



**УІІ Международная конференция
«Оценочная деятельность и управление
стоимостью в системе антикризисных мер»**

**Макроэкономический прогноз
динамики стоимости активов**

3 июля 2009 г., Санкт-Петербург

**Зав. отделом международных рынков
капитала ИМЭМО РАН, д.э.н., проф.
Я.М.Миркин**



Высокая неопределенность в оценке будущей стоимости активов

- Публикуемые прогнозы не имеют фундаментального основания (нераскрытая методология, подстройка под текущую конъюнктуру, «вкусные оценки»)
- Часть информации не раскрыта (внебиржевой оборот, деривативы и структурированные продукты, хедж-фонды и др.)
- Финансовые аналитики способны объяснить все, что угодно
 - кусочки мозаики рынков (взгляд «из амбразуры», на частное, не видя общего),
 - существуя в потоке событий,
 - испытывая конфликты интересов



Фундаментальные факты для оценки будущей стоимости активов

- Период более 30 - 40 лет
- номинальная стоимость активов неизбежно растет как следствие инфляции
- долгосрочная динамика стоимости активов на мировых финансовых рынках определяется длинными циклами
 - 1980 – 2010-е гг.
- изменение стоимости российских активов - производное от динамики мировых финансовых рынков (1995 – 2010-е гг.)
- мировые финансовые рынки, как правило, ведут себя как один актив
- товарные рынки превратились в финансовые
 - произошел отрыв цен активов от фундаментальных оснований (2000 – 2010-е гг.);



Фундаментальные факты для оценки будущей стоимости активов

■ 1980 – 2010-е гг.

- динамика стоимости товарных и финансовых активов на мировых рынках в значимой степени формируется изменениями курса резервной валюты – доллара США.
 - С начала 2000-х гг. прогноз стоимости нефти, металлов, акций, недвижимости во многом сводится к оценке будущей динамики курса доллара США
- курс доллара США - 15-20-летнюю цикличность; прогноз – укрепление доллара в среднесрочной перспективе
 - Российские особенности (1995 – 2010-е гг.)
- рост финансовой глубины экономики РФ сопровождается увеличением стоимостной оценки активов
- динамика стоимости российских активов - волатильность, одна из самых высоких в мире. Спекулятивная модель финансового сектора России ведет к локальным финансовым кризисам (периодичность от 5 до 10 лет)



Инфляционный рост номинальной стоимости активов

- Инфляция – встроенная составляющая мировой экономики
- С 1913 г. по апрель 2009 г. (примерно 100 лет) цены в США выросли более, чем в 20 раз
- В среднесрочный прогноз динамики номинальной стоимости российских активов должна закладываться двузначная инфляция

Инфляционный рост стоимости активов (1913 = 100)

| | 1913 | 1928 | 1943 | 1958 | 1973 | 1988 | 2003 | 2009 (апрель) |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------------|
| Индекс потребительских цен, США* | 100 | 173 | 175 | 292 | 448 | 1195 | 1856 | 2154 |

*Historical Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U): U.S. city average, all items-Continued, Annual Average, CPI Detailed Report-April 2009 (United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics)



Воздействие длинных циклов на стоимость активов -1

| Страны | Рост (↑) или падение (↓) рынка акций по отношению к концу соответствующего периода | | | | | | | | | | | | |
|--|--|--------------------------------------|---------------------------------------|--|-------------|--|-------------|----------------------|--|-------------|------------------------|--------------------|--------------------|
| | | | ~ 30 лет | | | ~ 30 лет | | | ~ 30 лет | | | | |
| | Предвоенный эконом. подъем 1909 / 1899 | Война и спад после войны 1919 / 1909 | Эконом. подъем 20-х годов 1929 / 1919 | Кризис 30-х годов, война и послевоенный спад | | Экономический подъем 50-х - 60-х годов | | Стагнация 70-х годов | Экономический подъем 80-х - 90-х годов | | Кризис и волатильность | | |
| 1929 / 1939 | | | | 1939 / 1949 | 1949 / 1959 | 1959 / 1969 | 1969 / 1979 | | 1979 / 1989 | 1989 / 2000 | 2000 / 2002 | 2002 / 1 пол. 2007 | 1 пол. 2007 / 2008 |
| Англо-саксонские страны | | | | | | | | | | | | | |
| США | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ |
| Великобритания | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ |
| Канада | н/д | н/д | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ |
| Австралия | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ |
| Крупные индустриальные страны, не относящиеся к англо-саксонской группе | | | | | | | | | | | | | |
| Япония | н/д | н/д | ↓ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ |
| Германия | ↓ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ |
| Франция | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ |
| Италия | н/д | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ |
| Испания | ↑ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ |

Воздействие длинных циклов на стоимость активов - 2

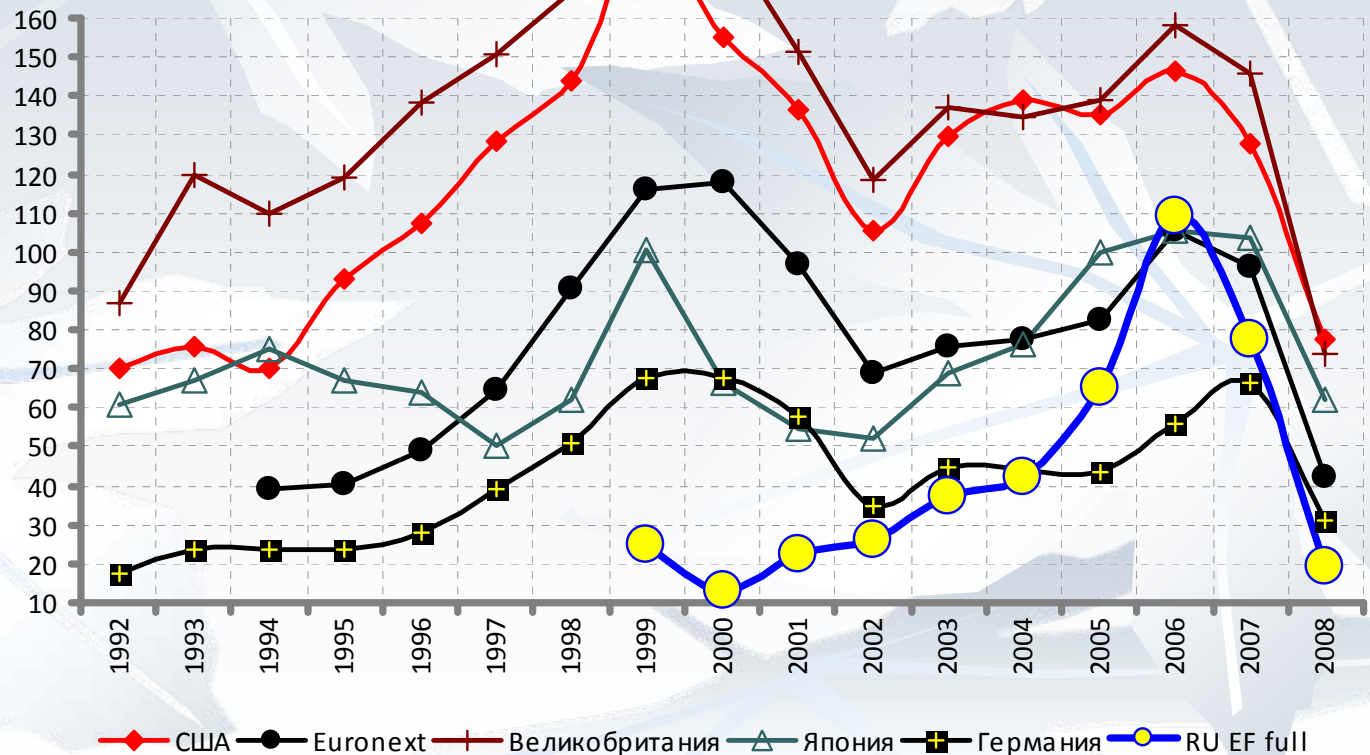


- 1. Кризис 2007 – 2009 гг. - завершение длинного 30-летнего цикла мировой экономики (1980 – 1997 гг. – экспансия, 1997 – 2010 гг. – ребалансирование)**

- 2. Прогноз, следуя логике длинных волн:**
 - долгосрочный, в течение 15 – 20 лет подъем мировой экономики**
 - приток инвестиций во все виды активов и на все рынки, в том числе развивающиеся**
 - последовательный рост стоимостной оценки активов и капитализации рынков**
 - одним из крупнейших и перспективных рынков является Россия**

Изменение стоимости российских активов - производное от динамики мировых финансовых рынков - 1

