РИСКИ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В 2012 г.

Александр АБРАМОВ, ведущий научный сотрудник Института прикладных экономических исследований РАНХиГС при Президенте РФ

В 2012 г. на российском финансовом рынке сохранится действие факторов, предопределивших его динамику в 2011 г., прежде всего сравнительно высокие цены на нефть и отток капитала.

Нефтяная зависимость финансового рынка

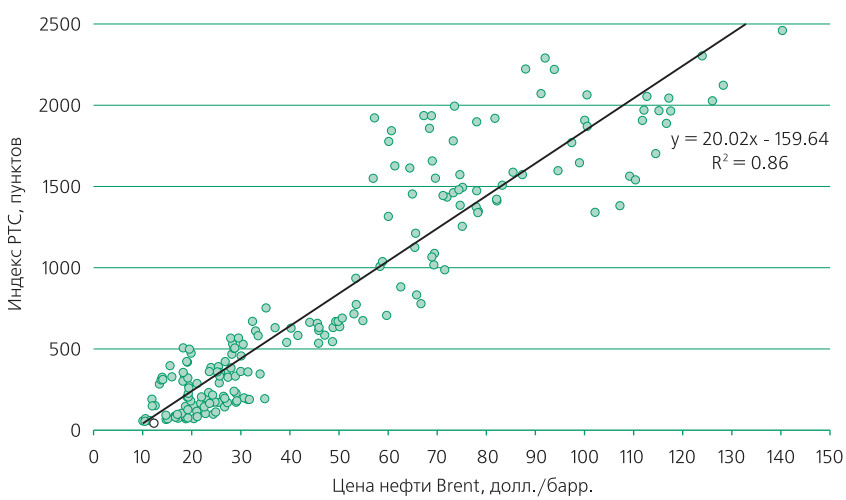
Зависимость рынка акций российских эмитентов от нефтяных цен — широко известный факт. Коэффициент детерминации (R^2) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами на нефть сорта Brent с сентября 1995 г. по декабрь 2011 г., представленный на рисунке, равен 0.86, что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями.

По прогнозам международных финансовых организаций и Минэкономразвития России, в ближайшие годы не ожидается бурного роста нефтяных цен. Более того, в связи с надвигающейся рецессией мировой экономики начиная с середины 2008 г. динамика цены на нефть, похоже, стала следовать W-образной траектории. По сравнению с кризисом 1997—1998 годов до уровня докризисных значений июня 2008 г. нефтяные цены будут восстанавливаться гораздо медленнее, если вообще достигнут их в обозримом десятилетии. Согласно инновационному сценарию прогноза МЭР от 8 февраля 2011 г., заложенному в Стратегию-2020, цена нефти Urals в 2020 г. сохранится на уровне 109 долл./барр. В 2012 г. среднегодовая цена нефти за баррель по прогнозу снизится с нынешних 111 долл. примерно до 100 долл.

Если применить уравнение зависимости между ценой на нефть и индексом, указанным на приведенном здесь рисунке, к среднесрочному прогнозу нефтяных цен МЭР на период 2012—2014 гг., то мы получим стагнацию рынка (см. соответствующий рисунок). Индекс РТС будет демонстрировать волатильность, но его среднее значение остановится на уровне до 1900 пунктов. Для повышения значений рынка нужны новые идеи экономического роста, которые вряд ли заработают сразу[1].

Прогнозы редко бывают точными: в отчете о развитии фондового рынка в 2009 г.[2], исходя из формулы взаимосвязи индекса РТС и нефтяных цен, нами прогнозировалось среднегодовое значение индекса в 2010 г. на уровне 1503 пунктов, а фактически он оказался равен 1510 пунктам; при анализе итогов развития рынка за 2010 г. нами ожидалось, что в 2011 г. среднегодовая цена нефти за баррель вырастет с 80 до 105 долл.[3], фактически же она выросла еще

Зависимость индекса РТС от цены нефти Brent с сентября 1995 г. по декабрь 2011 г.



Источник: рассчитано по данным IFS IMF и фондовой биржи ММВБ-РТС.

[1] В различных вариантах Стратегии-2020 такими идеями являются радикальное изменение делового климата, новая промышленная политика и инновации.

