

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ В 2015 Г.: ДОХОДНОСТЬ, ЛИКВИДНОСТЬ И ДРАЙВЕРЫ ИЗМЕНЕНИЙ

А.Абрамов, А.Радыгин

В 2015 г. под воздействием снижения нефтяных цен, ослабления рубля и оттока средств иностранных портфельных инвесторов российский рынок акций находился в состоянии спада, продолжающимся восемь лет с момента кризиса 2008 г. Данная тенденция сочеталась с дальнейшей потерей ликвидности биржевого рынка акций на Московской бирже. Отчасти это являлось следствием общей тенденции потери инвестиционной привлекательности фондовых рынков стран БРИКС, однако в большей мере это было обусловлено трудностями, с которыми столкнулась российская экономика при низком уровне развития внутренних институциональных инвесторов. Продолжающийся более двух лет период консервативного отношения к вложениям в российские акции со стороны иностранных портфельных инвесторов свидетельствуют об их сомнениях в перспективах экономического роста в России. В этих условиях экономический рост и восстановление российского фондового рынка может опираться лишь на систему внутренних сбережений.

Доходность рынка акций в посткризисный период

В 2015 г. продолжился самый длительный в истории российского фондового рынка спад, начавшийся в мае 2008 г. В 1997–1998 гг. после продолжавшегося немногим больше года падения индекса РТС на 91,3% и индекса ММВБ на 73,0% от предкризисного пика, значения указанных индексов смогли восстановиться за 58 и 8 месяцев соответственно (табл. 1). Упавшие в течение 6–8 месяцев, начиная с июня 2008 г., оба фондовых индекса не могут восстановиться до сих пор: индекс ММВБ в течение 85 месяцев, индекс РТС – в течение 83 месяцев.

Таблица 1

ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ 1997/98 ГГ. И 2008/09 ГГ. В РОССИИ
И ПОСЛЕДУЮЩЕЕ ВОССТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА (ПО СОСТОЯНИЮ
НА 31 ДЕКАБРЯ 2015 Г.)

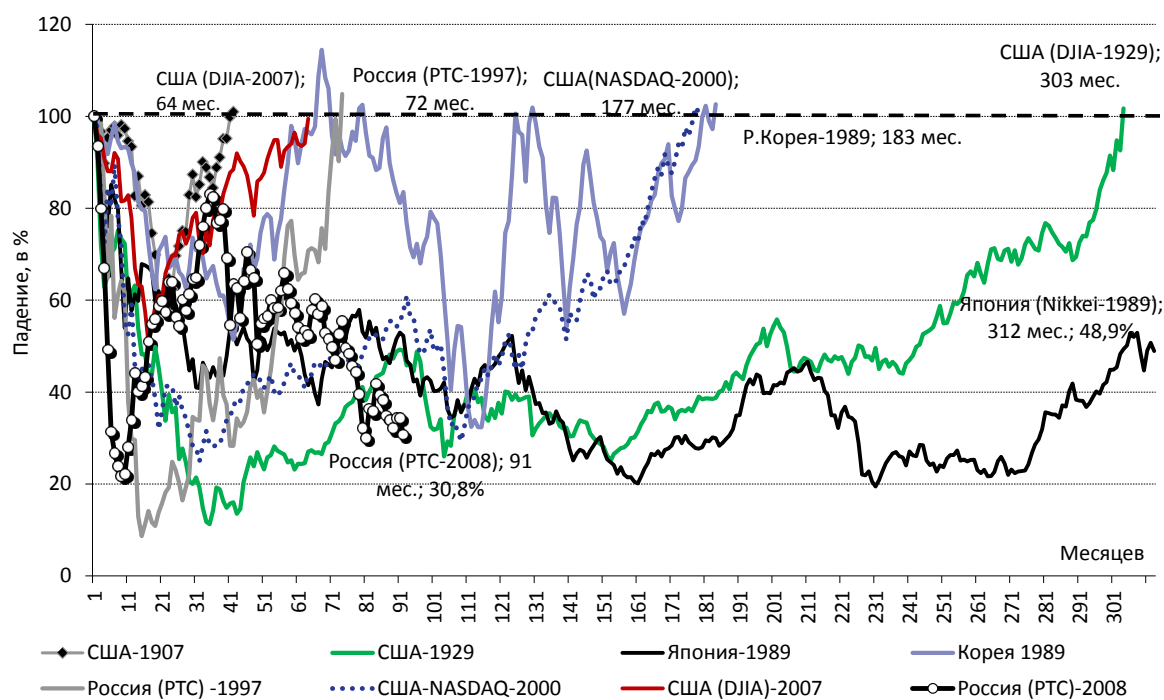
	Кризис 1997/98 гг.	Кризис 2008/09 гг.
1. Падение от пика		
1.1. Глубина, %		
Индекс РТС	-91,3	-78,2
Индекс ММВБ	-73,0	-68,2
1.2. Продолжительность, месяцев		
Индекс РТС	14	8
Индекс ММВБ	13	6
2. Восстановление, месяцев		
Индекс РТС	58	83
Индекс ММВБ	8	85

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Длительность спада российского рынка акций уже превысила продолжительность краткосрочных циклических кризисов на рынке капиталов (основной рынок США в 1907 и 2007–2008 гг., Мексика в 1994 г., Индонезия, Бразилия и Россия с 1997 г и др.). В настоящее время траектория изменений фондового индекса РТС приобрела форму буквы «W», что обычно характерно для стран, где финансовые кризисы связаны со структурными диспропорциями в экономике, например, Южной Кореи с 1989 г. или в США на рынке акций инновационных компаний с 1999 г. (рис. 1). Выход из подобных кризисов обычно продолжается в течение более длительного периода времени.