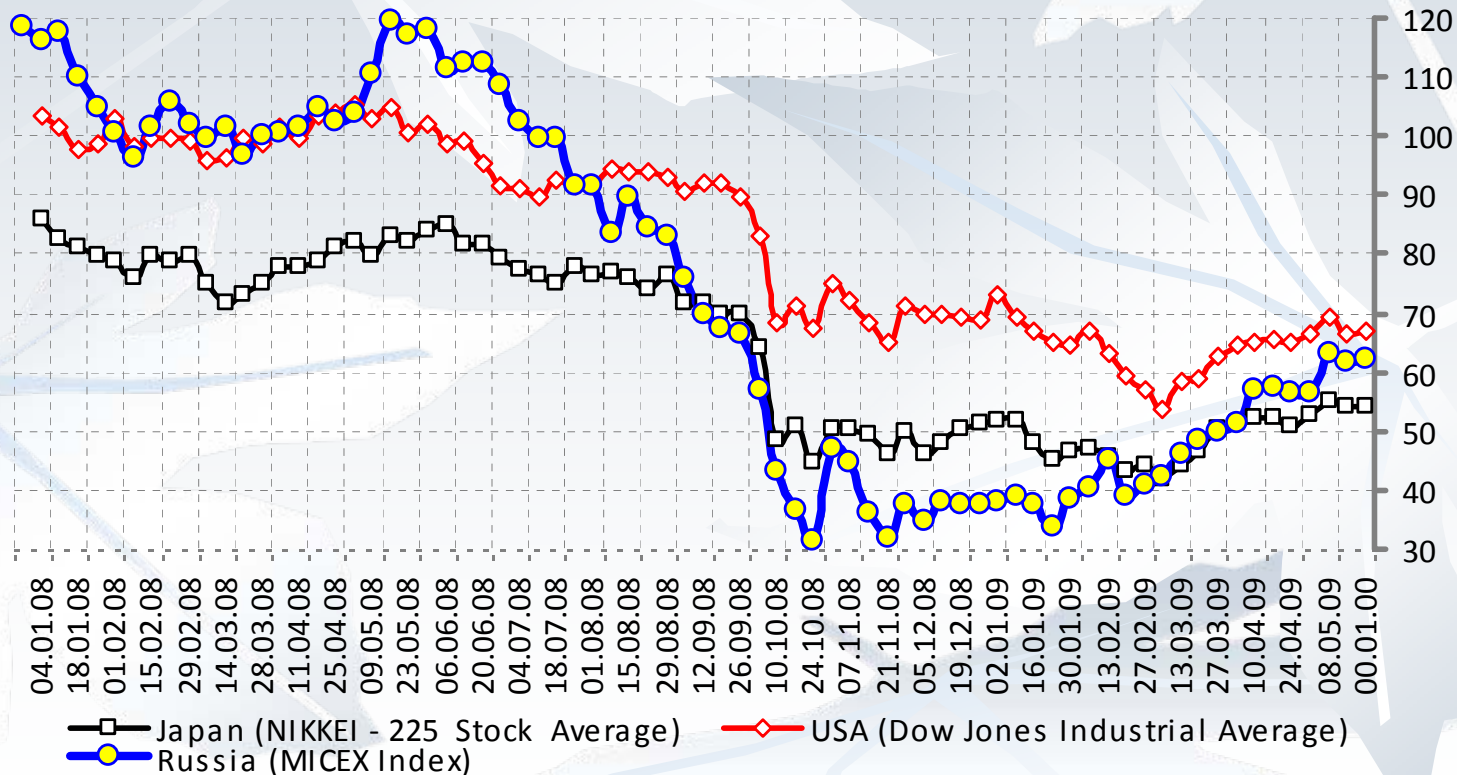
Коррелированность финансовых рынков индустриальных стран и зависимость от них фондового рынка России (долгосрочная динамика индикатора «Капитализация рынка акций / ВВП»)





Изменение стоимости российских активов - производное от динамики мировых финансовых рынков - 2

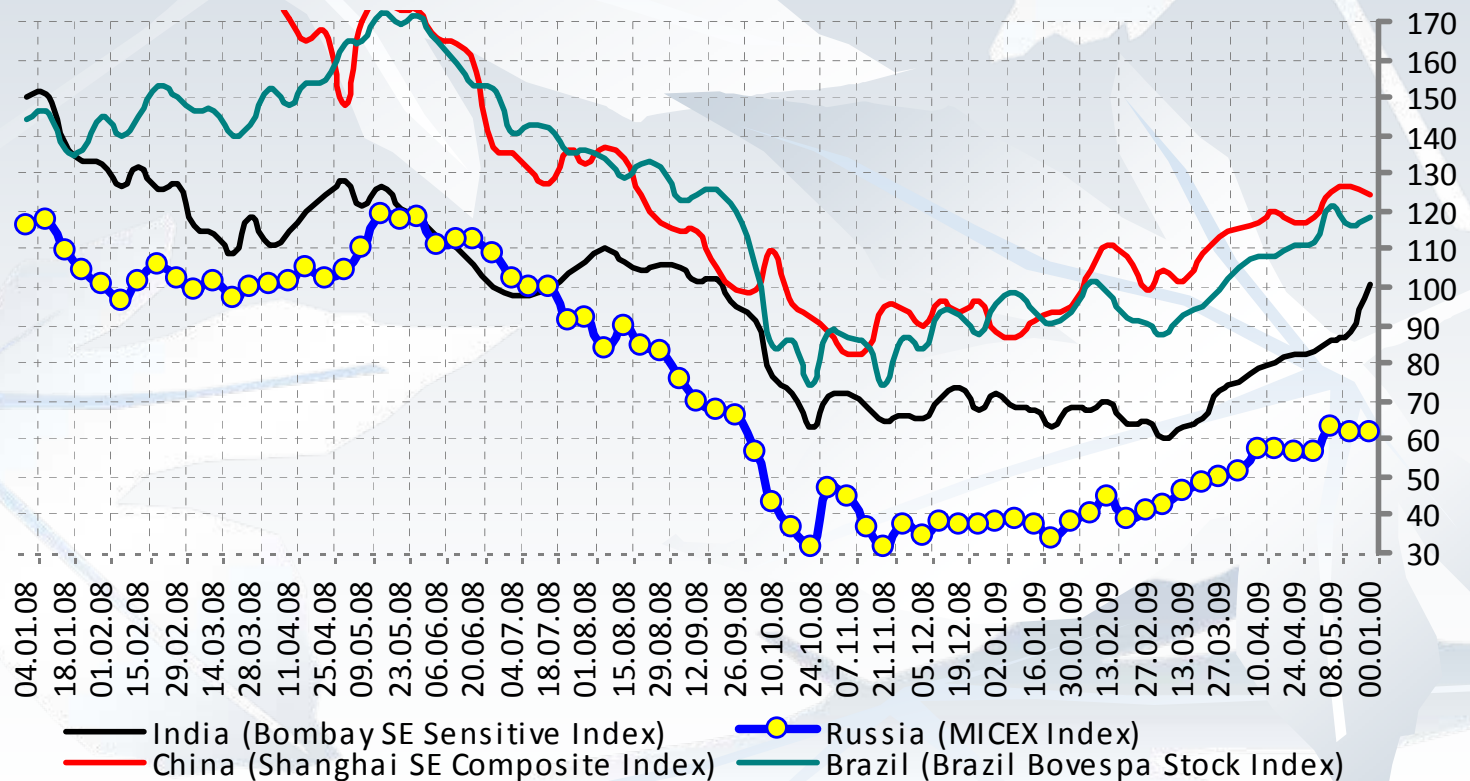
Взаимодействие рынков акций России, США, Японии
(2008 – 2009 гг.) (1 января 2007 = 100)





Изменение стоимости российских активов - производное от динамики мировых финансовых рынков - 3

Взаимодействие рынков акций России, Бразилии, Китая, Индии (2008 – 2009 гг.) (1 января 2007 = 100)





Изменение стоимости российских активов - производное от динамики мировых финансовых рынков - 4

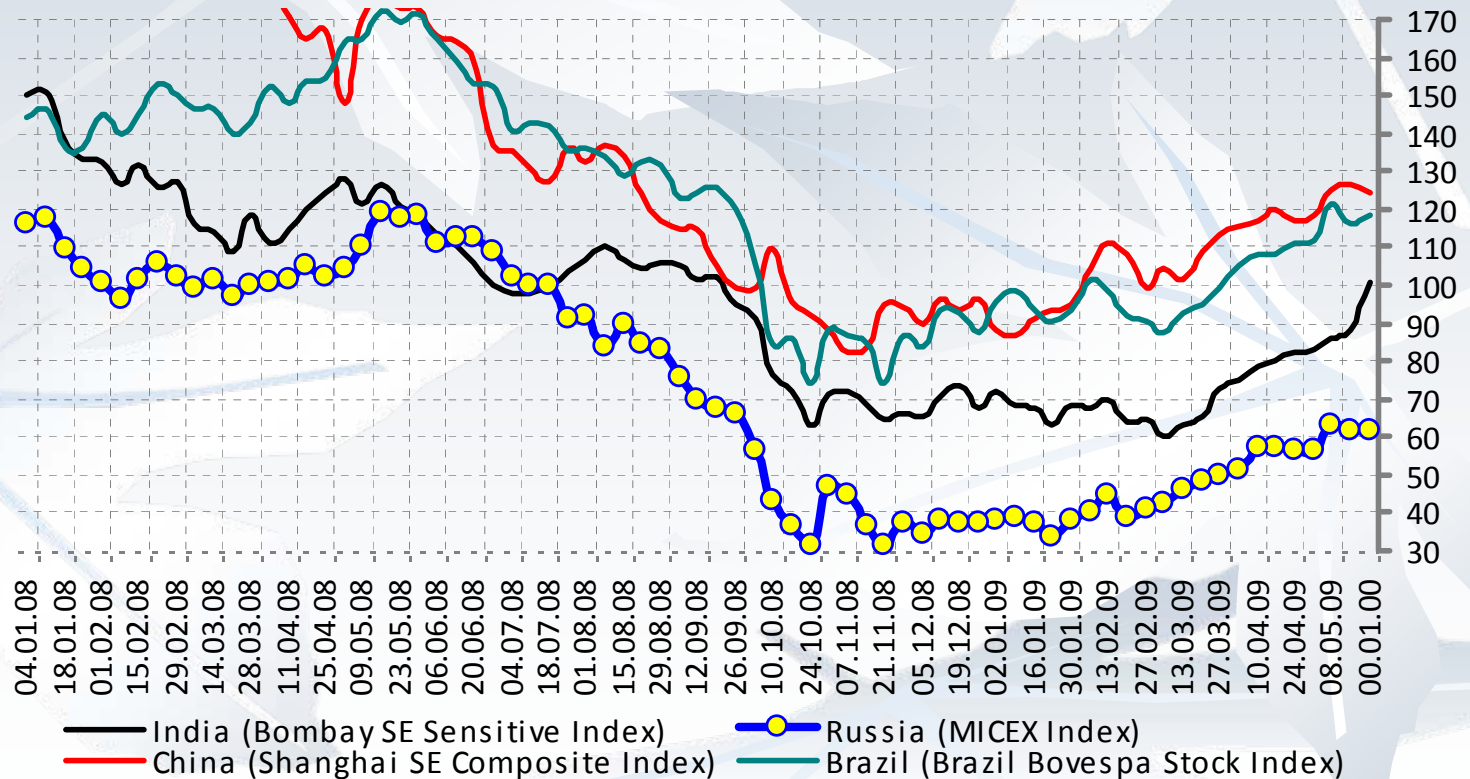
**Причины - зависимость от внешнего денежного спроса
Рост в 2000 – 2007 гг. (в долларовом эквиваленте)**