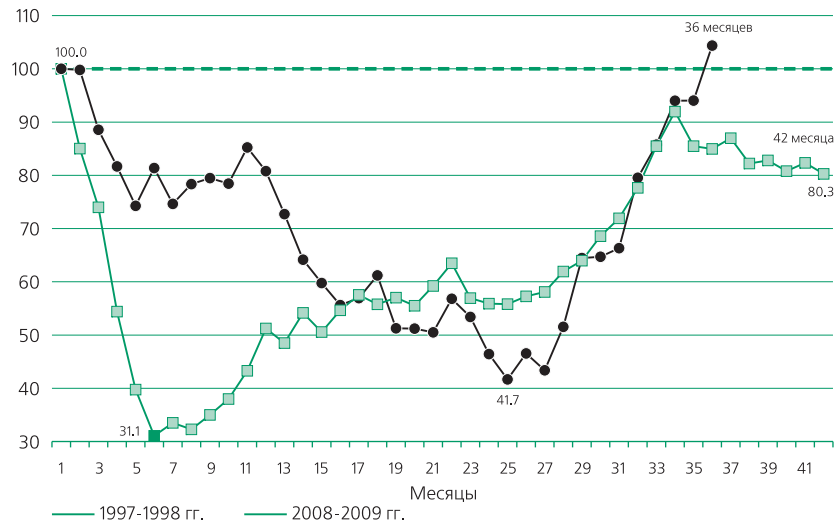
[2] Российская экономика в 2009 году. Тенденции и перспективы. — М.: ИЭПП, 2010. С. 154.

[3] Экономико-политическая ситуация в России. 2011. № 7//Тенденции и перспективы. — М.: Изд-во «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара», 2011.

больше – почти до 111 долл.; вместо прогнозировавшегося роста среднегодового значения индекса РТС до 2017 пунктов в 2011 г. фактически данный показатель вырос лишь до 1748 пунктов – более того, индекс РТС по состоянию на конец года уменьшился со 1770 пунктов в 2010 г. до 1381.87 в 2011 г., или на 21.9%. Причины расхождения реальных данных с прогнозами – более объемный, чем ожидался, вывоз капитала из России.

По нашим оценкам, в 2012 г. при небольшом снижении среднегодовых цен на нефть среднегодовое значение индекса РТС повысится с 1748 до 1842 пунктов, или на 5.4%. Разнонаправленная динамика средних значений нефтяных цен и индекса будет объясняться замедлением темпов вывоза капитала из России.

Падение и восстановление цены нефти Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены=100%)



Источник: по данным IFS МВФ.

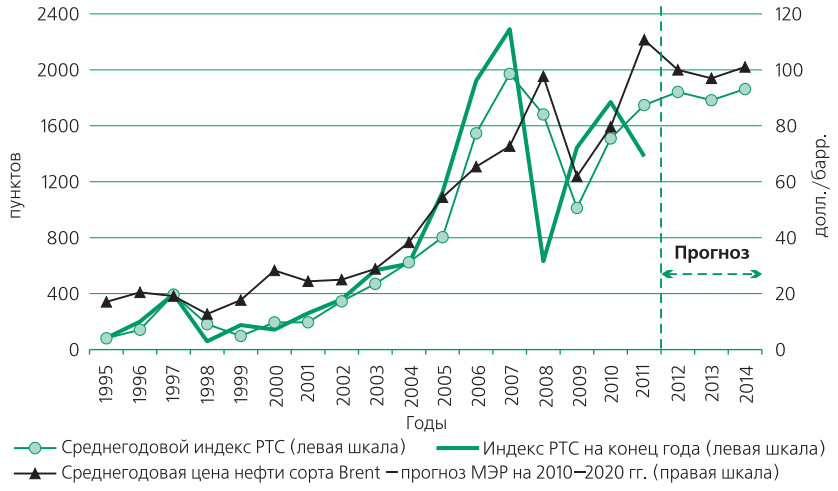
Бегство портфельных инвестиций

Падение российского рынка акций по индексу РТС в 2011 г. на 21.9% в значительной мере было обусловлено вывозом капитала из страны, вызванным рядом факторов, в том числе: циклическим изъятием средств из иностранных инвестиционных фондов, вкладывающих средства в ценные бумаги российских эмитентов; бегством за рубеж российского капитала из-за неблагоприятного делового климата и усиления политических рисков в стране; погашением внешних долгов российских компаний при закрытии возможности рефинансирования долгов на зарубежных рынках; кредитованием российскими «дочками» иностранных банков своих материнских компаний.