По состоянию на 31 декабря 2015 г. индекс РТС, достигнул 30,8% от предкризисного пика мая 2008 г., нащупывая новое дно. В январе 2009 г. он падал до 21,8% от пика 2008 г. Нынешний спад на рынке акций российских эмитентов продолжается уже 91 месяц, в то время как после обвала в 1997 г. индекс РТС восстановился за 72 месяца.

Два самых известных среднесрочных кризиса с W-образной траекторией – акций южно-корейских компаний и акций из индекса NASDAQ в США, начавшиеся в 1989 г. и 2000 г., длились 183 и 177 месяцев соответственно. То есть по продолжительности они примерно в 2 раза превышают длительность текущего спада на российском рынке акций. Самыми долгосрочными кризисными циклами в истории фондовых рынков являются спад американского рынка акций, порожденный Великой депрессией 1929–1933 гг., а также акций японских компаний, начиная с 1989 г. Восстановление фондового индекса Доу Джонс Индастриал Эвередж (DJIA) после Великой депрессии продолжалось 303 месяца. В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и www.finance.yahoo.com.
 Рис. 1. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на 31 декабря 2015 г. (пик = 100%)

состоянию на декабрь 2015 г. не может восстановиться уже в течение 312 месяцев, а его значение составляло лишь 48,9% от максимального ежемесячного значения пика 1989 г.

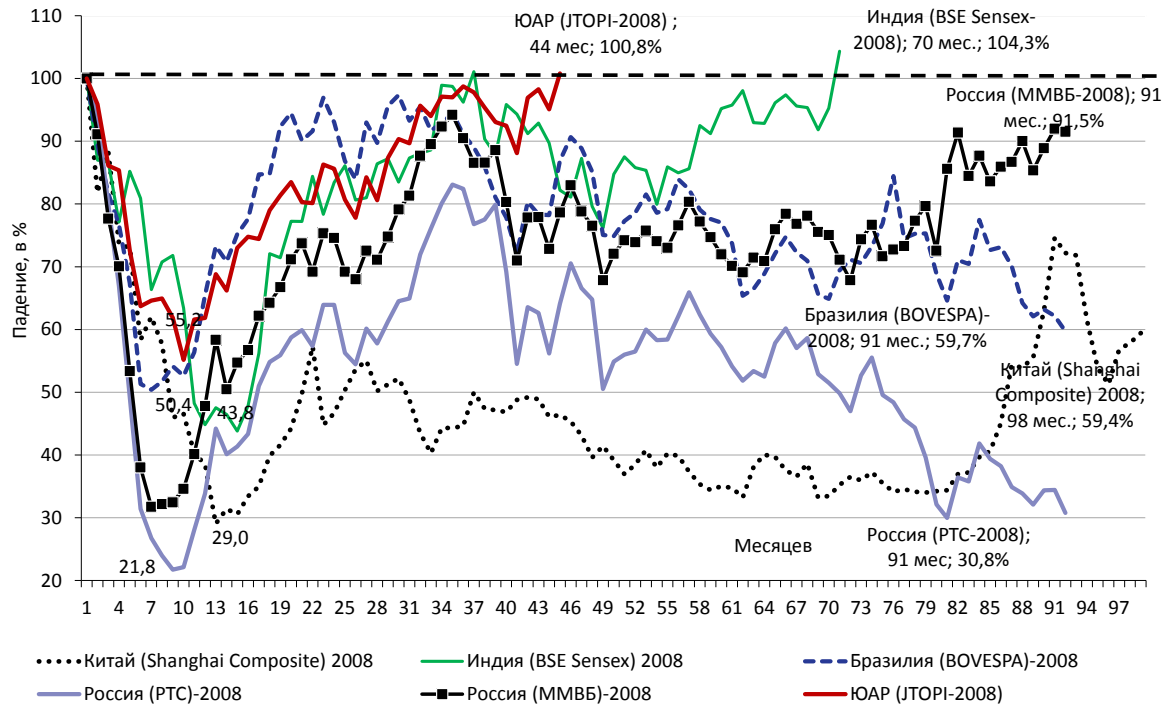
Медленное восстановление российского фондового рынка отражает не только специфические проблемы российской экономики и финансов, но и вызовы, с которыми столкнулось большинство стран БРИКС. До кризиса 2008 г. в основе ускоренного роста глобальной экономики лежали отчасти иррациональные факторы, такие как избыточное кредитное стимулирование потребительского спроса и рынка жилья во многих развитых странах, активная государственная поддержка экспорта в ущерб внутреннему спросу в быстрорастущих азиатских экономиках. Одновременно с этим росло прямое вмешательство государств в инвестиции, производство и сбыт энергетических ресурсов в развивающихся странах, ограничивающее рыночный механизм инвестиций в данную сферу. Наряду с объективными закономерностями развития глобальной экономики и повышения в ней роли развивающихся стран, все это привело в 2000-х годах к возникновению феномена, известного как «глобальный излишек сбережений» (global saving glut)¹, при котором внутренние сбережения, формируемые в развитых странах, трансформировались в инвестиции в развивающихся экономиках. Чистый приток иностранного капитала в страны БРИКС вызывал рост их внутренних рынков акций и облигаций.