- ВВП – в 5,0 раз (2007 г.)
- Денежная масса (методология МВФ) – в 10,8 раз
- Внешний долг банков (без участия в капитале) – в 17,6 раз
- Внешний долг нефинансового сектора – в 11,6 раз
- Срочные обязательства банков по поставке денежных средств в иностранной валюте – в 16,2 раза
- Иностранные портфельные инвестиции в акции – в 26,2 раза
- Внешний долг банков и нефинансовых предприятий (без участия в капитале) / Денежная масса М2– 77,2% (конец 2007 г.), 98,4% (конец 2008 г.)
- Более 30% совокупных оборотов по акциям и АДР приходилось на зарубежные рынки АДР (2007 – 1 полугодие 2008 гг.)
- Более 30% рынка акций ММВБ и более 50 - 60% РТС приходилось на нерезидентов (2007 – 1 полугодие 2008 гг.)
- Механизм - Стерилизация денежной массы, вывод «избыточной» денежной ликвидности замещены деньгами нерезидентов, покрывающими спрос на деньги в растущей экономике России



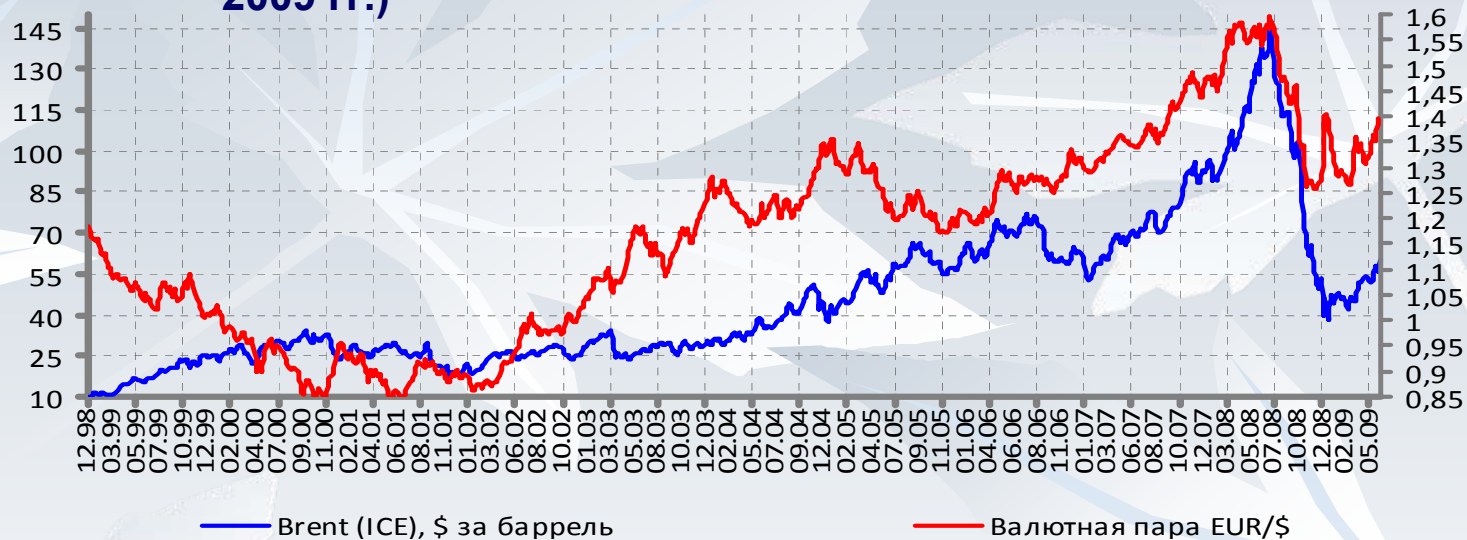
Мировые финансовые рынки ведут себя как один актив

Взаимодействие рынков акций России, Бразилии, Китая, Индии (2008 – 2009 гг.) (1 января 2007 = 100)

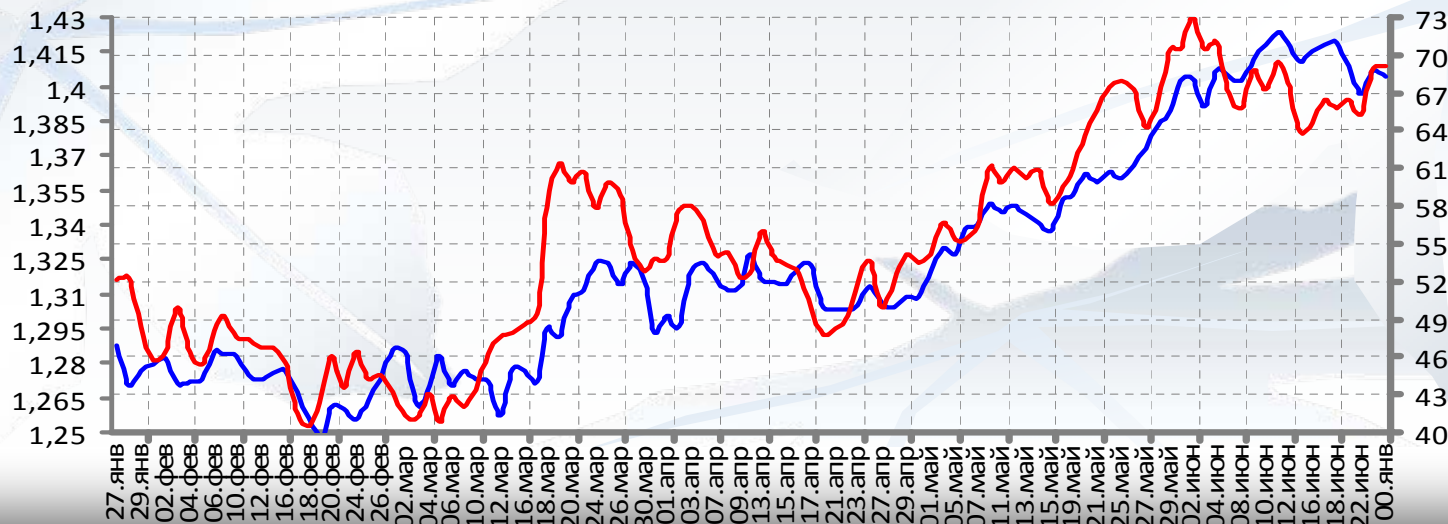


Превращение товарных рынков в финансовые, воздействие курса доллара США на товарные цены - 1

Зависимость цены на нефть от курса доллара (1998 – 2009 гг.)



Зависимость цены на нефть от курса доллара (2009 гг.)

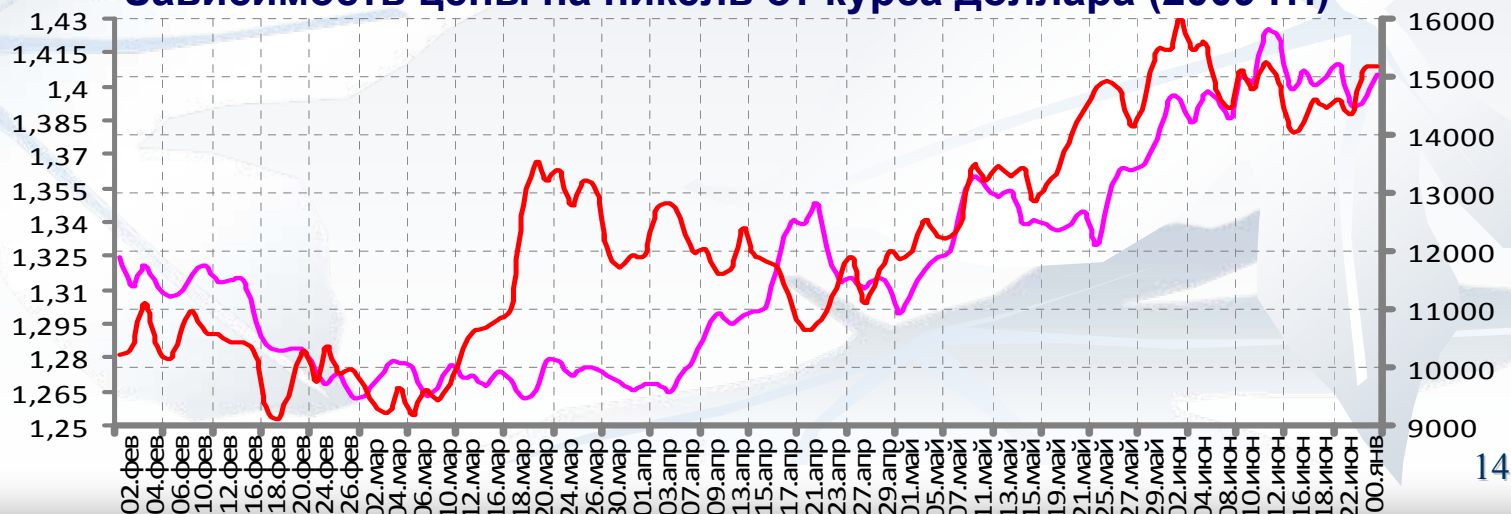


Превращение товарных рынков в финансовые, воздействие курса доллара США на товарные цены - 2

Зависимость цены на никель от курса доллара (2000 – 2009 гг.)



Зависимость цены на никель от курса доллара (2009 г.)