Из перечисленных факторов наиболее значимое влияние на внутренний рынок акций оказывал отток средств из иностранных фондов, инвестирующих в Россию, фиксируемый Emerging Portfolio Fund Research (EPFR)[4]. По силе влияния на цены акций российских эмитентов этот фактор не уступает нефтяным ценам.

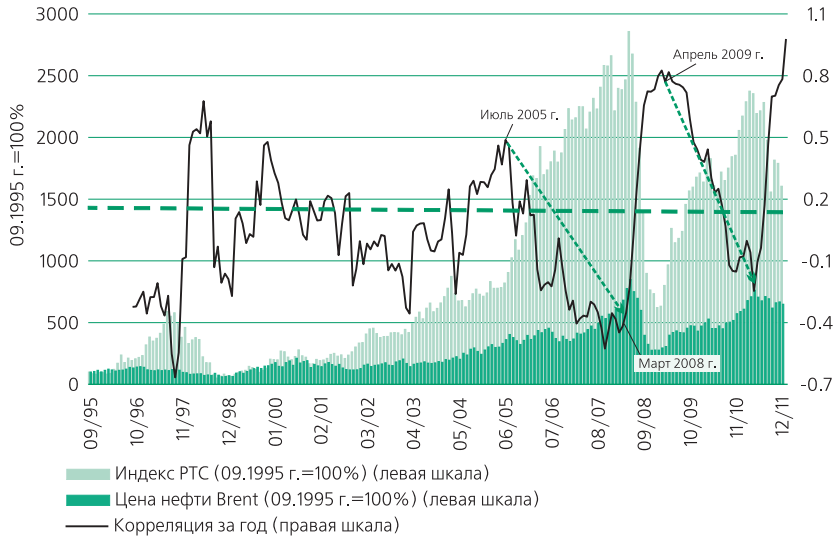
На приводимом здесь рисунке представлены данные об изменении коэффициента кор-

Прогноз индекса РТС до 2014 г. исходя из прогноза цены нефти, представленного МЭР



Источник: рассчитано по данным прогноза МЭР к Концепции долгосрочного развития-2030 и данным фондовой биржи ММВБ-РТС.

[4] Данные EPFR о притоке-оттоке средств из иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, можно рассматривать как индикатор инвестиционного поведения более крупных иностранных портфельных инвесторов, включая глобальные и региональные фонды. По нашим оценкам, портфели специализированных фондов составляют около 10% от стоимости портфельных инвестиций в Россию. Если инвесторы специализированного фонда, например, выводят из него свои средства, это еще не означает вывода капитала из России. Он случится лишь тогда, когда для исполнения обязательств перед инвесторами фонд начинает распродажу своих вложений в акции российских АО. Если выводятся средства из глобальных или региональных фондов, то оценить в количественном выражении влияние данной операции на сокращение вложений данных фондов в акции российских компаний, составляющих лишь часть портфеля данных фондов, практически невозможно. Тем не менее если наблюдается вывод средств из специализирующихся на России иностранных фондов, то, скорее всего, глобальные и региональные портфельные инвесторы также сокращают вложения в Россию.



Источник: рассчитано по данным IFS IMF и фондовой биржи ММВБ-РТС.

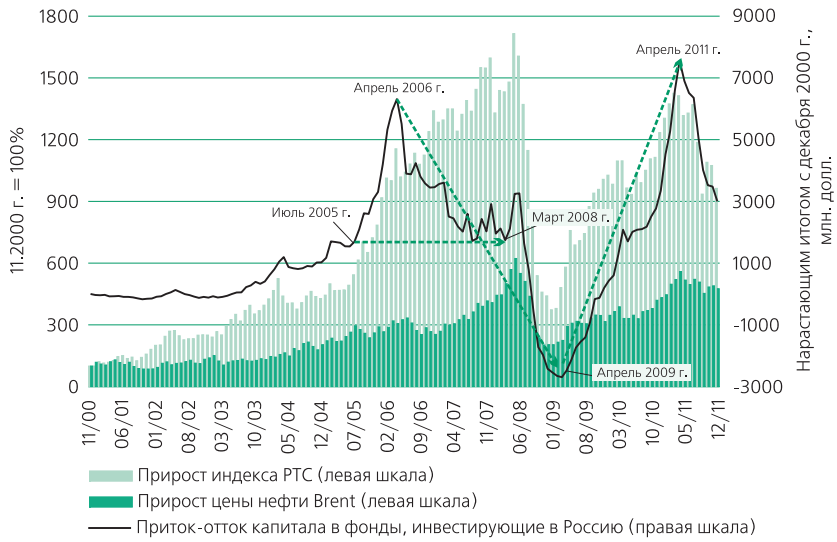
Корреляция между изменениями индекса РТС и цены нефти Brent с сентября 1995 г. по декабрь 2011 г.