Кризис 2008 г. и борьба с его последствиями привели к трансформации данного феномена. В США и в других развитых странах начался процесс реиндустриализации, ужесточилось регулирование рисков в кредитовании и финансировании ипотеки. Китай и другие азиатские страны столкнулись с проблемой замедления роста экспорта и необходимости переориентации экономики на внутренний спрос. Сланцевая революция, прежде всего в США, наряду с замедлением роста глобальной экономики поставили газо- и нефтедобывающие страны перед лицом проблемы перепроизводства энергоресурсов, резкого снижения цен на них, обострения конкуренции за доли на рынке нефти и газа. В результате страны БРИКС столкнулись с проблемами необходимости переориентации внутренних моделей экономического роста, оттоком иностранного капитала, падения доходности и повышения волатильности внутренних фондовых рынков. Например, ЮНКТАД, в ближайшие годы ожидает отток инвестиций от развивающихся и переходных экономик к развитым странам².

По состоянию на конец 2015 г. в течение 91 месяца с мая 2008 г. бразильский фондовый индекс Bovespa достиг лишь 59,7% предкризисного максимума; индекс Шанхайской фондовой биржи (Китай) за 98 месяцев – 59,4% (рис. 2). Российский индекс РТС, отражающий динамику стоимости акций в иностранной валюте, в течение 91 месяца опустился до самого низкого в БРИКС уровня – 30,8% от предкризисного пика. За тот же период времени рублевый индекс ММВБ благодаря обесценению рубля к доллару в 2014–2015 гг. достиг уровня 91,5% от максималь-

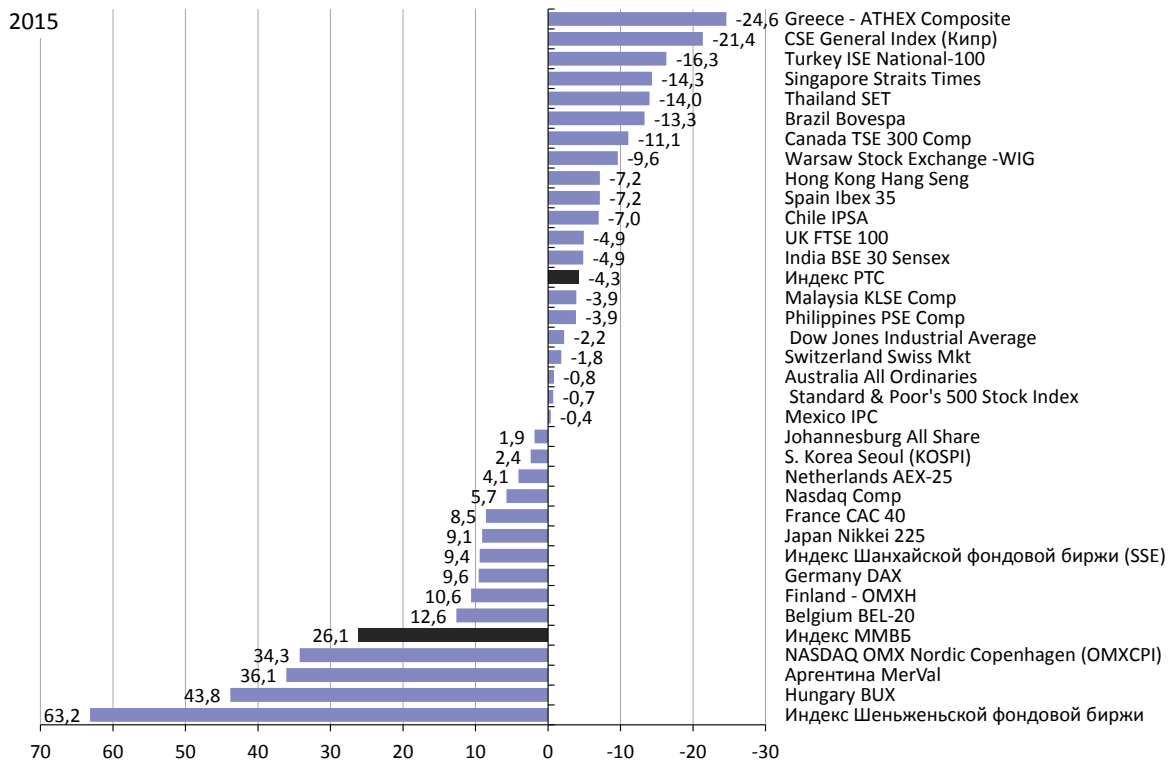
1 The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri. April 14, 2005: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

2 World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD), 2014.



Источник: расчеты по данным The Wall Street Journal и Thomson Reuters Eikon.