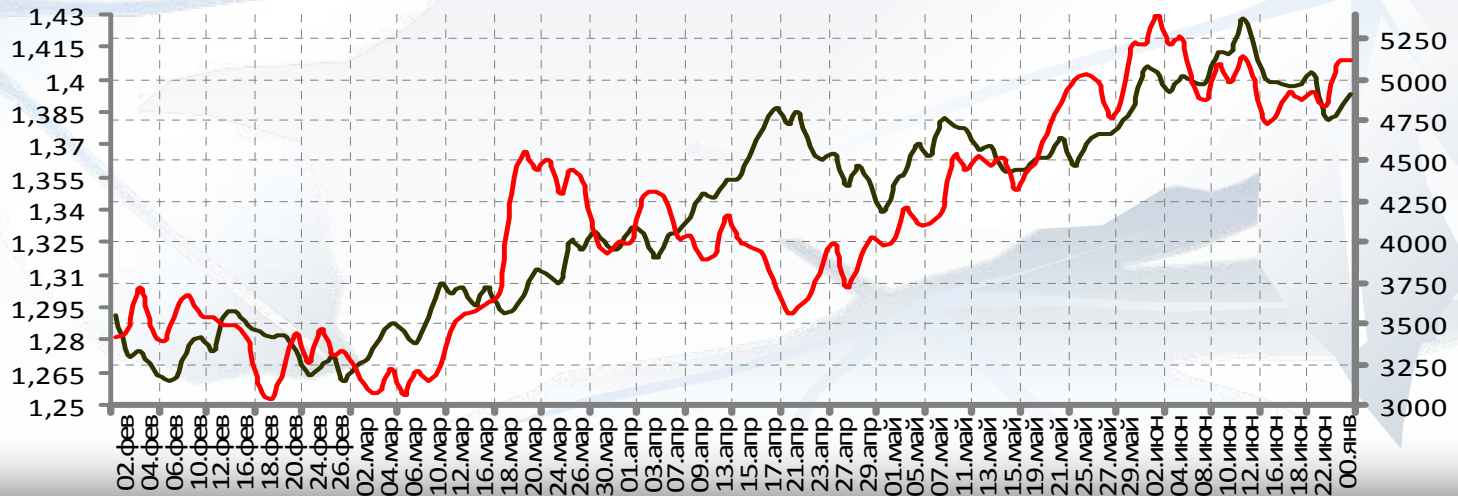


Превращение товарных рынков в финансовые, воздействие курса доллара США на товарные цены - 3

Зависимость цены на медь от курса доллара (2000 – 2009 гг.)

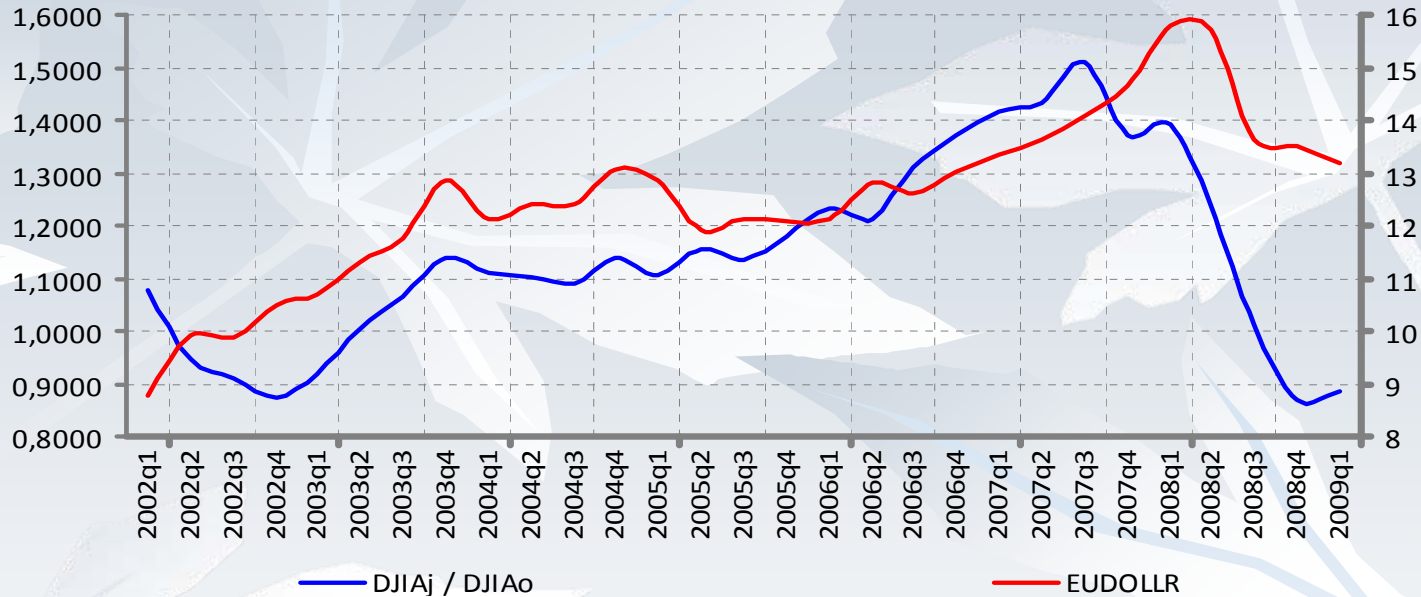


Зависимость цены на медь от курса доллара (2009 гг.)

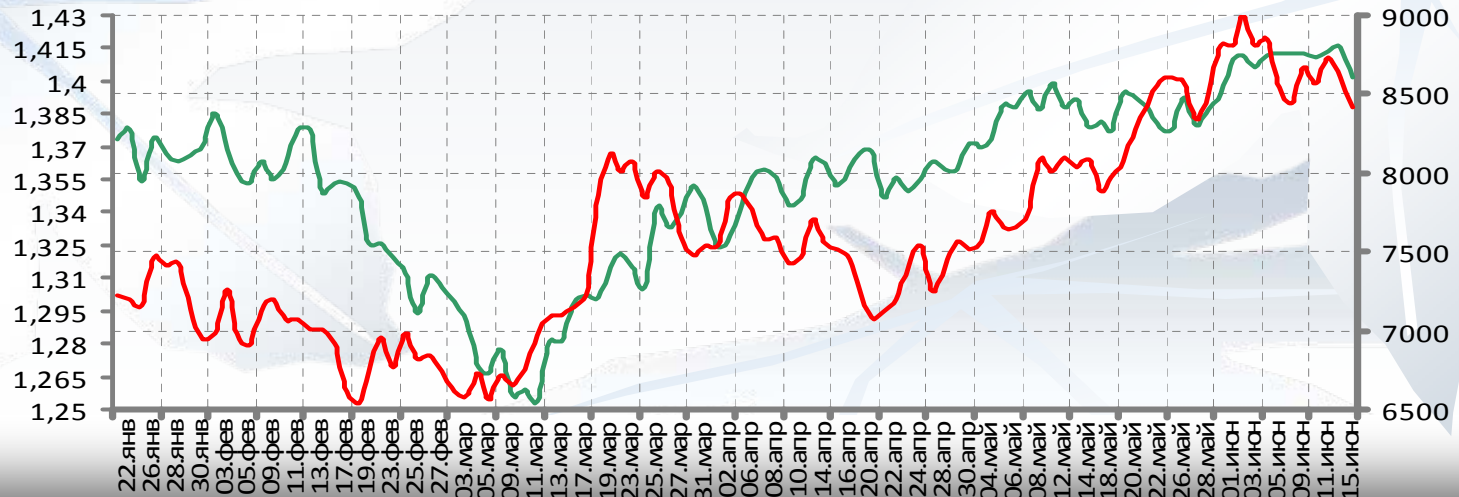


Воздействие курса доллара США на стоимость активов фондового рынка

Зависимость цен акций от курса доллара (2002 – 2009 гг.)



Зависимость цен акций от курса доллара (2009 г.)





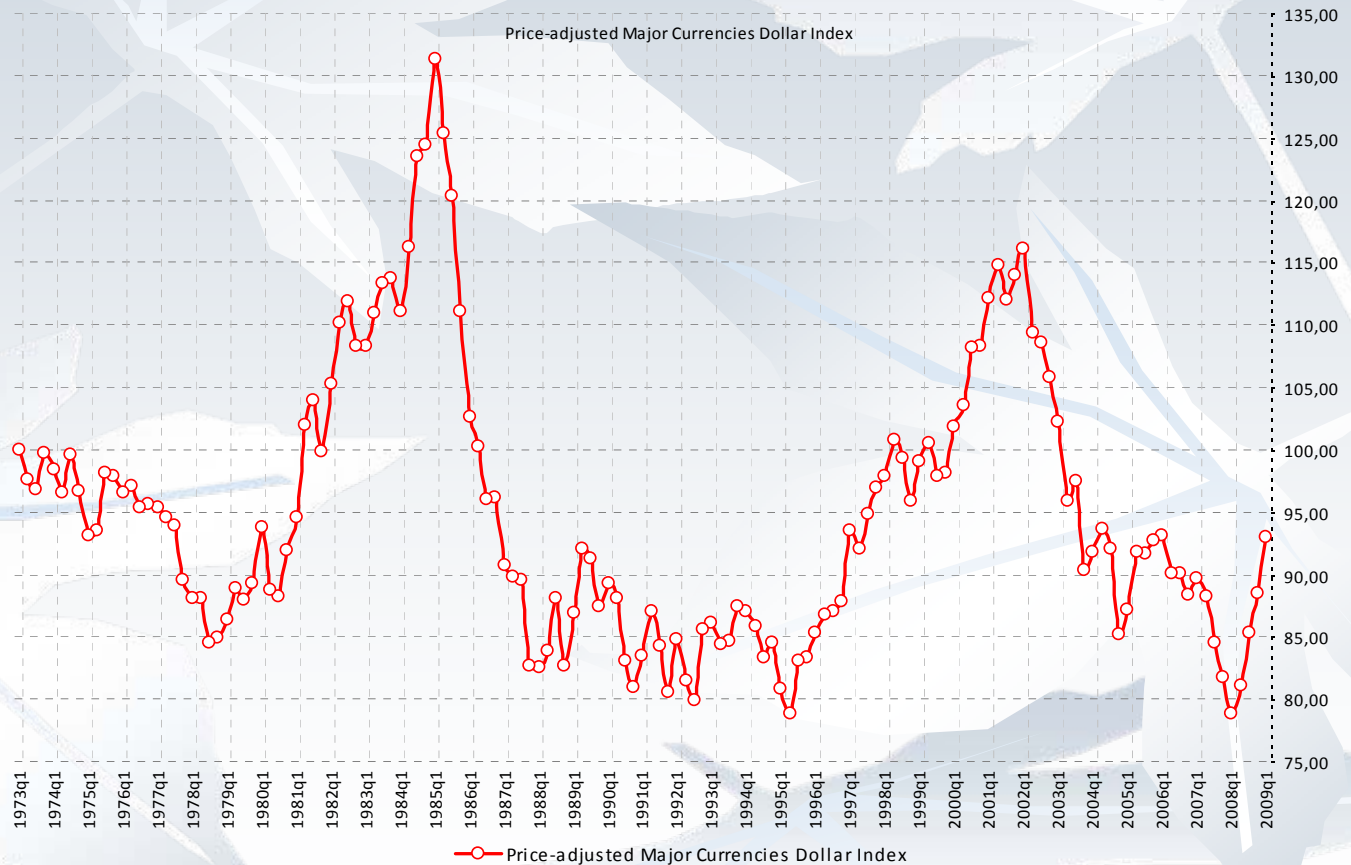
Механизм воздействия курса резервной валюты (доллара США) на динамику стоимости товарных и финансовых активов