Прирост индекса РТС и цены нефти, приток-отток средств в фонды, инвестирующие в Россию, с ноября 2000 г. по декабрь 2011 г.

реляции между месячными изменениями индекса РТС и нефтяными ценами марки Brent. При этом используется скользящая корреляционная кривая с периодом усреднения, равным 12 месяцам. На рисунке выделены два периода, когда корреляция индекса и нефтяных цен пропадала, т.е. показатели начинали изменяться в противоположных направлениях. Основным фактором, вызывавшим данные явления, в обоих случаях были изменения в направлении потока краткосрочных портфельных инвестиций, фиксируемые EPFR и показанные на следующем рисунке. И наоборот, резкий рост корреляции относительных изменений индекса РТС и цен на нефть — например, во второй половине 2008 г. и 2011 г. — приходился на период, когда наряду со снижением нефтяных цен наблюдался отток средств из инвестиционных фондов.

Приток и отток средств из иностранных фондов, инвестирующих в Россию, носят явный циклический характер, что во многом усиливает циклический характер и динамики российского рынка акций. На приводимом здесь рисунке показано, как менялась накопленная сумма иностранных портфельных инвестиций в акции российских компаний с 2000 г. С момента получения Россией «инвестиционных» рейтингов от международных рейтинговых агентств в конце 2004 — начале 2005 гг. до апреля 2006 г. наблюдался активный приток средств в фонды, инвестирующие в Россию. После разворота тенденции в мае 2006 г. практически до марта 2009 г. фиксировался процесс преимущественного вывода средств из фондов на сумму около 9.5 млрд. долл. С апреля 2009 г. по апрель 2011 г. фонды вновь активно привлекали средства новых инвесторов. В мае 2011 г. опять наступил резкий разворот тенденции — до декабря 2011 г. средства из фондов выводились. Стратегия иностранных портфельных инвесторов проста: средства вкладываются, пока рынок недооценен и сохраняется высокий потенциал повышения нефтяных цен, однако при появлении первых признаков разворота тенденции — рисков снижения цен на нефть и падения курса рубля — средства начинают выводиться с рынка.

Интересное объяснение факторов, предопределяющих точки разворота тенденций в динамике средств фондов, специализирующихся на инвестициях в те или иные рынки, дано экспертами МВФ в Докладе о финансовой стабильности за сентябрь 2011 г.[5]. Ими были использованы данные EPFR о притоке-оттоке средств из специализированных инвестиционных фондов за период с января 2005 по май 2011 гг. по фондам акций в мире, в Азии, Латинской Америке, Европе и на Ближнем Востоке, в странах с развитой экономикой. Согласно исследованию МВФ факторами, наиболее



Источник: рассчитано по данным IFS IMF, фондовой биржи ММВБ-РТС и ресурса EPFR.

[5] IMF. Financial Stability Report. September 2011. P. 11–18. Публикуется на сайте www.imf.org.

сильно влияющими (со значимостью на уровне 1%) на приток-отток средств фондов, оказались:

- официальные прогнозы темпов роста реального ВВП (со знаком «+»);
- волатильность темпов роста ВВП (со знаком «-»);
- волатильность обменных курсов валют (со знаком «-);
- показатель предполагаемого риска рынка акций – индекс VIX (со знаком «-»).

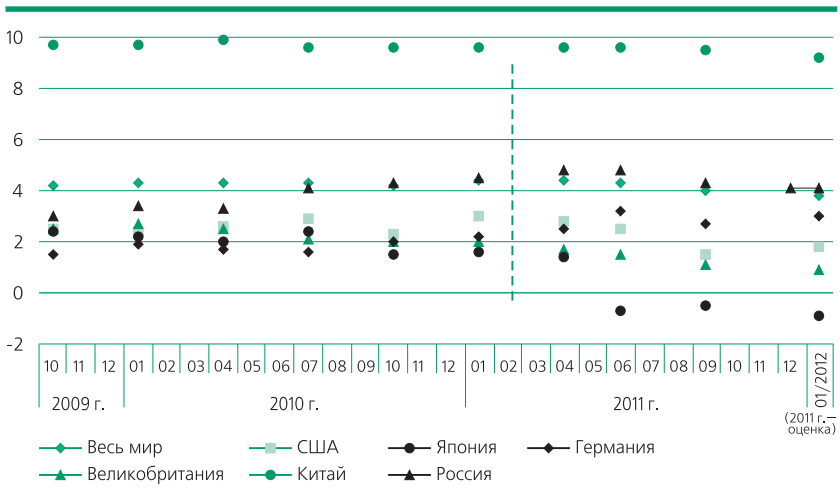
Показатели уровня процентных ставок и строгости валютного регулирования оказались среди слабозначащих факторов.