Рис. 2. Глубина и продолжительность текущего финансового кризиса в странах БРИКС на 31 декабря 2015 г. (пик = 100%)



Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

Рис. 3. Доходность мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2015 г., % годовых

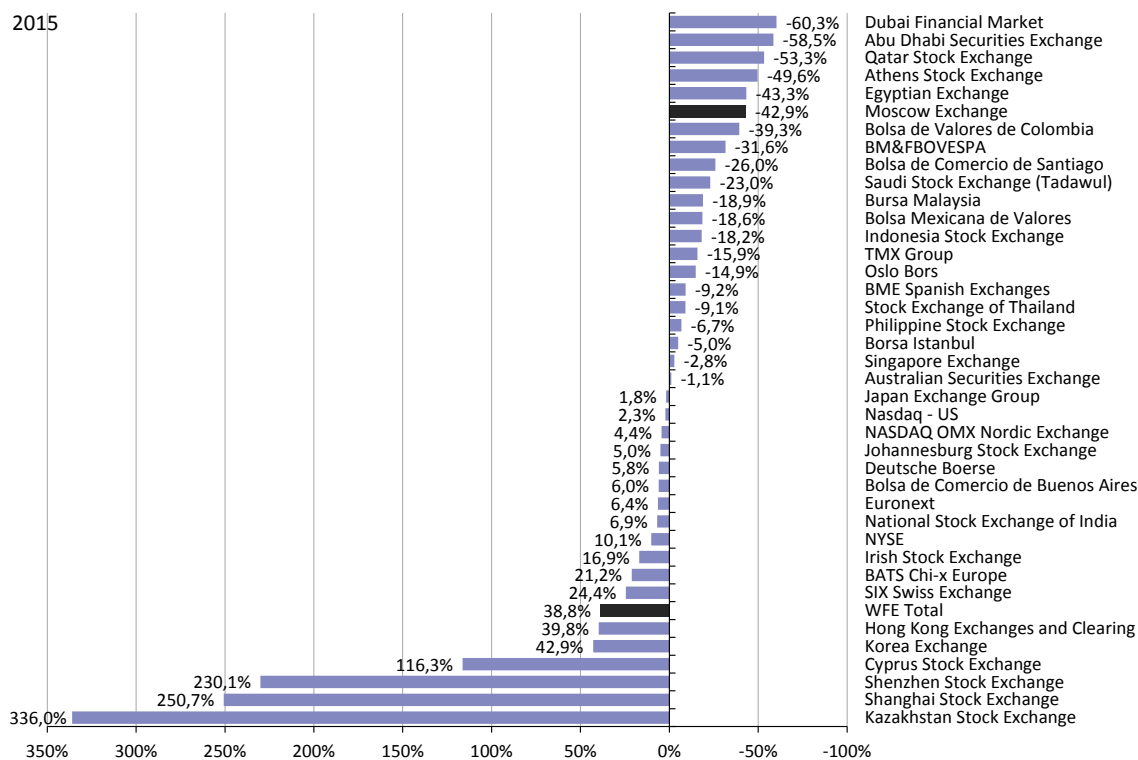
ного значения в мае 2008 г. Из всех стран БРИКС более легко из кризиса смогли восстановиться рынки акций в Индии и ЮАР. Индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (JTOP1) и индийского фондового рынка (BSE Sensex) сумели выйти на уровень предкризисных пиков за период 44 и 70 месяцев соответственно.

В 2015 г. по сравнению с другими странами российский фондовый рынок продемонстрировал умеренные результаты (рис. 3). Индекс РТС, характеризующий стоимость акций российских эмитентов в долларах, снизился на 4,3%, индекс ММВБ благодаря ослаблению курса рубля против доллара на 29,6%, вырос на 26,1%. Лидерами роста оказались фондовые индексы Аргентины MerVal, Венгрии BUX и Шеньженьской фондовой биржи (Китай), выросшие за год на 36,1, 43,8 и 63,2% соответственно. Наихудшие результаты показали фондовые индексы Турции ISE National-100, кипрский CSE General Index и греческий ATHEX Composite, которые за год упали на 16,3, 21,4 и 24,6% соответственно.