- 1. Цены на ключевые сырьевые товары формируются на биржах деривативов (без реальной поставки). Центры ценообразования – Нью-Йорк, Лондон, Чикаго и другие ведущие биржевые центры**
- 2. Факторы спроса, запасов, политики относятся к краткосрочной конъюнктуре. Фундаментальные изменения в технологиях, которые могли бы привести к радикальным изменениям в ценах сырья, только накапливаются**
- 3. Следствие превращения товарных рынков в финансовые - на цены на сырье начинает активно влиять курс резервной валюты – доллара США (преобладающая часть международных расчетов)**
- 4. Ослабление доллара США ведет к росту цены активов на рынках. Увеличение цен становится компенсацией падающего доллара**
- 5. Усиление доллара США связано с отрицательными движениями в стоимости активов**
- 6. Эти взаимосвязи, как жесткие, сформировались на рубеже 2000-х гг. (до этого динамика доллара США и других активов была коррелируемой только на экстремумах)**



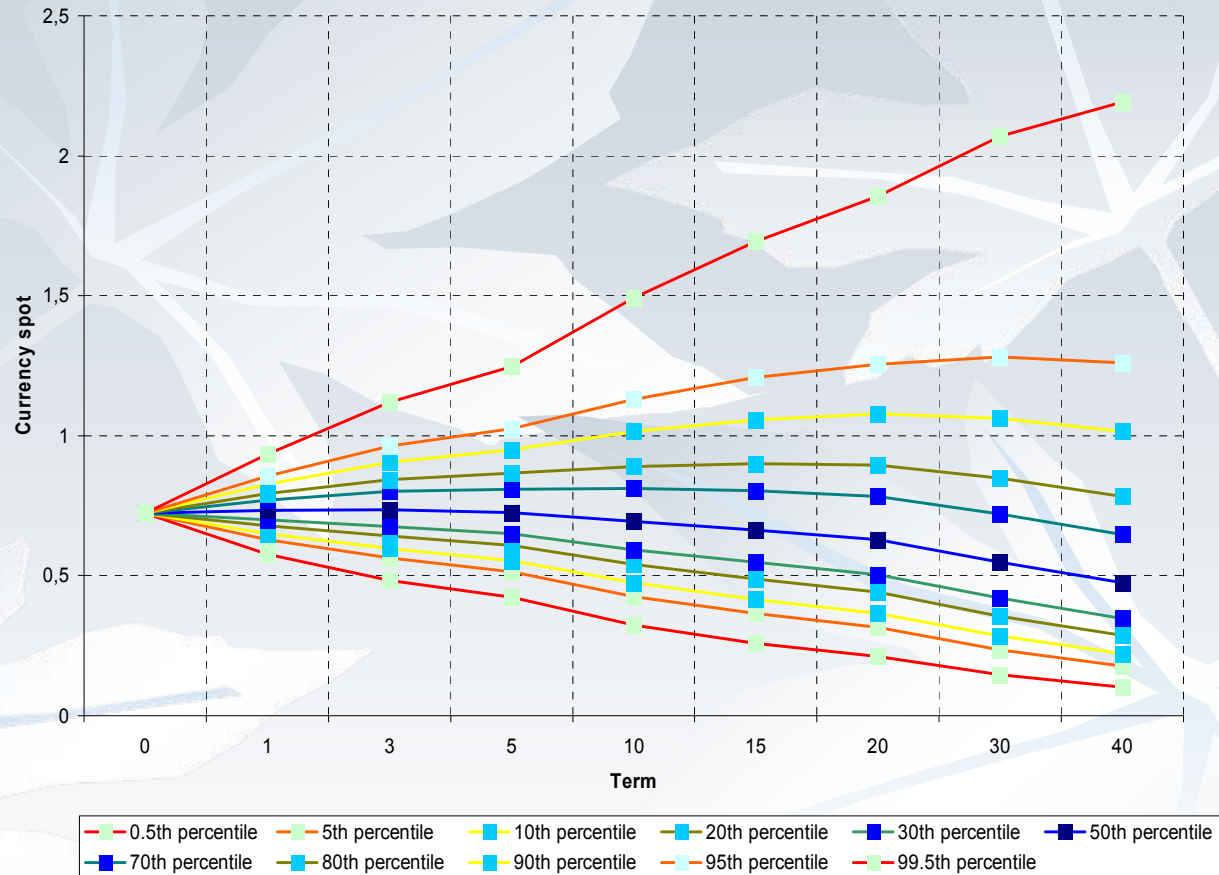
Ключевое значение для среднесрочной оценки стоимости активов – прогноз курсовой динамики доллара США как резервной валюты

1. Курс доллара США - 15-20-летняя цикличность

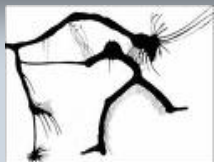




Ключевое значение для среднесрочной оценки стоимости активов – прогноз курсовой динамики доллара США как резервной валюты

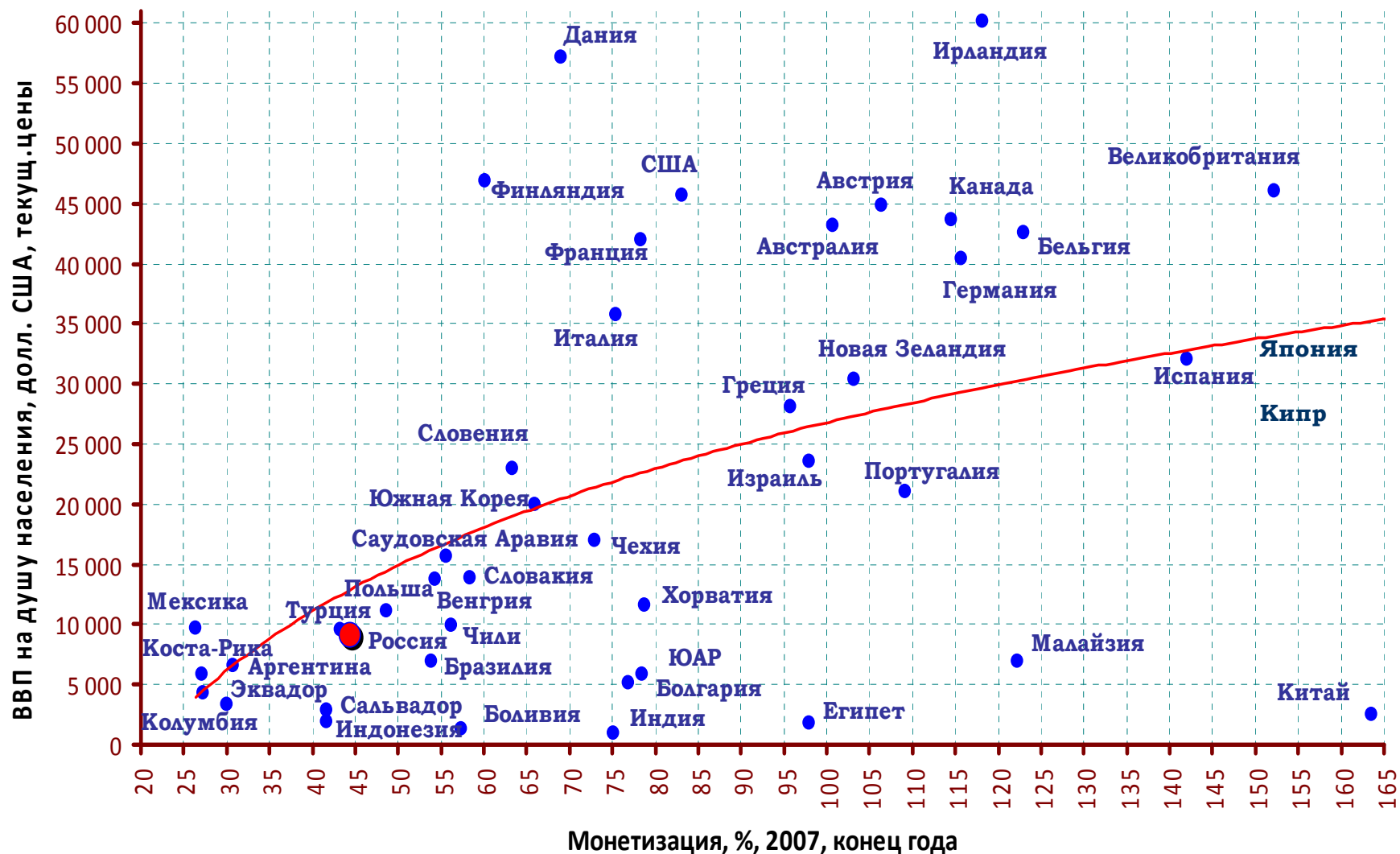


1. Пятилетний прогноз (анализ валютных форвардов, 06.2009). Курс доллара к евро
 - коридор 0,80 - 2,38 - 99%-ная вероятность
 - коридор 1,05 - 1,81 - 80%-ная вероятность
 - в среднем доллар несколько укрепится по отношению к евро
2. Прогноз – укрепление доллара в среднесрочной перспективе



Рост финансовой глубины экономики РФ будет сопровождаться увеличением стоимостной оценки активов – 1