Данные факторы можно рассматривать как опережающие индикаторы будущих кризисов на финансовых рынках, которые небезуспешно применяются управляющими портфелями инвестиционных фондов, специализирующихся на операциях на тех или иных рынках. Заметим, что согласно рассматриваемому исследованию МВФ наиболее сильный шок в виде максимального объема средств в размере 4.4 млрд. долл., выведенных из фондов, инвестирующих в страны Европы, Ближнего Востока и Африки, пришелся как раз на июнь 2006 г. Именно в этом месяце, как показано здесь на рисунке, случился разворот тенденции с фондами, инвестирующими в акции российских АО. В этих условиях зафиксированный МВФ в обзоре глобальной экономики, опубликованном в апреле 2006 г., тренд на снижение прогноза темпов роста ВВП во второй половине года в наиболее значимых развитых и развивающихся экономиках[6], а также начавшиеся со второго квартала 2005 г. колебания индекса VIX[7] могли послужить сигналами к оттоку средств портфельных инвесторов. Всплески волатильности прогнозов роста ВВП и цен акций отражали озабоченность экспертов и рынка диспропорциями в торговых балансах стран, нарастанием кризиса на рынке ипотечных ценных бумаг США и иными факторами, которые в итоге и привели к рецессии 2008 года.

Интересно, что, выводя средства из фондов, инвестирующих в акции компаний Европы, включая Россию, Ближнего Востока и Африки, в июне 2006 г. глобальные портфельные инвесторы проявили чудеса прозорливости, намного опередив самых смелых пророков будущего финансового кризиса, – знаменитое заявление американского профессора Н. Рубини о надвигающемся ипотечном кризисе на конференции МВФ было оглашено только в сентябре 2006 г.

Причины, по которым начался отток средств из фондов, инвестирующих в Россию, в июне 2006 г. были во многом аналогичны тем, что имели место в мае 2011 г., когда повторно произошел массовый отток средств из фондов, инвестирующих в Россию. В этот раз глобальных портфельных инвесторов также насторожили усиление волатильности прогнозов экономического роста в мире и снижение международными финансовыми организациями прогноза темпов роста ВВП в крупнейших экономиках мира. Как показано на приводимом здесь рисунке, в апреле 2011 г. МВФ понизил прогноз темпов роста ВВП на 2011 г. в США, Великобритании и Японии. В последующие кварталы прогнозы экономического роста были снижены по Германии, Китаю, России и миру в целом. Неудивительно, что, реагируя на усиление неопределенности в мировой экономике, в мае 2011 г. портфельные инвестиции, по данным EPFR, начали стабильно покидать российский рынок акций.

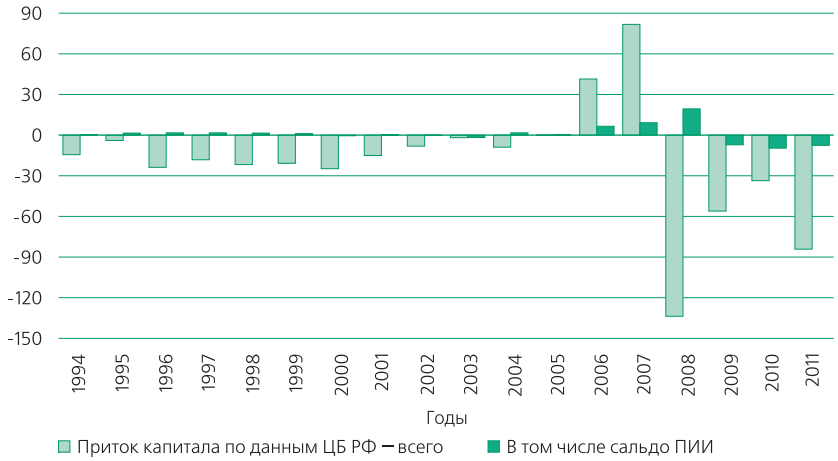
Ежеквартальные прогнозы МВФ роста реального ВВП в 2011 г., в %



Источник: рассчитано по данным ежеквартальных WEO IMF за 2009–2011 гг.

