От экзогенной к эндогенной модели: неизбежная эволюция российского фондового рынка

Наталия РАДЖПУТ,
генеральный директор,
АО УК «Апрель Капитал»

Эффекты от вводимых с конца февраля 2022 года санкций в отношении России и ответных мер российского правительства выходят далеко за рамки экономики. Но уже очевидно, что происходящие процессы окажут самое серьезное влияние и на национальные фондовые рынки, и на глобальный финансовый рынок в целом. Российскому рынку предстоит пройти сложный период трансформации в новых геополитических и экономических реалиях.

Высокий уровень интегрированности российского рынка в глобальную финансовую систему сделал его основной мишенью для санкций

РОСТ РЫНКА В РЕТРОСПЕКТИВЕ

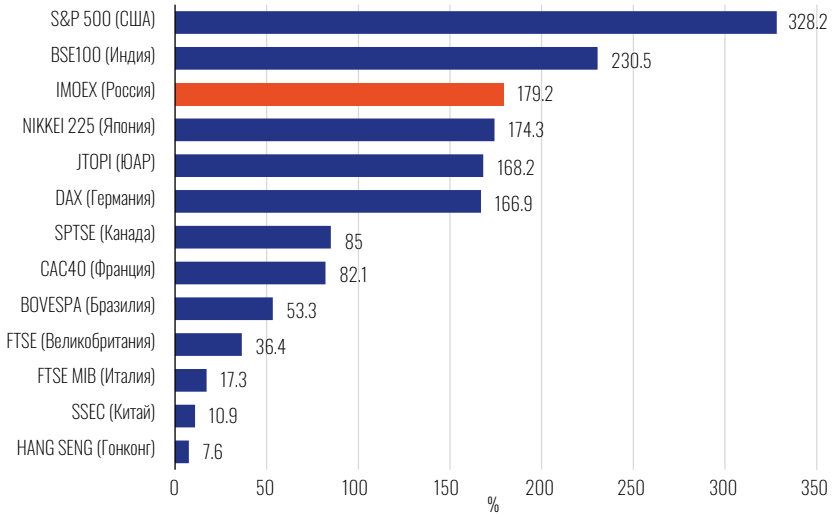
Российский фондовый рынок начал существование в начале 1990-х годов как часть мирового. Преимущества и недостатки отечественного рынка определялись его статусом «формирующегося». Базовой моделью роста являлось сочетание профицита счета текущих операций платежного баланса и притока иностранных инвестиций, чаще всего спекулятивных. Так, по состоянию на конец 2021 года на нерезидентов приходилось 48% объема торгов российскими акциями.

С начала века рынок испытал целую серию потрясений, наиболее памятные из которых имели место в 2008 и 2014 годах. Однако капитализация отечественных компаний сравнительно быстро восстанавливалась благодаря макроэкономическим факторам: стабильному превышению объемов экспорта над импортом, низкому уровню государственного долга, умению быстро возвращаться к профицитному госбюджету и пополнять международные резервы. Дополнительными факторами устойчивого роста являлись умеренно жесткая денежно-кредитная политика, переход к полностью рыночному курсообразованию рубля, отмена большинства ограничений на вывоз капитала из страны, устойчивое снижение темпов инфляции в 2016–2020 годах.

Даже нетто-отток капитала из России, структурный недостаток экономики страны, сохраняющийся уже десятилетиями, не смог помешать росту финансового рынка. По итогам 2021 года, то есть за почти 30 лет, отношение рыночной капитализации отечественных компаний к ВВП увеличилось с 0 до 46.8%. Это значение несильно уступает аналогичному показателю для намного более зрелого немецкого

Рисунок 1
Накопленный прирост фондовых индексов за 2010–2021 годы

Источник: investing.com



рынка (59.4%). При этом Россия исторически следует континентальной модели развития финансовой системы, при которой основным источником фондирования бизнеса являются не инструменты фондового рынка, а банковские кредиты.

По уровню накопленной доходности в национальной валюте за последние 12 лет основной российский фондовый индикатор — Индекс МосБиржи — среди стран бывшей G8 уступал только американскому, а среди государств БРИКС был вторым после индийского (Рисунок 1).

О потенциале роста российского рынка свидетельствовала и рекордная среди крупнейших экономик мира дивидендная доходность: свыше 6.2% в последнем допандемийном 2019 году по сравнению со средним по данной группе 3.2%.

То обстоятельство, что доходность российского фондового рынка в долгосрочной перспективе позволяет хеджировать инфляционные и валютные риски (как показано в Таблице 1), привлекло массового внутреннего инвестора: количество физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже, увеличилось с 2 до 16.8 млн человек в период с 2018 по 2021 годы.