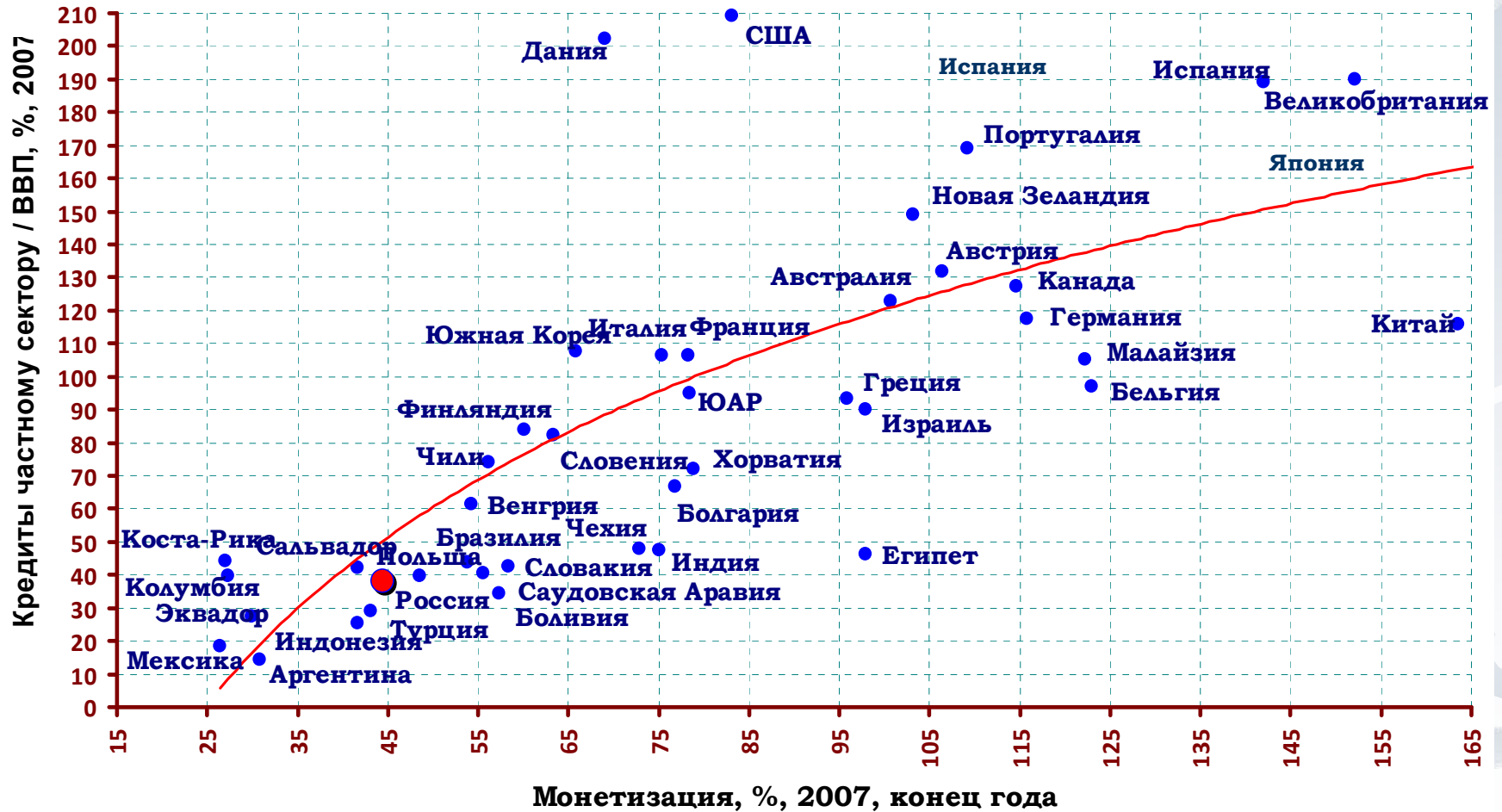
Рост капитализации





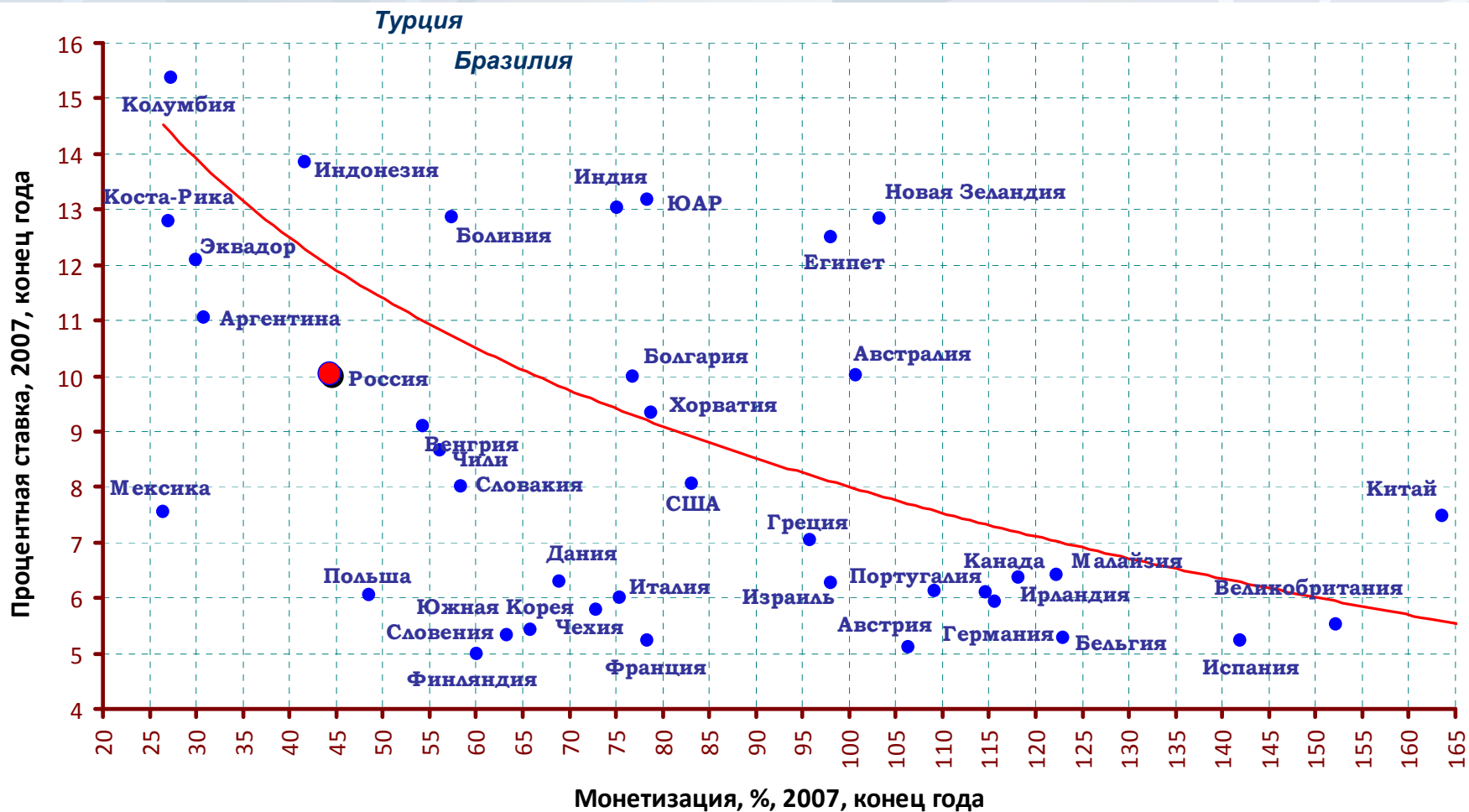
Рост финансовой глубины экономики РФ будет сопровождаться увеличением стоимостной оценки активов – 2

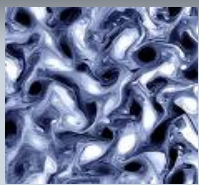
Рост долговых активов





Рост финансовой глубины экономики РФ будет сопровождаться увеличением стоимостной оценки активов – 3 Снижение процента – важнейшей компоненты стоимостной оценки



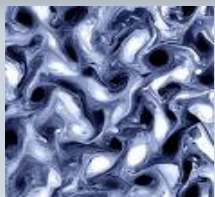


Сверхвысокая волатильность стоимости российских активов - 1

| | 1999 г. | | | | 2000 г. | | | | 2001 г. | | | |
|--|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | 28.01 | 08.07 | 21.09 | 31.12 | 24.03 | 29.06 | 29.08 | 21.12 | 25.06 | 07.08 | 03.10 | 29.12 |
| Фондовый индекс РТС – локальные максимумы / минимумы | 54,5 | 147,4 | 76,2 | 177,7 | 243,9 | 163,0 | 245,5 | 132,1 | 224,9 | 189,4 | 174,2 | 260,0 |
| Отклонения от предыдущего экстремума индекса РТС, % | x | +170 | -48,3 | +133 | +37,3 | -33,2 | +50,6 | -46,2 | +70,7 | -15,8 | -8,0 | +49,3 |

| | 2002 г. | | | 2003 г. | | | 2004 г. | | | 2005 г. | | |
|--|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | 20.05 | 06.08 | 31.12 | 20.10 | 19.11 | 31.12 | 12.04 | 28.07 | 31.12 | 9.03 | 17.05 | 30.12 |
| Фондовый индекс РТС – локальные максимумы / минимумы | 426,9 | 314,0 | 359,0 | 643,3 | 480,7 | 567,0 | 782 | 518 | 614 | 717 | 637,7 | 1126 |
| Отклонения от предыдущего экстремума индекса РТС, % | +64,2 | -26,4 | +14,3 | +79,5 | -25,3 | +18,0 | +37,9 | -33,8 | +18,5 | +16,8 | -11,1 | +76,5 |

| | 2006 г. | | | 2007 г. | | 2008 г. | | | | 2009 г. |
|--|---------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|
| | 6.05 | 13.06 | 29.12 | 30.05 | 12.12 | 08.02 | 19.05 | 24.10 | 31.12 | 02.06 |
| Фондовый индекс РТС – локальные максимумы / минимумы | 1765 | 1234 | 1922 | 1724 | 2360 | 1871 | 2488 | 549,4 | 632 | 1181 |
| Отклонения от предыдущего экстремума индекса РТС, % | +56,7 | -30,1 | +55,8 | -10,3 | +36,9 | -20,7 | +33,0 | -77,1 | +15,0 | +86,9 |