Тенденции ликвидности рынка акций

В 2015 г. на мировых биржах происходили серьезные изменения в области ликвидности рынка акций, измеряемой в виде объемов рыночных (аукционных) сделок с данными ценными бумагами (рис. 4). Данный показатель имеет важное значение, поскольку он отражает не только активность на рынке внутренних и иностранных инвесторов, но и предопределяет качество ценообразования акций, торгуемых на биржах. В среднем за год по всем биржам, по которым собирается информация Всемирной федерацией бирж, рост объема рыночных сделок составил 38,8%. Однако, если на многих биржах, прежде всего, стран – экспортеров энергоресурсов наблюдалось существенное сокращение объема рыночных сделок, то в других странах преимущественно из азиатского региона стоимость таких сделок резко выросла. Московская биржа вошла в шестерку организаторов торговли, где наблюдалось самое резкое падение стоимости рыночных сделок с акциями – в долларовом эквиваленте более чем на 40%. В 2015 г. стоимость рыночных сделок снизилась на Дубайском финансовом рынке на 60,3%, на Абу-Дабийской фондовой бирже – на 58,5%, Катарской фондовой бирже – на 53,3%, Афинской фондовой бирже – на 49,6%, Египетской бирже – на 43,3% и Московской фондовой бирже – на 42,9%. Это означает, что в условиях затянувшегося спада цен и спроса на нефть внутренние и иностранные инвесторы на таких биржах существенно сократили как покупки, так и продажи акций национальных эмитентов.

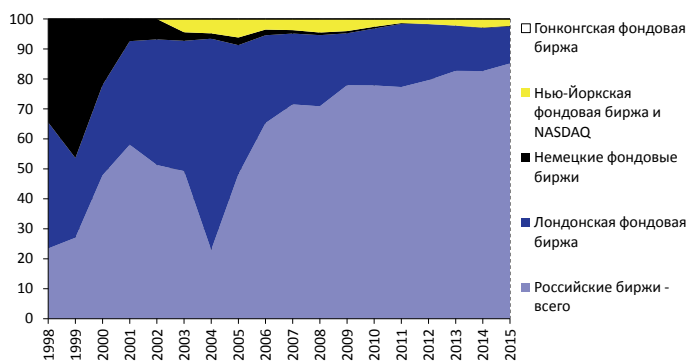
В число шести бирж, где был зафиксирован самый быстрый рост объема рыночных сделок с акциями в размере 40% и более, вошли Гонконгская, Южно-Корейская, Кипрская, Шеньженьская, Шанхайская и Казахстанская фондовые биржи. Особо можно выделить три последние биржи. Рост объема биржевых сделок в 2,3 раза на Шеньженьской и в 2,5 раза на Шанхайской фондовых биржах во многом был связан не только с либерализацией валютного рынка и доступа иностранных инвесторов к внутреннему рынку акций, но и высоким уровнем волатильности китайского рынка, который бурно рос в первую половину года и существенно упал во второй. Самые высокие темпы роста – в 3,4 раза – рыночных сделок с акциями в 2015 г. продемонстрировала Казахстанская фондовая биржа (KASE). Отчасти это объяснялось низкими стартовыми



Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal и Всемирной федерации бирж.
 Рис. 4. Доходность мировых фондовых индексов и объема рыночных сделок с акциями (анонимный рынок) на биржах в 2015 г., % годовых

условиями, однако также это было предопределено принятием новых правил листинга на бирже, направленных на стимулирование участия в торгах иностранных брокеров, и начала реализации программы «Народное IPO».

По общему объему биржевых торгов акциями, включая все режимы, в 2015 г. Московской бирже удалось сохранить позиции основного организатора торгов долевыми инструментами (акциями и депозитарными расписками) российских эмитентов (рис. 5).



Источник: расчеты авторов по данным российских и зарубежных бирж
 Рис. 5. Удельный вес бирж в объемах торгов акциями российских АО в 1998–2015 гг.

Доля Московской биржи в объемах торгов указанными акциями и расписками выросла с 82,6% в 2014 г. до 85,2% в 2015 г. Доля Лондонской, Гонконгской, Немецкой и двух крупнейших американских бирж сократились. С учетом только рыночных сделок с акциями доля Московской биржи в общем объеме торговли долевыми инструментами российских эмитентов выглядит несколько скромнее, но и она выросла с 45,4% в 2014 г. до 48,9% в 2015 г. Однако в данном случае рост доли Московской биржи в торговле долевыми инструментами даже на фоне значительного сокращения объемов торгов акциями на бирже в абсолютном выражении скорее свидетельствует об уменьшении внимания глобальных

инвесторов на зарубежных биржах к вложениям в расписки российских компаний, чем о каких-либо позитивных сдвигах в конкуренции между биржами.

Факторы, определяющие динамику рынка

Из макроэкономических факторов наиболее сильное влияние на динамику российского рынка акций оказывают цены на нефть и валютный курс. Именно данными факторами можно объяснить разную скорость восстановления рынков после кризиса 1997–1998 гг. и затянувшегося после 2008 г. спада.