САНКЦИОННЫЙ «ЯД» И КОНТРСАНКЦИОННЫЙ «АНТИДОТ»

Основная цель санкций, введенных после начала 24 февраля 2022 года специальной военной операции на территории Украины, заключается в лишении России возможности вести нормальную внешнеторговую и финансовую деятельность, от которой зависят внутренние экономические процессы и социально-политическая обстановка.

Высокий уровень интегрированности российского рынка в глобальную финансовую систему сделал его основной мишенью для данных санкций. Блокировка активов крупнейших отечественных банков, а также «заморозка» почти половины международных резервов страны должны были быстро спровоцировать массовый отток портфельных иностранных инвестиций и стремительное обесценение курса рубля. Последующее понижение суверенных и корпоративных рейтингов России до самого низкого уровня должно было привести сначала к техническим, а затем и к полноценным дефолтам правительства и отечественных эмитентов, в том числе посредством механизма кросс-дефолтов, надолго сделав «токсичными» российские активы и российский рынок.

Таблица 1
Динамика Индекса МосБиржи, инфляции в России, ставок по депозитам и курса рубля по отношению к доллару и евро, %

Источники: Банк России, Росстат, Московская биржа

	IMOEX	Инфляция	Депозиты*	Доллар**	Евро**
2010	23.2	8.8	6.0	-4.4	-9.0
2011	-16.9	6.1	6.0	-3.2	1.7
2012	5.2	6.6	7.7	5.7	-2.4
2013	2.0	6.5	7.9	2.7	6.2
2014	-7.3	11.4	8.1	21.0	20.3
2015	26.3	12.9	10.2	58.8	33.3
2016	26.7	5.4	8.4	9.0	8.8
2017	-5.4	2.5	6.9	-12.8	-10.8
2018	12.3	4.3	6.2	7.9	12.3
2019	29	3.0	6.5	2.7	-2.4
2020	8.1	4.9	4.6	11.9	14.5
2021	15.7	8.4	5.3	1.9	5.1
Накопленный за 12 лет прирост	**179.2**	**117.5**	**124.5**	**131.8**	**96.9**
Среднее геометрическое значение доходности	**8.9**	**6.7**	**7**	**7.3**	**5.8**

* Ставки по банковским депозитам в рублях на срок свыше 1 года

** Среднее арифметическое динамики официального курса рубля; «+» означает обесценение рубля, «-» означает укрепление рубля.

В этих условиях российское правительство реализовало комплекс мер по временному обособлению отечественного финансового рынка от мирового посредством введения ограничений по капитальному счету платежного баланса и повышения ключевой ставки. Эти решения позволили предотвратить бегство вкладчиков из банков, уберечь фондовый рынок от тотального обвала после открытия торгов и оперативно вернуть курс рубля к значениям, соответствовавшим середине февраля 2022 года.

Создание правового механизма возврата российскими заемщиками долгов, номинированных в долларах США или евро, путем зачисления рублевых средств на счет зарубежного кредитора, открытый в отечественном банке, позволило отсрочить наступление дефолта и начало «войну нервов». С одной стороны, возврат задолженности в валюте, отличной от той, которая указана в договоре, является триггером для признания заемщика банкротом, если договор заключался вне российской юрисдикции. С другой стороны, невозможность погашения ссуды даже по независящим от заемщика обстоятельствам является формальным поводом к ухудшению ее качества и созданию резервов на возможные потери, а также оказывает негативное давление на капитал кредитора.

Готовность США и ЕС пожертвовать устойчивостью своих экономик и репутацией правовых систем ради геополитических амбиций по стратегическому сдерживанию России запустила глобальный процесс пересмотра казавшихся ранее незыблемыми оценок о надежности мировых резервных валют и ответственности их эмитентов. Резко активизировавшийся в марте 2022 года переход государств к использованию национальных валют при двусторонних международных расчетах, а также рост спроса на криптовалюты подтверждают глобальную обеспокоенность данными процессами и стремление хеджировать сопутствующие риски.

Предпосылки активизации данного процесса существовали задолго до текущего года. Так, еще по итогам 2021 года оказалось, что инфляция доллара США (7%) и евро (5%) может быть ненамного ниже, чем российского рубля (8.4%). Поскольку и ФРС США, и ЕЦБ пока очень осторожно подходят к вопросу ужесточения монетарной политики, растет убыточность значительного объема «безрисковых» инструментов с фиксированной доходностью. При этом даже на фоне низких ставок стремительно увеличиваются бюджетные диспропорции: например, госдолг США увеличился с $22.7 трлн по состоянию на 1 января 2020 года до $30 трлн по состоянию на 31 января 2022 года.

