

4. РИСКИ И ТРЕВОГИ: ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ (1 СЕНТЯБРЯ – 15 ОКТЯБРЯ 2020 ГОДА)

Абрамов А.Е., к.э.н., заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

Косырев А.Г., м.н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

Радыгин А.Д., д.э.н., проф., директор Института ЭМИТ РАНХиГС; член совета директоров Института Гайдара;

Чернова М.И., н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

На глобальном рынке растут опасения по поводу «пузыря» на рынке акций, переключения инвестиций крупных институциональных инвесторов в более рискованные активы, роста кредитных рисков эмитентов. На внутреннем рынке наблюдается процесс стагнации рынка акций на фоне ослабления рубля.

Внутренний рынок акций

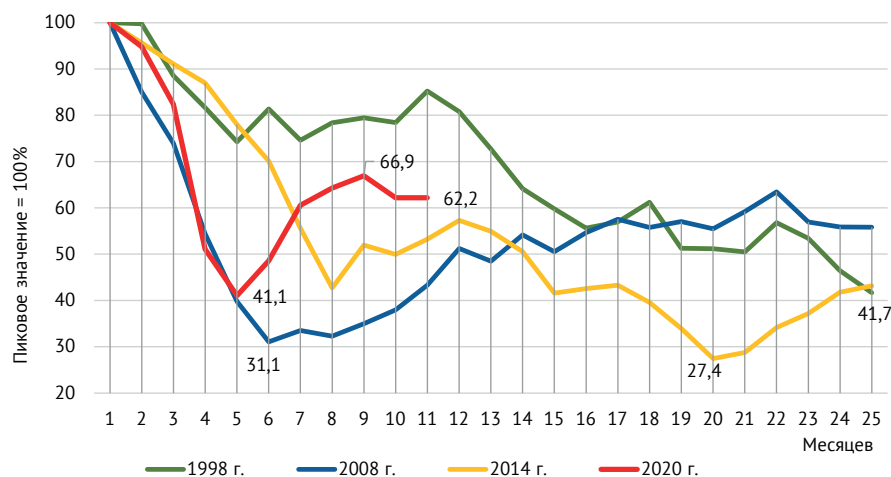
В сентябре и октябре на фондовом рынке продолжался приток новых частных инвесторов. Количество зарегистрированных клиентов брокеров на Московской бирже выросло с 3,9 млн в 2019 г. до 6,8 млн в сентябре 2020 г., или на 74,4%. Число активных клиентов, которые совершили хотя бы одну сделку в течение месяца, за тот же период увеличилось с 0,39 млн до 1,06 млн, или в 2,7 раза. Число индивидуальных инвестиционных счетов выросло с 1,65 млн до 2,94 млн, или на 78,2%.

Как показано на рис. 1, по сравнению с предшествующими шоками нефтяных цен в 1998, 2008 и 2014 гг. текущий спад цены нефти марки Brent в первой половине 2020 г. хотя и был одним из самых глубоких по сравнению с предыдущими кризисами (до 41,1% от уровня цен в декабре 2019 г.), однако вскоре он сменился восстановлением нефтяных цен с мая 2020 г. Вместе с тем, после достижения ценами в августе уровня 66,9% от предкризисного пика, в сентябре и первой половине октября среднемесячная цена нефти стала снижаться и по состоянию на 15 октября 2020 г. составила 62,2% от декабрьского уровня 2019 г.

На фоне прежних кризисов 1998, 2008 и 2014 гг. спад на рынке акций в январе-апреле 2020 г. оказался наименее глубоким и продолжительным (рис. 2). В апреле 2020 г. среднемесячное значение индекса РТС снизилось до 65,5% от пика декабря 2019 г., но уже к августу индекс восстановился до уровня 82,3%. Однако в сентябре и первой половине октября наблюдался спад среднемесячного значения индекса РТС. По состоянию на 15 октября оно достигло 74,3% предкризисного уровня. Во многом динамику индекса РТС предопределяют изменения уровня нефтяных цен и курс рубля.