Спад нефтяных цен в 1997–1998 гг. был относительно кратковременным: за два года цены на нефть постепенно снизились до уровня 41,7% от предкризисного пика, а затем примерно за год восстановились (рис. 6). Весь цикл снижения и восстановления цен занял 36 месяцев, данное изменение цен описывалось в виде V-образной кривой. Иной была кривая изменения нефтяных цен, начиная с июля 2008 г. Сначала более стремительно, в течение 8 месяцев цены упали до уровня 31,1% от предкризисного пика, но потом в течение двух лет они стали восстанавливаться по V-образной кривой, близкой по форме к предшествующему кризису. Однако не дойдя немного до точки восстановления, они возобновили долговременное снижение. В результате по состоянию на 31 декабря 2015 г., спустя 90 месяцев после начала спада они достигли нового минимума в размере 28,4% от предкризисного пика, а кривая их движения стала похожа на букву «W», где второе дно пока еще не достигнуто. Все это предопределило длительную динамику спада, оцениваемого также как и нефть в долларах, индекса РТС, который спустя 91 месяц с



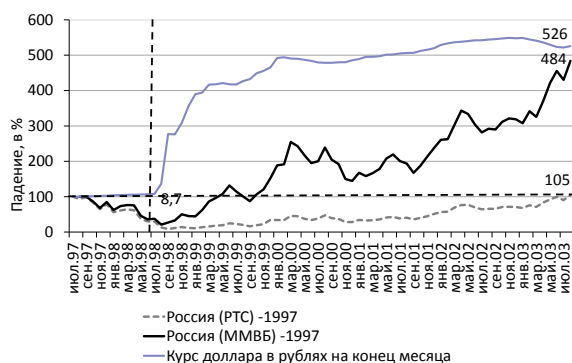
Источник: расчеты авторов по данным IFS МВФ.

Рис. 6. Падение и восстановление цены на нефть марки Brent во время финансовых кризисов в России (пик цены = 100%) по состоянию на декабрь 2015 г.

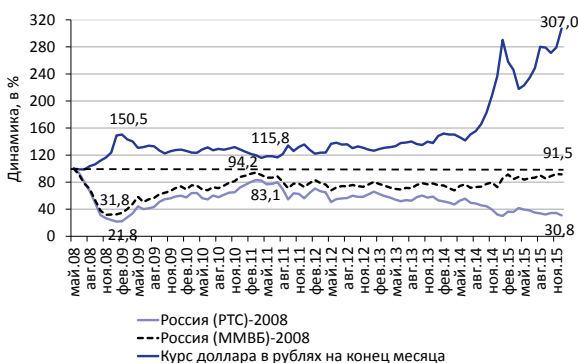
мая 2008 г. изменяется по W-образной кривой с тестированием в 2015 г. второго дна на уровне 30,8% от предкризисного пика.

Другим фактором, который в большей мере влияет на расхождение между динамикой индексов РТС, где цены акций оцениваются в долларах, и ММВБ, рассчитываемым на базе рублевых цен тех же эмитентов, является курс рубля. Как было показано в *табл. 1*, в 1997–1998 гг. «рублевый» индекс ММВБ упал до дна за 13 месяцев и восстановился всего за 8 месяцев, т.е. весь цикл «падение–восстановление» занял всего 21 месяц (*рис. 7а*). «Валютный» индекс РТС снижался синхронно с индексом ММВБ за 14 месяцев, однако период восстановления данного индекса занял 58 месяцев. Таким образом, цикл «снижение–восстановления» индекса РТС составил 72 месяца. Столь существенная разница сроков восстановления двух индексов обусловлена стремительной 4-кратной девальвацией рубля после августа 1998 г. Именно благодаря данному фактору индекс ММВБ восстановился всего за 8 месяцев.

После кризиса 2008 г. индекс ММВБ долгое время восстанавливался столь же медленно, как и индекс РТС. Начиная с мая 2008 г. в течение 7–8 месяцев в результате управляемой девальвации рубль ослаб на 50% (*рис. 7б*), однако затем с переменным успехом валютный курс оставался относительно стабильным вплоть до сентября 2014 г. В этом случае индексы ММВБ и РТС изменялись практически синхронно: во время краткосрочной острой фазы кризиса, начиная с мая 2008 г. они упали соответственно до 31,8 и 21,8% предкризисного пика. Затем в период относительно стабильного рубля под влиянием изменений нефтяных цен сначала восстановились до 94,2% предкризисного пика по индексу ММВБ и 83,1% по индексу РТС, а затем возобновили свое снижение. Начиная с октября 2014 г. на фоне ускорившегося падения цен на нефть Банк России принял решение о полном отказе от управляемого валютного курса рубля. Это вызвало девальвацию курса рубля, который на конец 2015 г. достиг значения 307,0% от курса по состоянию на май 2008 г. Ускорившееся с октября 2014 г. ослабление рубля привело к расхождению динамики индексов ММВБ и РТС. В 2005 г. индекс ММВБ в результате 3-х кратной девальвации рубля восстановился до 91,3% максимального уровня в мае 2008 г., а индекс РТС снизился в поисках нового дна до 30,8% предкризисного пика.

