономического развития России, которые могут в полной мере реализоваться в ближайшие годы – после окончания повышательной фазы долгосрочного экономического цикла на мировых фондовых рынках.