Росту индекса РТС препятствовало ослабление рубля по отношению к доллару. За период с начала года по состоянию на 15 октября курс рубля

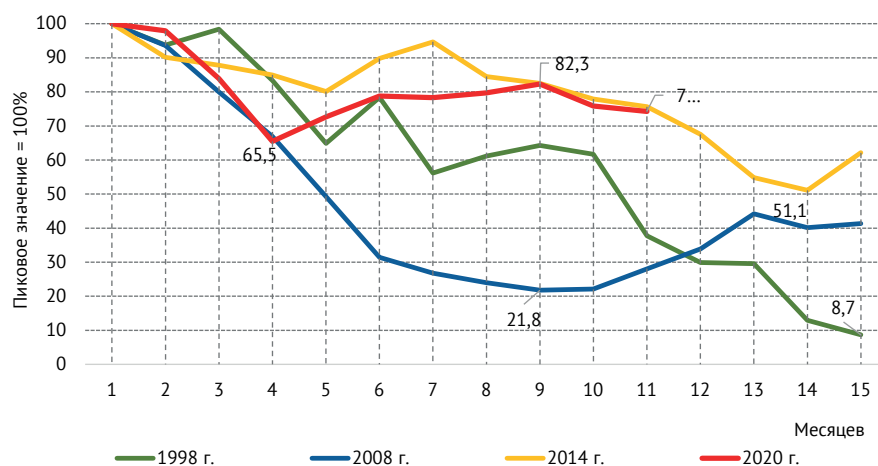
4. Риски и тревоги: обзор финансовых рынков (1 сентября – 15 октября 2020 года)



Примечание. Среднемесячная цена нефти марки Brent в октябре 2020 г. рассчитана за период с 1 по 15 октября 2020 г.

Рис. 1. Изменения среднемесячных значений цен нефти марки Brent к пиковым значениям в декабре 1996 г. (в преддверии кризиса 1998 г.), в июле 2008 г., в июне 2014 г. и в декабре 2019 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Thomson Reuter и «Финам» (URL: <https://www.finam.ru/profile/tovary/brent>).



Примечание. Значение индекса РТС в октябре 2020 г. - по состоянию на 15 октября 2020 г.

Рис. 2. Изменения индекса РТС по отношению к его пиковым значениям в июле 1997 г. (в преддверии кризиса 1998 г.), в мае 2008 г., в феврале 2014 г. и в декабре 2019 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

к доллару снизился на 20,2% (табл. 1). Из 27 рассматриваемых нами валют разных стран более сильное, чем у рубля, ослабление курса наблюдалось только у бразильского реала на 28,1%, турецкой лиры – на 24,9% и аргентинского песо – 22,8%. В сентябре и первой половине октября ослабление рубля к доллару продолжалось.

За период с 1 января по 15 октября 2020 г. из 27 валют 8 укрепились по отношению к доллару. Наибольший рост курса наблюдался у шведской кроны на 6,1%, швейцарского франка – на 6,0%, болгарского лева и евро – на 4,8%, филиппинского песо – на 4,1% и китайского юаня – на 3,6%. Курс доллара к корзине валют снизился на 1,4%.

Таблица 1

Динамика курсов национальных валют к доллару США в 2020 г., %

	Прирост за			
	2020 г.	август 2020 г.	сентябрь 2020 г.	октябрь 2020 г.
1. Шведская крона	6,1	1,5	-3,4	1,4
2. Швейцарский франк	6,0	1,1	-1,9	0,8
3. Болгарский лев	4,8	1,3	-1,7	0,2
4. Евро	4,8	1,3	-1,8	0,2
5. Филиппинский песо	4,1	1,3	0,1	-0,5
6. Китайский юань	3,6	1,8	0,8	1,0
7. Японская иена	3,2	-0,1	0,4	0,2
8. Южнокорейский вон	1,1	0,4	2,0	1,9
9. Вьетнамский донг	0,0	0,0	-0,1	0,0
10. Кувейтский динар	-1,0	0,1	-0,3	0,1
11. Доллар США (Bloomberg Index)	-1,4	-1,5	1,4	-0,8
21. Казахстанский тенге	-11,5	0,0	-4,2	0,0
22. Южно-Африканский рэнд	-15,6	0,8	1,1	0,9
23. Украинская гривна	-16,2	0,6	-3,0	0,3
24. Российский рубль	-20,2	0,1	-4,7	-0,2
25. Аргентинский песо	-22,8	-2,2	-3,0	-1,5
26. Турецкая лира	-24,9	-5,1	-4,8	-2,6
27. Бразильский реал	-28,1	-5,0	-2,0	0,3

Примечание. Значения валютных курсов по состоянию на 15 октября 2020 г.
Источник: Bloomberg.

