



ДМИТРИЙ ШАГАРДИН

начальник отдела доверительного управления «КИТ Финанс Брокер»

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК В ГЛОБАЛЬНОЙ СИСТЕМЕ КООРДИНАТ

Российский рынок акций в 2014 г. в полной мере ощутил на себе последствия украинского кризиса и санкций со стороны Запада. Индекс MSCI Russia с января по середину октября потерял 25%, при этом индекс MSCI Emerging Markets, с которым он исторически имел высокую корреляцию, снизился на 1%. Эта разница примерно и составляет размер накопленного в 2014 г. дисконта нашего рынка по отношению к рынкам развивающимся.

Действительно, геополитические риски оказали достаточно серьезное давление на российский фондовый рынок, но все же они не являются определяющими. Давайте смотреть на ситуацию шире. Когда речь идет о вложениях в российский фондовый рынок, инвестор должен четко представлять себе его характер, структуру, состав и поведение главных участников, основные драйверы и риски.

### КАКОВЫ ВАЖНЕЙШИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ?

Важно понимать, что наш рынок преимущественно спекулятивный и внутренний инвестор в принципе отсутствует как класс. Ключевую роль играют нерезиденты. Объем *free-float* российских акций, т. е. находящихся в свободном обращении,

на середину октября 2014 г. оценивается в 210 млрд долл. (рис. 1). Из них, по нашим расчетам, порядка 70% приходится на нерезидентов, 9% владеют резиденты через офшорные юрисдикции, доля частных инвесторов — всего 5%, банки, НПФы и ПИФы — это еще около 3,5%, остальные 27% занимают не раскрывающие своих данных фонды (резиденты и нерезиденты). С этими цифрами можно спорить, но непреложным остается следующий факт: если крупный нерезидент решит продать пакет акций хотя бы на 1–2 млрд долл., у рынка элементарно не хватит внутренних ресурсов для восполнения таких потерь.

### КТО ТАКИЕ НЕРЕЗИДЕНТЫ?

Основная и самая большая группа нерезидентов — это индексные фонды, аллоцирующие активы в акции в соответствии с определенным бенчмарком (преимущественно это индексы MSCI Russia, MSCI Emerging Markets, MSCI World).

В свете событий 2014 г. важно отметить, что Россию не «вычеркнули» из этих индексов, хотя разговоры были и появился ряд индексов с приставкой «*ex-Russia*». Также существуют фонды, специально созданные для инвестиций в российские акции. Первые две группы работают по принципу *long only*. Если говорить о разнонаправленных стратегиях (*long/short*), то это относится к третьей группе — хедж-фондам, которые также весьма активны на нашем рынке. В разряд «остальные» попадают арбитражеры, алготрейдеры и т. п.

Главные участники рынка определены. Теперь разберемся с их мотивацией. Зачем нерезиденты заходят на российский рынок? Какие для них здесь перспективы и какие риски?

Рисунок 1. КОМУ ПРИНАДЛЕЖИТ «РОССИЙСКИЙ» FREE-FLOAT?



Источник: Bloomberg.

Рисунок 2. ЦИКЛИЧНОСТЬ ОТНОШЕНИЙ EM И DM ЗА 30 ЛЕТ



Источник: Bloomberg.

Рисунок 3. УКРЕПЛЕНИЕ USD С 2011 Г.



Источник: Bloomberg.

Как правило, глобальные инвесторы обращают внимание на три ключевых фактора, исходя из которых можно делать прогнозы об их интересе к нашим активам.

Во-первых, российский рынок отнесен к группе BRICS в составе развивающихся рынков (*Emerging Markets, EM*). Как класс активов *EM* на глобальном рынке появились в конце 1970-х гг. Инвесторы знают, что при более высоком риске инвестиции в *EM* дают большую доходность в сравнении с тем же *S&P 500 Index*. Кроме того, с 1980-х гг. между развивающимися (*EM*) и развитыми рынками (*Developed Markets, DM*) наблюдаются устойчивые тренды: сменяющие друг друга циклы по 8–9 лет. Для примера рассмотрим поведение индекса *MSCI EM* по отношению к индексу *S&P 500* с 1988 г. (рис. 2).

Как видно из рис. 2, с 2011 г. *DM* показывают *outperformance* относительно *EM*. Сколько еще лет рынки акций развитых стран будут опережать по темпам роста развивающиеся? Вероятно, еще 2–3 года. Это касается и российского рынка, который является частью *EM*.

Почему произошла смена тенденций *EM/DM* именно в 2011 г.? В результате чрезмерного стимулирования экономики в посткризисные 2009–2010 гг. и продолжительного периода недооценки валют экономики *EM* просто «перегрелись». Это привело к инфляции, что, в свою очередь, вызвало монетарное ужесточение (кризис ликвидности). Темпы роста кредитования с 2011 г. снижаются в *EM* (особенно в Китае), и это в текущей модели ретранслируется в замедление динамики ВВП.

Важно понимать, что накопившиеся дисбалансы *EM* за период экономического бума 2001–2011 гг. сегодня устраняются через ослабление их валют. С 2011 г. валюты *EM* потеряли 30–50% стоимости против доллара США. Российский рубль не избежал той же участи.

Далее: американский доллар показал свои циклические минимумы в середине 2011 г., и началась фаза его укрепления против всего и вся. И тут не мешает вспомнить «золотое правило»: когда доллар растет, это негативно сказывается на *EM*, но благоприятствует США (рис. 3).