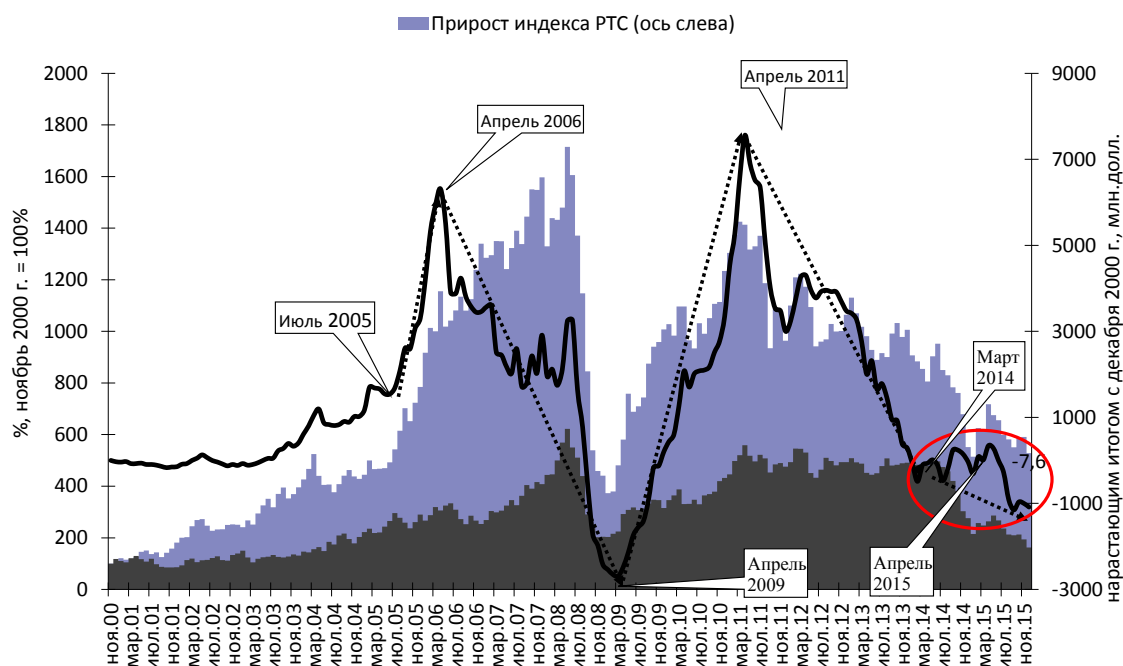


7а



7б

Рис. 7. Изменения курса доллара, индекса РТС и индекса ММВБ во время кризиса 1997–1998 гг. и после 2008 г. (пик цены = 100%) по состоянию на 31 декабря 2015 г.

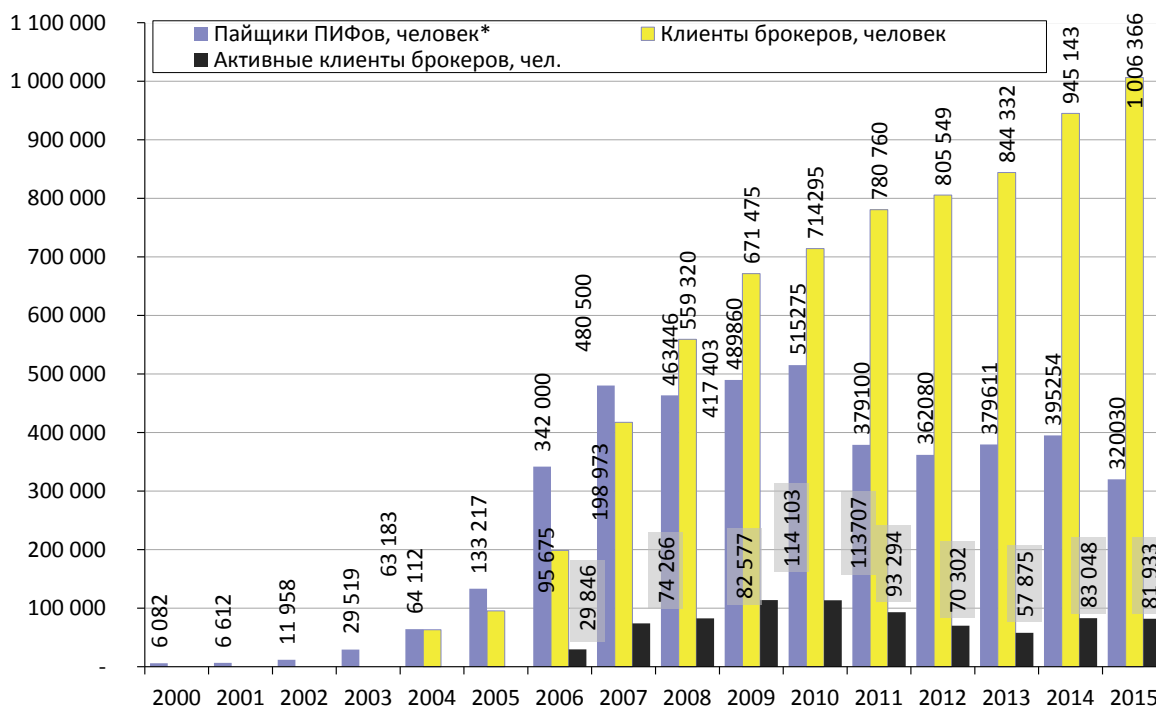


Источник: рассчитано по данным IFS IMF, Московской биржи и ресурса EPFR.