Таблица 2

Динамика индексов национальных бирж в 2020 г., %

	Прирост за			
	2020 г.	август 2020 г.	сентябрь 2020 г.	октябрь 2020 г.
1. Китай – Шэньчжэньская фондовая биржа	32,3	1,71	-6,36	6,03
2. США – NASDAQ (композиционный индекс)	31,2	9,59	-5,16	5,38
3. Дания – Копенгагенская биржа (КАХ)	22,6	2,9	2,28	6,50
4. Аргентина – биржа Буэнос-Айреса (MerVal)	13,5	3,41	0,07	14,63
5. Китай – Шанхайская фондовая биржа	9,4	2,59	-5,23	3,71
6. США – индекс Standard & Poor's 500	8,0	-4,91	-11,9	3,74
7. Южная Корея – Корейская биржа (KOSPI)	7,6	7,01	-3,92	1,58
8. Финляндия – биржа Хельсинки (OMXH)	5,5	3,45	3,57	4,21
9. Турция – Borsa İstanbul (ISE-)	3,9	6,28	-0,59	3,85
10. Швеция – Стокгольмская биржа (OMX)	3,9	-4,29	6,18	0,63
11. США – индекс Доу Джонса	-0,1	6,59	0,2	2,64
22. Россия – Московская биржа (IMOEX)	-6,2	3,57	-1,17	-1,71
35. Филиппины – Филиппинская биржа (PSE Comp)	-24,0	-0,75	-0,34	1,26
36. Россия – Московская биржа (PTC)	-25,1	1,96	-6,36	-1,55
37. Венгрия – Будапештская биржа (BUX)	-27,3	0,46	-5,53	1,74
38. Испания – Мадридская биржа (Ibex 35)	-27,6	1,34	-3,63	2,98
39. Греция – биржа Афин (ATHEX)	-31,0	2,65	-1,46	1,29
40. Кипр – Кипрская биржа (CSE)	-32,7	-2,5	-3,22	-0,23

Примечание. Значения индексов по состоянию на 15 октября 2020 г.
Источник: индексы бирж в национальной валюте (кроме индекса PTC) – Bloomberg.

4. Риски и тревоги: обзор финансовых рынков (1 сентября – 15 октября 2020 года)

Из-за влияния фактора валютного курса восстановление рублевого индекса МосБиржи и валютного индекса РТС происходило разными темпами: при ослаблении курса рубля индекс МосБиржи восстанавливался быстрее. По критерию доходности за период с 1 января по 15 октября 2020 г. из 40 фондовых индексов крупнейших бирж мира индекс МосБиржи со снижением на 6,2% находился на 22-м месте, а индекс РТС с доходностью «минус» 25,1% занимал лишь 36-е место (табл. 2). На большую величину, чем индекс РТС, в 2020 г. упали только индексы бирж Венгрии, Испании, Греции и Кипра. Снижение индекса РТС продолжалось в сентябре и первой половине октября текущего года соответственно на 6,4 и 1,6%

За рассматриваемый период 10 фондовых индексов разных бирж восстановились до предкризисного уровня 2019 г., включая Шэньчжэньскую и Шанхайскую биржи в Китае, индексы бирж Дании, Аргентины, Южной Кореи, Финляндии, Турции, Швеции и индекс американских компаний S&P 500.

Ключевые тенденции зарубежных фондовых рынков

В США растут опасения по поводу «пузыря» на рынке акций. О переоцененности рынка акций свидетельствуют многие индикаторы. Например, доля компаний технологического сектора в индексе S&P500 достигла максимального уровня в 40%, что соответствует доли акций dot-com компаний в этом индексе накануне их краха в 2000 г. В секторе информационных технологий мультипликатор P/E ratio (соотношение цена/прибыль в расчете на акцию) равен 28 при среднем показателе компаний индекса S&P500 – 24. P/E в компаниях Apple, Microsoft Corp. Facebook Inc. и Alphabet Inc. составляет около 30, в Netflix – примерно 90, а у Amazon.com Inc. – 130¹.