Сверхвысокая волатильность стоимости российских активов - 2

1. Колебания стоимости финансовых активов в России сохранятся - одними из самых высоких в мире
2. Ежегодно – десятки процентов
3. Причины - сохранение спекулятивной модели финансового сектора
 - Низкая (хотя и растущая) монетизация
 - Закрепленный валютный курс
 - Высокая доходность финансовых активов внутри страны
 - Открытый счет капитала (с 2004 г.)
 - Массированные потоки спекулятивных горячих денег нерезидентов
 - Прямые инвестиции – ограниченный характер
 - Взрывное развитие рынка деривативов
 - Зависимость от внешних финансовых рынков
 - «Мыльные пузыри», финансовые инфекции, спекулятивные атаки



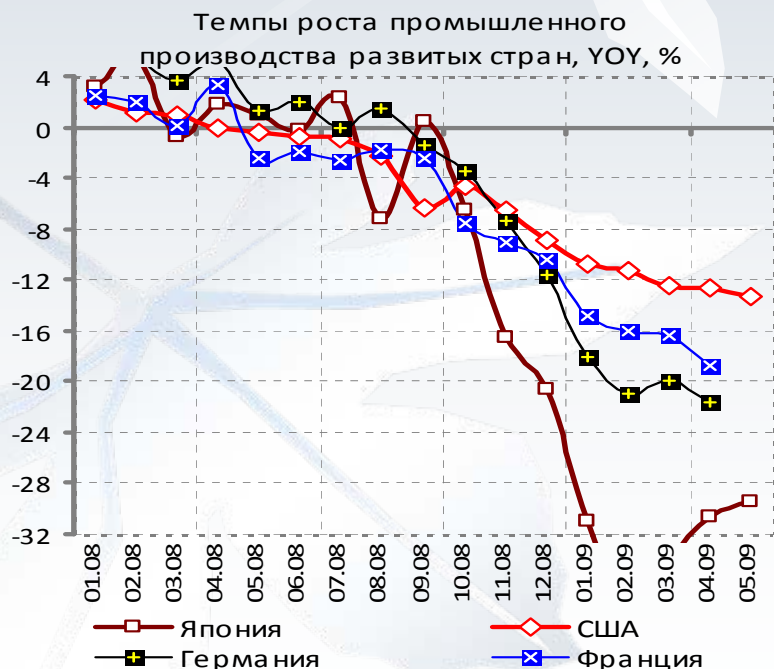
Резюме – макроэкономический прогноз динамики стоимости активов на среднесрочную перспективу

- При сохранении открытой экономики в России и отсутствии глобальных конфликтов, нарушающих эволюцию мировой экономической системы - **долгосрочный (15 – 20 –летний) рост номинальной стоимости финансовых и товарных активов**, вызванный стадией подъема очередного длинного цикла мировой экономики и встроенной инфляцией, при ускоренном росте российских активов (за счет увеличения финансовой глубины экономики РФ и сохранения спекулятивной модели финансового рынка), на фоне сверхвысокой волатильности цен активов и локальных кризисов в России с периодичностью в 5 – 10 лет
- В среднесрочном периоде (до 5 – 7 лет) – сдерживающее влияние на рост активов со стороны доллара США как резервной валюты (его циклическое укрепление при значимом давлении, оказываемом им на стоимость других товарных и финансовых активов).



Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 г.) - 1

1. Мировая экономика пока находится в зоне падения
2. Промышленное производство в мире находится в отрицательной зоне (кроме Индии и Китая)
3. Состояние «больного» - стабильно тяжелое (хотя интенсивная терапия закончена)





Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 гг.) - 2

1. Впереди – область неопределенности и рисков
2. Все прогнозы – экстраполяция текущей конъюнктуры
3. Признаки восстановления или, наоборот, продолжения падения противоречивы и не создают целостной картины (индексы предпринимательской активности, данные о розничных продажах, транспортных перевозках, строительстве домов и др.)
4. Все оптимистические прогнозы основаны только на экспертных оценках длительности кризисов после 1930-х гг.
5. В ближайшие 200 дней возможны все сценарии, с равными шансами - ухудшение ситуации в мировой экономике, переход ее в «придонный коридор» или возобновление подъема

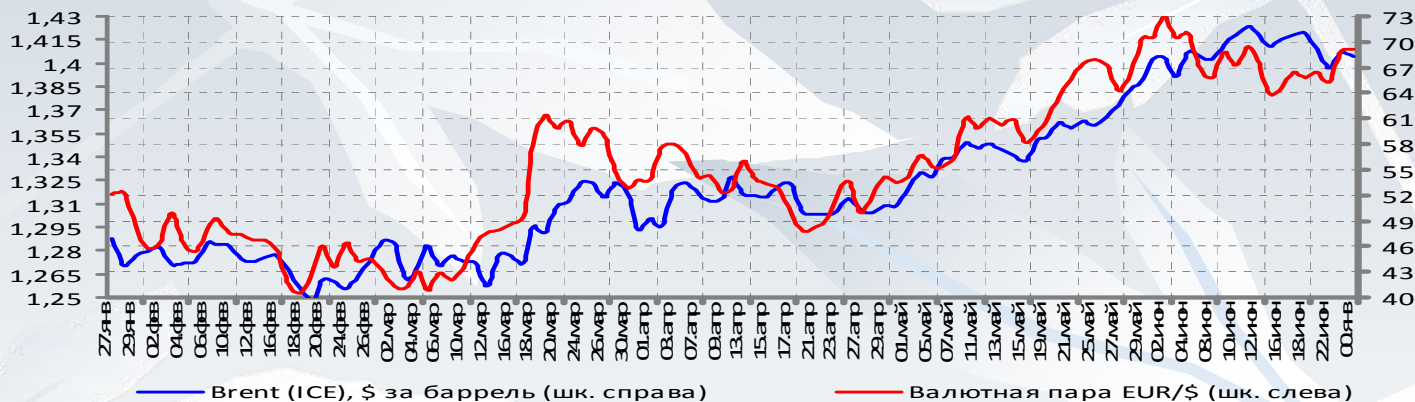


Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 гг.) - 3

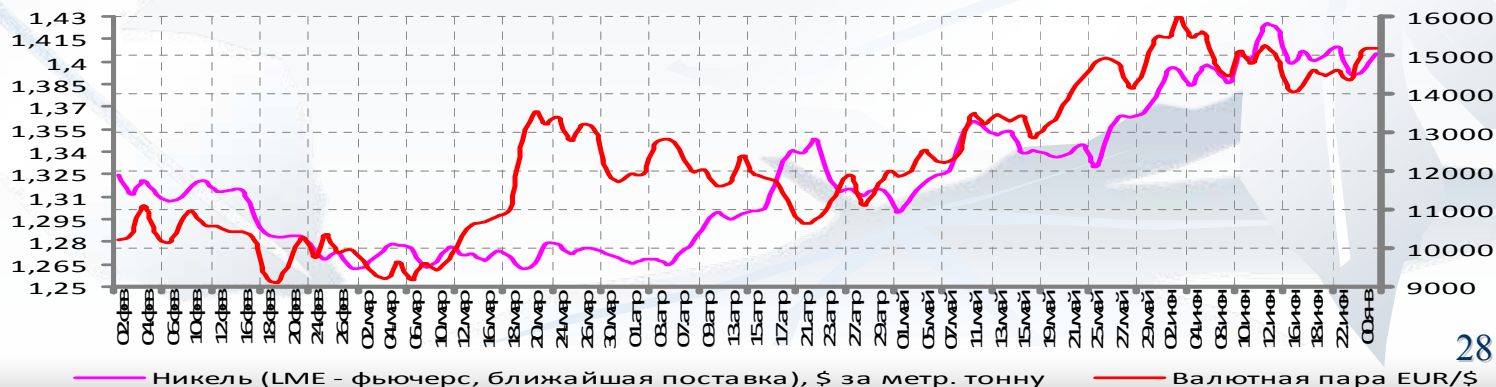
Мировой рост цен на акции, нефть и металлы в феврале - мае 2009 г.

- не признак выздоровления, имеет финансовый характер.
- не основан на подъеме физического спроса
- отражает падение курса доллара США по отношению к корзине валют

Зависимость цены на нефть от курса доллара (2009 гг.)



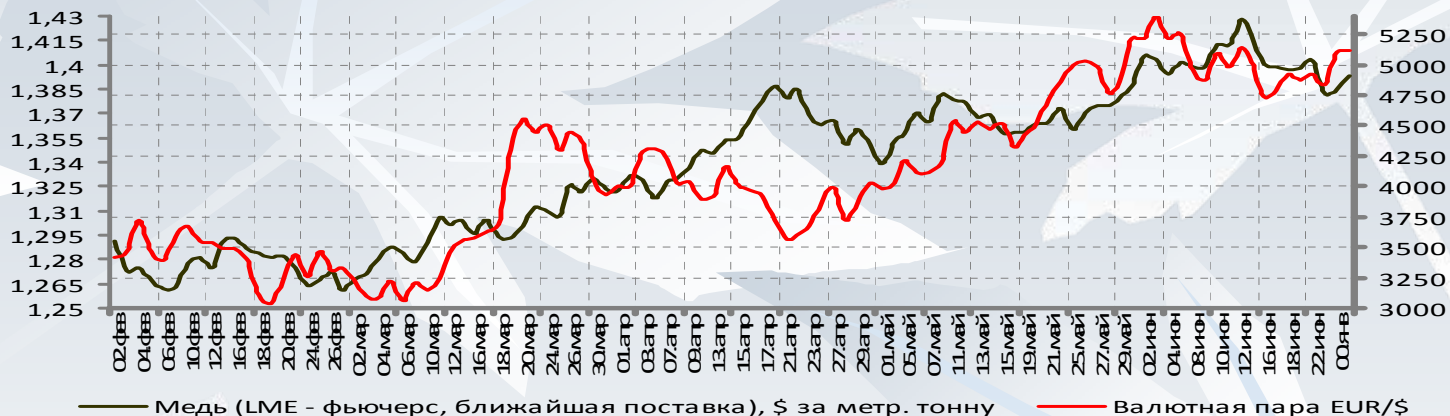
Зависимость цены на никель от курса доллара (2009 гг.)