Во-вторых, экономика России – сырьевая, зависит от цен на нефть. Инвестору, который вкладывает деньги в такую экономику, нужно делать ставку на дальнейшее удорожание основного экспортного продукта.

На рынке нефти с начала прошлого века довольно четко прослеживаются циклы: 10 лет подъема, 20 лет стагна-

**Не мешает вспомнить «золотое правило»: когда доллар растет, это негативно сказывается на *Emerging Markets (EM)*, но благоприятствует США.**

ции/снижения. Согласно этой концепции последний суперцикл взлета в индексе *Commodity* завершился в 2011 г. (рис. 4).

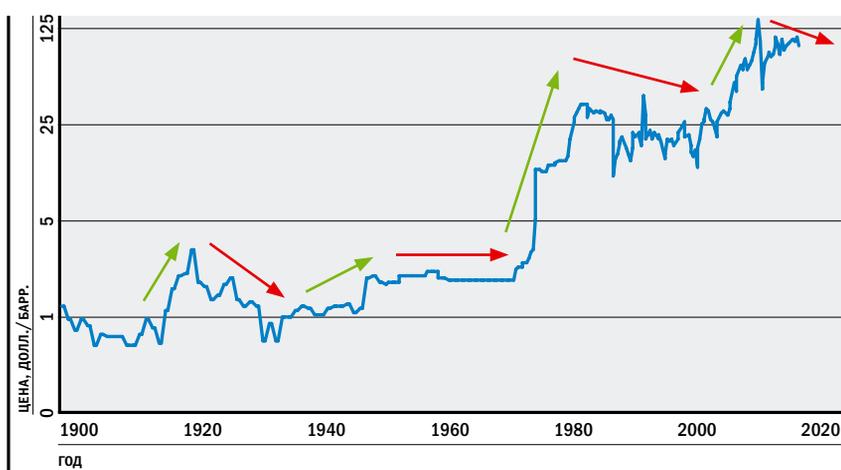
Почему? Первое: китайский спрос вместе с переориентацией экономической модели на внутреннее потребление останется высоким, но прежними темпами увеличиваться далее не будет. Второе: на рынке нефти сегодня нет дефицита плюс мы отмечаем активное развитие новых технологий добычи (сланцевая нефть и т. п.) и тренды на энергосбережение. Третье: американский доллар перешел в стадию укрепления. При этом фактором значительно роста цен на нефть могут стать локальные геополитические конфликты, но это предугадать сложно.

*EM* исторически тесно коррелируют с *Commodity*. Свои посткризисные пики *EM* и сырье продемонстрировали в 2011 г., после чего ушли в широкий боковик с тенденцией к снижению (рис. 5).

В-третьих, в абсолютном большинстве сырьевых экономик (доля экспорта нефти превосходит 10% ВВП) действуют авторитарные политические режимы, за исключением Норвегии (фондовый рынок и политическое устройство сложились до открытия залежей нефти). Поэтому помимо цен на нефть инвестор должен понимать, какие шаги будет предпринимать руководство страны. Важно отметить, что в сырьевых экономиках, как правило, фондового рынка вообще не существует. А если он и есть, то не выполняет своей главной функции — эффективной аллокации капитала (как в США), а главным механизмом перераспределения ресурсов является бюджет. Но бюджетом управляют власти, и зарубежный инвестор на этот процесс вообще не оказывает никакого влияния. Существует огромный риск того, что эти средства будут размещены неэффективно. Как показывает практика, государство — плохой инвестор.

Российская экономика оперирует в среде застарелых структурных проблем: запасы трудовых ресурсов и капитала исчерпаны (безработица — на минимумах при максимальной загрузке производственных мощностей), численность рабочей силы сокращается, производительность труда небольшая, прямые и транзакционные издержки (особенно в части госуправления, налогового бремени, ставки кредитования) велики и т. д. На все это накладываются нисходящий тренд в ценах на сырье, слабый внешний спрос и санкции. Конечно, в таких условиях государство диктует свои правила игры, его роль и присутствие в экономике

Рисунок 4. BLOOMBERG CRUDE OIL



Источник: Bloomberg.

Рисунок 5. РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ VS. COMMODITY



Источник: Bloomberg.

## Накопившиеся дисбалансы *EM* за период экономического бума 2001–2011 гг. сегодня устраняются через ослабление их валют.

расширяются, значимость рынка падает. Это путь к мобилизационной экономике, где надежды на проведение структурных реформ тают с каждым днем.

Конечно, в таких условиях интерес к российским акциям со стороны внутреннего инвестора остается слабым. Три года рынок торгуется в широком боковике с тенденцией к сползанию вниз — *no trend, no money*. Нерезиденты при этом ведут себя сдержанно, крупнейшие инвесторы пока не делают резких движений, и это удерживает рынок.

Что поможет отечественному рынку вновь стать перспективным в глазах инвесторов?

Во-первых, структурные реформы. Здесь надежд откровенно мало, власти обозначили позицию — глобальных перемен в обозримом будущем ждать не стоит.

Во-вторых, высокие цены на нефть. На данный момент причин для выхода из коридора 85–110 долл. за баррель нефти марки *Brent* также не видно.

Покупать «широкий» индекс, пожалуй, не самая лучшая стратегия, несмотря на то, что по мультипликаторам наш рынок стоит столько, сколько и на «низах» 2009 г. Сегодня пришло время инвестиций в локальные истории, которые остаются привлекательными даже в такие непростые времена. ■