О рисках падения фондовых рынков предупреждают авторитетные экономисты. 1 сентября в интервью главного экономиста группы Allianz Эль-Эриана (Mohamed El-Erian) было высказано предположение, что профессиональные инвесторы готовятся к обвалу рынка². 10 сентября бывший председатель ФРС Алан Гринспен в интервью CNBC сказал, что его беспокоят инфляция и увеличивающийся дефицит государственного бюджета³. По его мнению, несбалансированность расходов федерального правительства «выходит из-под контроля», а программы поддержки вытесняют частные инвестиции. По мнению старшего научного сотрудника Йельского университета и бывшего руководителя банка Morgan Stanley Asia Стивена Роуча (Stephen Roach), высказанному им CNBC 23 сентября⁴, в 2021 г. может произойти серьезное падение курса доллара в сочетании с глубокой рецессией американской экономики.

В сентябре одновременно с падением индексов акций американских компаний (индекс S&P500 снизился на 11,9%) не произошло адекватного роста стоимости вложений в государственные облигации⁵. По мнению многих экспертов, государственные казначейские облигации США утрати-

- 1 Ramkumar Amrith (2020). Tech's Influence Over Markets Eclipses Dot-Com Bubble Peak. The Wall Street Journal on-line. Oct. 16.
- 2 Langlois Shawn (2020). The pros are getting ready for a market crash – retail investors, not so much, top economist warns. MarketWatch on-line. Sept. 1.
- 3 Cox Jeff (2020). Alan Greenspan lists inflation and the budget deficit as his biggest concerns. CNBC. Sep. 10.
- 4 Landsman Stephanie (2020). Economist Stephen Roach issues new dollar crash warning, sees double-dip recession odds above 50%. CNBC. Sep. 23.
- 5 Mackintosh James (2020). There's No Place to Hide Anymore When the Stock Market Plunges. The Wall Street Journal on-line. Oct. 3.

ли роль актива, позволяющего инвесторам во время снижения цен акций компенсировать падение стоимости смешанного портфеля за счет повышения стоимости находящихся в нем облигаций. Эта аномалия, впервые наблюдавшаяся с облигациями в Японии в 2000-х годах, возникает из-за того, что при близкой к нулю доходности гособлигаций приток в них средств инвесторов может лишь на несколько процентов повысить цены данных облигаций. Например, если доходность 10-летних гособлигаций США составляет 0,7% годовых, то при повышении спроса на эти облигации со стороны инвесторов цены на них могут вырасти максимум на 7%.

В статье Barron's¹, аналитики банка JP Morgan предупреждают о том, что «японизация» рынка гособлигаций в США может затянуться на несколько лет. По их расчетам, средняя годовая доходность будет составлять только 1,3% в течение следующих 10 лет при доходности вложений в акции в размере около 5% годовых. В такой ситуации совокупная доходность популярного у крупных институциональных инвесторов портфеля 60 акции/40 облигации в течение следующего десятилетия составит всего 3,5% в год, что не соответствует минимальной доходности для исполнения обязательств данными фондами.

В новой версии Отчета о финансовой стабильности МВФ, опубликованной в октябре 2020 г., содержится серьезное предупреждение о росте кредитных рисков из-за активного выпуска облигаций заемщиками с низким уровнем кредитных рейтингов в условиях низких ставок заимствования².

Таким образом, на внутреннем фондовом рынке наряду с позитивными явлениями, проявляющимися в приходе на рынок массового инвестора и принятии новых требований законодательства о защите прав инвесторов, наблюдаются также тревожные тенденции стагнации индекса РТС в условиях медленного снижения цен на нефть и ослабления рубля.

На глобальном рынке растут опасения по поводу «пузыря» на рынке акций, переключения инвестиций крупных институциональных инвесторов в более рискованные активы, роста кредитных рисков эмитентов.

Снижение привлекательности облигаций для разных категорий инвесторов вместе с вероятным сдуванием «пузыря» на рынке акций может привести к тому, что фондовый рынок утратит свое значение резервуара, аккумулирующего избыточные накопления в развитых экономиках. А это может повлечь за собой возврат указанных средств на потребительский рынок и ускорение роста инфляции. ▀

1 Forsyth Randall W. (2020). A 60/40 Stocks/Bond Strategy No Longer Works. Here's What to Do Instead. Barron's on-line. Oct. 2.

2 IMF (2020). Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. October. URL: <https://www.imf.org/ru/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.