[6] World Economic Outlook (WEO). April 2006. Рис. 1.8. Опубликован на сайте www.imf.org.

[7] В книге Р. Раджана «Линии излома» (М.: Дело, 2011. С. 272) отмечено, что со второго квартала 2005 г. до второго квартала 2007 г. двухгодичная прогнозируемая волатильность цен на опционы компаний, входящих в индекс S&P 500 (two-year implied volatility of S&P500 option price), – «рыночные ожидания волатильности цен на акции на два года вперед» – была на 30–40% выше, чем краткосрочная одномесячная волатильность (short-term one-month volatility).



Источник: по данным Банка России.

Приток–отток капитала – всего, в том числе прямых иностранных инвестиций, млрд. долл.

Изложенный выше подход позволяет определить условия, при которых средства портфельных инвесторов начнут возвращаться. Это произойдет тогда, когда перестанут снижаться прогнозы темпов экономического роста крупнейших стран от МВФ и иных международных финансовых организаций и уменьшатся колебания индекса VIX. Учитывая нарастание экономического кризиса в еврозоне и отсутствие позитивных изменений в экономике США, вряд ли это случится в первой половине 2012 г. Соответственно, в этот период продолжится вывод иностранных портфельных инвестиций из РФ, хотя и в значительно меньших масштабах, чем это имело место в мае-декабре 2011 г., когда из фондов, инвестирующих в Россию, ушло около 4.5 млрд. долл. средств инвесторов.

Иные формы оттока капитала

Долгосрочные перспективы роста российского фондового рынка, как и роста всей отечественной экономики, тесно связаны с тем, насколько успешно будут привлекаться в страну долгосрочные и, прежде всего, прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Как показано на рисунке, четвертый год подряд России не удается справиться с проблемой оттока капитала, в том числе ПИИ: в 2008 г. отток капитала из России составил 133.7 млрд. долл., в 2009 г. – 56.1 млрд. долл., в 2010 г. – 33.6 млрд. долл., в 2011 г. – 84.2 млрд. долл. При этом третий год подряд фиксируется отрицательное сальдо ПИИ: в размере 7.2 млрд. долл. – в 2009 г., 7.4 млрд. долл. – в 2010 г. и 7.6 млрд. долл. – за первые девять месяцев 2011 г.

На рост вывоза капитала в 2011 г. повлиял целый ряд факторов, включая: бегство иностранного и российского капитала из-за неблагоприятного делового климата в стране, нарастания политической неопределенности, отсутствия ясных перспектив роста внутренней экономики; погашение задолженности российских компаний перед нерезидентами; кредитование дочерними банками в России, принадлежащими нерезидентам, своих материнских банков. В данном случае отметим лишь одно явление в сфере вывоза капитала. В 2011 г. российские банки и нефинансовые компании были вынуждены погашать внешние долги при ограниченных возможностях их рефинансирования на зарубежных рынках. Вместе с тем, по данным Банка России, в прошедшем году не произошло сокращения внешней задолженности банков и нефинансовых компаний перед нерезидентами. Наоборот, внешний долг вырос у банков со 144 млрд. долл. в 2010 г. до 164 млрд. долл. в 2011 г., или на 13.7%, у небанковских компаний – соответственно с 298 до 330 млрд. долл., т.е. на 10.6%. По нашему мнению, подобный феномен может объясняться увеличением объема относительно краткосрочных кредитов, предоставляемых крупнейшим российским компаниям и банкам, в том числе за счет ресурсов, которые данные компании и банки выводили за рубеж для кредитования иностранных финансовых посредников.

По нашему мнению, в 2012 г. вывоз капитала из России существенно замедлится под воздействием позитивных сигналов об улучшении в стране делового климата после завершения волны выборов.

Таким образом, в 2012 г. российский фондовый рынок будет испытывать те же проблемы, что и в 2011 г.: связанные со стабильными ценами на нефть, замедлением экономического роста, выводом иностранного капитала и волатильностью рубля. Возможно появление новых рисков в виде усиления напряженности в сфере государственных финансов и ликвидности банковской системы, увеличения прямого вмешательства государства в работу финансовых и инфраструктурных организаций, нерешенности проблем долгосрочных инвесторов и стратегии развития финансового рынка. ■