Рис. 8. Прирост индекса РТС и цены на нефть марки Brent, приток (отток) средств в фонды, инвестирующие в Россию, рассчитанный нарастающим итогом с ноября 2000 г. по декабрь 2015 г.

Важным фактором циклического поведения индекса РТС помимо нефтяных цен является изменение оттоков и притоков средств иностранных портфельных инвесторов, фиксируемый Emerging Portfolio Fund Research (EPFR). График изменения накопленных денежных потоков зарубежных фондов, специализирующихся на вложениях в Россию (Russia-EMEA-Equity), отраженный на рис. 8, показывает, что ключевые изменения в поведении иностранных инвесторов происходили в мае 2006 г. 2009 г., 2011 г., апреле-мае 2014 г. и мае 2015 г. Так, с ноября 2000 г. по апрель 2006 г. в данные фонды поступило 6,3 млрд долл. новых средств инвесторов; с мая 2006 г. по апрель 2009 г. из них было выведено 9,0 млрд долл.; с мая 2009 г. по апрель в фонды поступило 10,3 млрд долл.; с мая 2011 г. по апрель 2014 г. из фондов вновь было выведено 7,7 млрд долл.; с мая 2014 г. по апрель 2015 г. в фонды поступило 0,5 млрд долл.; наконец, с мая 2015 г. по декабрь 2015 г. из фондов вновь было выведено 1,0 млрд средств частных инвесторов.

Внутренний рынок акций в России пока не опирается на потенциал массового частного инвестора. Число индивидуальных инвесторов – клиентов брокеров на Московской бирже увеличилось с 945,1 тыс. чел. в 2014 г. до 1006,4 тыс. чел. в 2015 г., или на 6,5% (рис. 9). Однако численность активных клиентов, т.е. тех, кто совершали хотя бы одну сделку в месяц через Московскую биржу, в 2015 г. уменьшилась с 83,0 тыс. чел. до 81,9 тыс. чел, или на 1,3%. Несмотря на то что во второй половине 2015 г. наметился приток новых средств клиентов в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды, численность клиентов данных ПИФов, по данным агентства «Эксперт-РА», сократилась с 395,2 тыс. чел. в 2014 г. до 320,0 тыс. чел. по итогам 9 месяцев, или на 19,0%.



* Данные «Эксперт РА» за 2015 г приводятся по состоянию на 01.10.2015 г.
 Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, НЛУ и «Эксперт РА».

Рис. 9. Число рыночных розничных клиентов УК и брокеров

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений в 2015 г. стало начало компании по открытию индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). По данным Московской биржи на конец января 2016 г. у брокеров было открыто 72153 ИИС, еще около нескольких тысяч счетов по нашим оценкам было открыто у управляющих компаний.

* * *

Таким образом, в 2015 г. под воздействием снижения нефтяных цен, ослабления рубля и оттока средств иностранных портфельных инвесторов российский рынок акций находился в состоянии спада, продолжающимся 8 лет с момента кризиса 2008 г. Данная тенденция сочеталась с дальнейшей потерей ликвидности биржевого рынка акций на Московской бирже. Отчасти это являлось следствием общей тенденции потери инвестиционной привлекательности фондовых рынков стран БРИКС, однако в большей мере это было обусловлено трудностями, с которыми столкнулась российская экономика при низком уровне развития внутренних институциональных инвесторов. В отличие от кризиса 1997–1998 гг. нынешний этап финансового кризиса носит не циклический, а структурный характер. По этим причинам его продолжительность уже заметно превзошла длительность предшествующего финансового кризиса. Продолжающийся более двух лет период консервативного отношения к вложениям в российские акции со стороны иностранных портфельных инвесторов свидетельствуют об их сомнениях в перспективах экономического роста в России. В этих условиях экономический рост и восстановление российского фондового рынка может опираться лишь на систему внутренних сбережений. В этом смысле в 2015 г., несмотря на высокую волатильность внутреннего финансового рынка, стали про-

являться позитивные результаты первых шагов, принятых для активизации роли внутренних инвесторов: более 70 тыс. граждан открыли новые индивидуальные инвестиционные счета, наметился приток средств в паевые инвестиционные фонды для розничных инвесторов, продолжается процесс консолидации в НПФах. Новая стратегия развития финансового рынка, разрабатываемая Банком России, должна предусматривать развитие данных позитивных явлений так, чтобы основными участниками внутреннего финансового рынка стали российские институциональные инвесторы и частные лица. ●