На этом фоне все больше государств, компаний и частных лиц приходят к выводу о том, что наиболее надежными валютами и безопасными юрисдикциями могут являться только «домашние».

ПЕРИОД ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ И ПОСЛЕДУЮЩАЯ СТАБИЛИЗАЦИЯ

По разным оценкам, адаптация российской экономики к работе в условиях санкционного давления займет от полугода до 2 лет. За это время многим российским компаниям нужно будет перестроить логистику внешнеторговых поставок и закупок, увеличить долю операций на внутреннем рынке, найти более безопасные способы оплаты экспорта и импорта. Скорее всего, в течение этого периода российский фондовый рынок будет ограниченно ликвидным, особенно для нерезидентов.

В течение 2022 года российские эмитенты могут или даже будут должны принимать следующие решения:

1) о пересмотре дивидендных политик (в условиях роста ключевой ставки и удорожания кредитов компании будут вынуждены сократить размеры выплачиваемых дивидендов или вообще отменить их выплату);

2) о делистинге своих ценных бумаг с иностранных и даже российских бирж, а также, в крайнем случае, о смене организационно-правовой формы с публичной на непубличную компанию;

3) об изменении объемов размещенных и/или объявленных акций (при делистинге депозитарных расписок);

4) о принудительном выкупе пакетов акций у резидентов недружественных государств (возможность создания правового режима для таких операций подтверждена официально);

5) о продаже/списании/переоценке активов, зарегистрированных или расположенных в юрисдикциях недружественных государств, или создании резервов под их обесценение;

6) о заморозке инвестиционных проектов или увеличении сроков инвестиционных стадий;

7) о проведении обратного выкупа акций;

8) об изменениях в составе органов управления организации.

То есть в этом году (особенно до окончания сезона годовых общих собраний акционеров) ожидается повышенная волатильность ценных бумаг на основании корпоративных новостей и данных финансовой отчетности. В этих условиях особое значение для инвесторов будет иметь модификация моделей оценки стоимости бизнеса эмитентов и макроэкономических рисков.

Вероятно также, что на некотором отрезке времени сложится парадоксальная ситуация: российские эмитенты будут оцениваться нерезидентами как неизбежные банкроты, хотя при этом они будут находиться в устойчивом финансовом положении и сохранять непрерывность бизнеса. Отсутствие должного рейтинга не позволит консервативным институциональным инвесторам-нерезидентам приобретать их ценные бумаги в силу ограничений, наложенных инвестиционными декларациями, но зато это будут делать менее регулируемые и малопрозрачные зарубежные хедж-фонды.

Учитывая, что после шоков конца февраля — середины марта текущего года в течение одного месяца удалось стабилизировать курс рубля, можно предположить, что по меньшей мере в среднесрочной перспективе будут оставаться актуальными следующие процессы и явления:

1) сохранение положительного сальдо счета текущих операций и даже его увеличение по причине одновременного роста мировых цен на энергоносители и введения эмбарго на продажу России высокотехнологичной продукции со стороны недружественных государств;

2) поддержание профицитного или по крайней мере сбалансированного бюджета при фактической отмене бюджетного правила;

3) возврат инфляции в 2023–2024 годах с двузначных к однозначным значениям по мере исчерпания ажиотажного спроса и стабилизации валютного рынка;

4) изменение механизма контроля над курсом рубля: с проведения валютных интервенций за счет международных резервов на плавное регулирование режима ввоза/вывоза капитала;

5) резкое увеличение объема торговых и капитальных операций с использованием валют Азиатско-Тихоокеанского региона;

6) активная реализация со стороны государства мер поддержки граждан

и бизнеса при сопутствующем усилении контроля за ценообразованием на внутреннем рынке.

В соответствии с теоретической моделью «невозможной троицы» — нерешаемости задачи одновременного поддержания фиксированного курса национальной валюты, проведения независимой денежно-кредитной политики и сохранения свободного трансграничного движения капитала — данные предпосылки позволяют прогнозировать сохранение трендов на стабилизацию курса рубля и дальнейшее снижение процентных ставок для стимулирования инвестиционной активности. При этом чрезмерное укрепление рубля может нанести вред конкурентоспособности российского несырьевого неэнергетического экспорта и пополняемости государственного бюджета.

Отмена свободной конвертируемости рубля в условиях сохранения положительного сальдо внешней торговли создаст условия для роста фондового рынка по мере адаптации экономики к новым условиям. Более того, в этих условиях может возрасти риск возникновения пузырей на фондовом рынке. Примечателен пример Ирана, в отношении которого в 2011–2012 годах были введены особо жесткие экономические санкции, в том числе блокировка международных резервов центрального банка и полное отключение банков от SWIFT. Однако в результате ответных ограничений на вывоз капитала фондовый рынок страны за последующие 10 лет вырос более чем в 15 раз, если оценивать его по индексу Тегеранской фондовой биржи (TEDPIX), что значительно опережает накопленную за этот же период инфляцию иранского риала почти в 1000%.

Вместе с тем принятые в отношении России санкции, вне зависимости от того, будут ли они временными или постоянно действующими, ставят вопрос о необходимой эволюции российского фондового рынка в среднесрочной и долгосрочной перспективах.

МОДЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДОЛГОСРОЧНОГО РАЗВИТИЯ

Острота проблемы адаптации экономики России к новым условиям требует активизировать деятельность по формированию в стране емкого и эффективного с точки зрения и инвесторов, и эмитентов фондового рынка. Однако санкции и контрсанкции надолго сформировали взаимное недоверие между Западом и Россией. Следовательно, отечественному фондовому рынку в обозримой перспективе предстоит расти преимущественно за счет внутренних инвесторов.

В связи с этим процесс привлечения на российский рынок частных инвесторов целесообразно поддержать, расширив существующие и вводя новые налоговые льготы. При этом следует в равной мере стимулировать и индивидуальное, и коллективное инвестирование. Также имеет смысл либерализовать инвестирование средств отечественных компаний в российские ценные бумаги в условиях, когда западные рынки либо закрыты, либо небезопасны с точки зрения сохранности инвестиций.

Существуют оценки, что на фоне смещения мировых центров экономического роста с Запада на Восток российский рынок капитала сможет заместить западные инвестиции восточными. Вероятно, это действительно произойдет, но данный процесс в любом случае будет небыстрым, а его успешность в значительной степени будет определяться доверием внутренних инвесторов и эмитентов к отечественному рынку. Кроме того, финансовых ресурсов на Востоке достаточно, но государственное регулирование их трансграничного движения намного более строгое. Следовательно, доступ российских инвесторов на фондовые рынки Азиатско-Тихоокеанского региона, равно как и привлечение инвестиций из данных юрисдикций, потребует иных подходов по сравнению с существующими.

На высшем государственном уровне признано, что основным направлением развития российской экономики на годы вперед станет импортозамещение товаров, услуг и технологий. Финансирование этого процесса должно осуществляться не только за счет бюджетных средств и кредитных ресурсов, но и за счет эмиссии ценных бумаг. В этих условиях было бы желательно, чтобы фондовый рынок начал более активно конкурировать с банковским рынком в качестве источника фондирования бизнеса и управления сопутствующими финансовыми рисками. Можно прогнозировать, что со стороны корпоративного сектора основными заказчиками работ по технологическому замещению станут топливно-энергетические, фармацевтические, телекоммуникационные и IT-организации. Чтобы облегчить выход перспективных высокотехнологичных компаний на внутренний рынок капитала, желательно облегчить для них процедуры прохождения листинга.

Перевод с 1 апреля текущего года оплаты российского природного газа, продаваемого в недружественные государства, на рубли является важным шагом в направлении трансформации отечественной валюты в средство платежа для трансграничных сделок. В перспективе все больше российских экспортных операций будет проводиться с использованием рубля, а с течением времени сложатся предпосылки для использования российской денежной единицы и для совершения сделок по оплате импорта в Россию. Но необходимо пойти дальше и сформировать биржевые механизмы рублевого ценообразования российской экспортной продукции. Процесс их создания длительный и трудный, так как требует появления достаточной ликвидности со стороны как покупателей, так и продавцов. Но именно этот рынок резко повысит статус рубля в мировой экономике.

С течением времени по мере расширения практики расчетов в национальных валютах между Россией и ее торговыми партнерами, а также поступления в страну иностранных валют, не являющихся резервными, станет актуальным привлечение на отечественные площадки иностранных эмитентов.

Существенное значение для становления рубля как признанной на международном уровне валюты имеет рынок финансовых услуг: осуществление платежей, торговое финансирование и кредитование, присвоение рейтингов, страхование, аудит, консалтинг, правовое сопровождение и др. Соответствующая инфраструктура в стране уже создана, но для выхода на мировой рынок финансовых услуг ей предстоит в относительно сжатые сроки увеличить в разы, если не на порядок, объем операций. Не менее важно постоянное совершенствование бизнес-процессов, чтобы в перспективе достойно соперничать не только с европейскими и американскими, но и с азиатскими конкурентами. Мировой опыт показывает, что конкурентоспособность национальных экономик достигается за счет не только сочетания качества и цены продукции, но и возможности финансового рынка создать комфортные условия для совершения и сопровождения внутренних и трансграничных сделок.