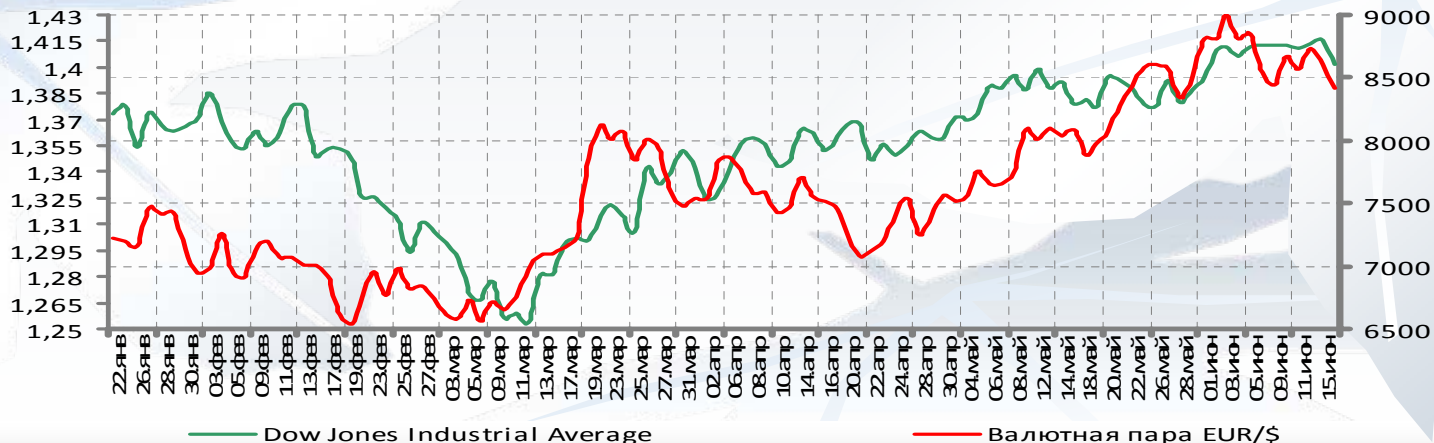
Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 г.) - 4

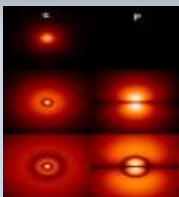


Зависимость цены на медь от курса доллара (2009 г.)

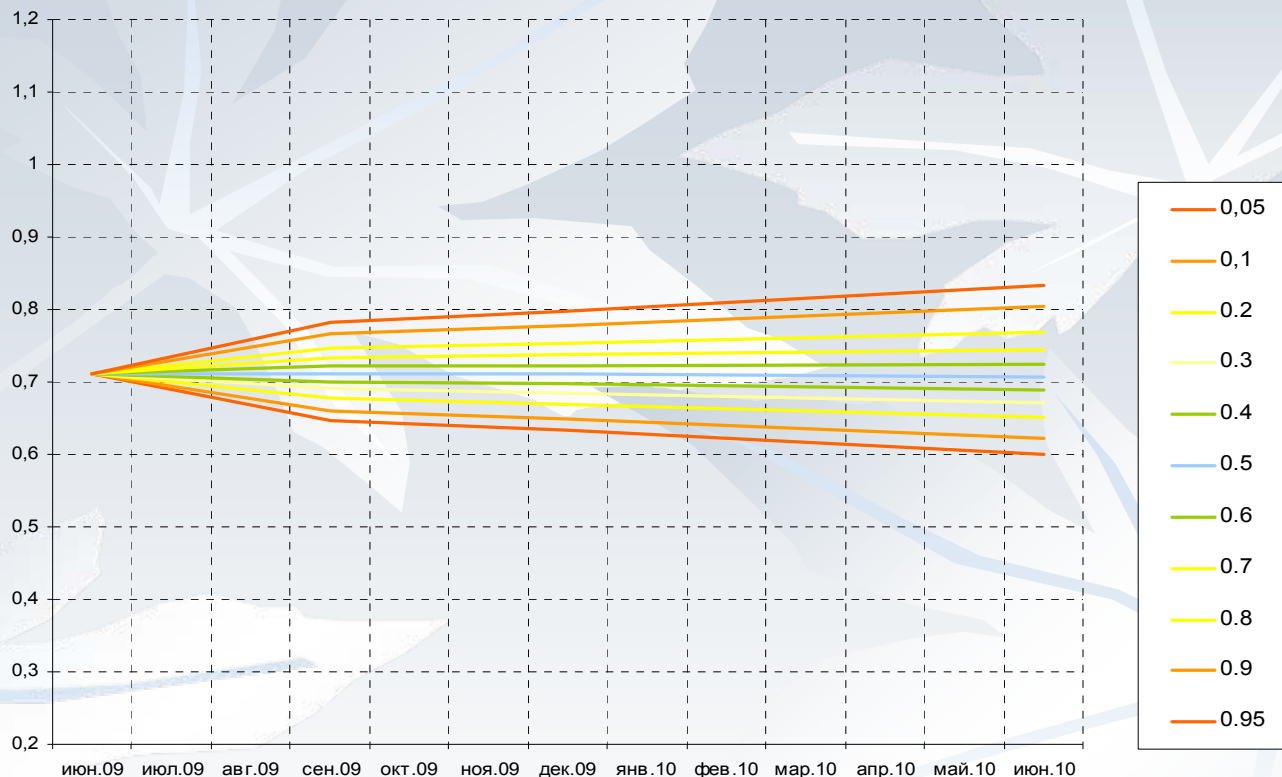


Зависимость цены на акции от курса доллара (2009 г.)





Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 гг.) – 5 Курс доллара США



1. Прогноз на конец 2009 г. (анализ валютных форвардов, 06.2009). Курс доллара к евро
 - коридор 1,25 – 1,58 - 95%-ная вероятность
 - коридор 1,29 - 1,54 - 80%-ная вероятность
 - в среднем доллар несколько укрепится по отношению к евро
2. Прогноз – «качели» до конца 2009 г. Равная вероятность, как роста цен на российский экспорт (в случае ослабления доллара США), так и рисков их падения (в случае усиления)



Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 гг.) – 6

Состояние экономики РФ – ухудшение

Экономическая динамика,
в % к соотв. месяцу предшествующего года*

| | Индекс промышленного производства | Инвестиции в основной капитал | Металлургическое производство | Производство и распределение электроэнергии, газа и воды | Экспорт |
|---------------|-----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--|---------|
| Сентябрь 2008 | +6,3 | +11,8 | +5,9 | +5,8 | +53,8 |
| Октябрь 2008 | +0,6 | +6,9 | +3,4 | +2,6 | +12,4 |
| Ноябрь 2008 | -8,7 | +3,9 | -13,3 | -9,3 | -16,2 |
| Декабрь 2008 | -10,3 | -2,3 | -6,1 | -6,1 | -26,2 |
| Январь 2009 | -16,0 | -15,5 | -30,1 | -7,0 | -48,1 |
| Февраль 2009 | -13,2 | -14,1 | -29,3 | -5,7 | -47,7 |
| Март 2009 | -13,7 | -15,4 | -25,2 | -2,3 | -47,3 |
| Апрель 2009 | -16,9 | -16,2 | -25,9 | -2,6 | -47,0 |
| Май 2009 | -17,1 | -23,1 | -26,3 | -9,5 | -47,1 |

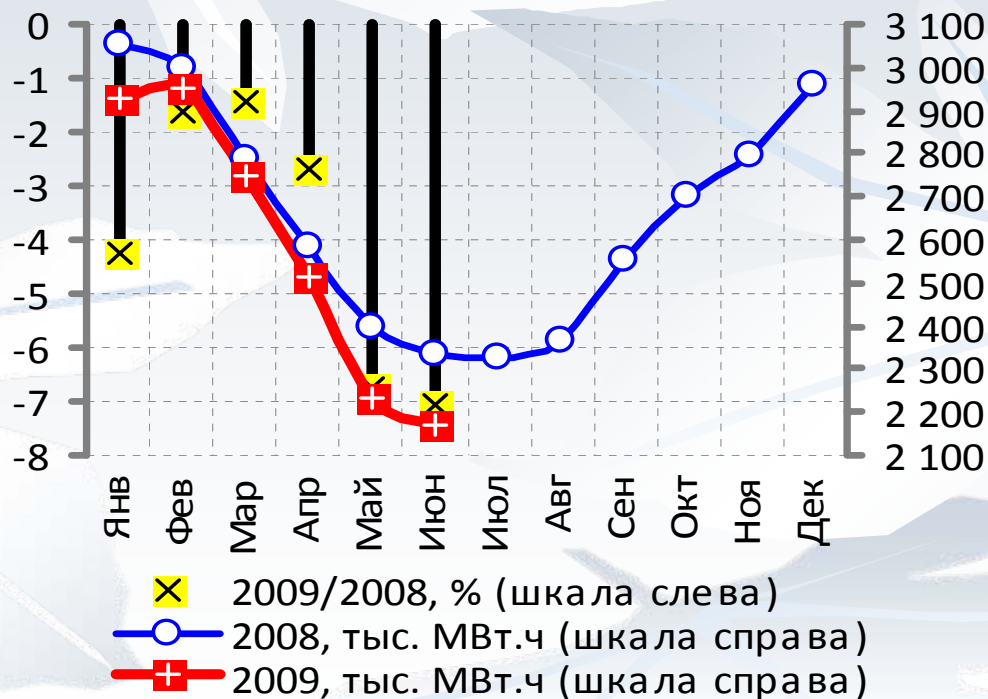
*Росстат



Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 г.) – 7

Состояние экономики РФ – ухудшение

Среднедневное потребление электроэнергии - РФ



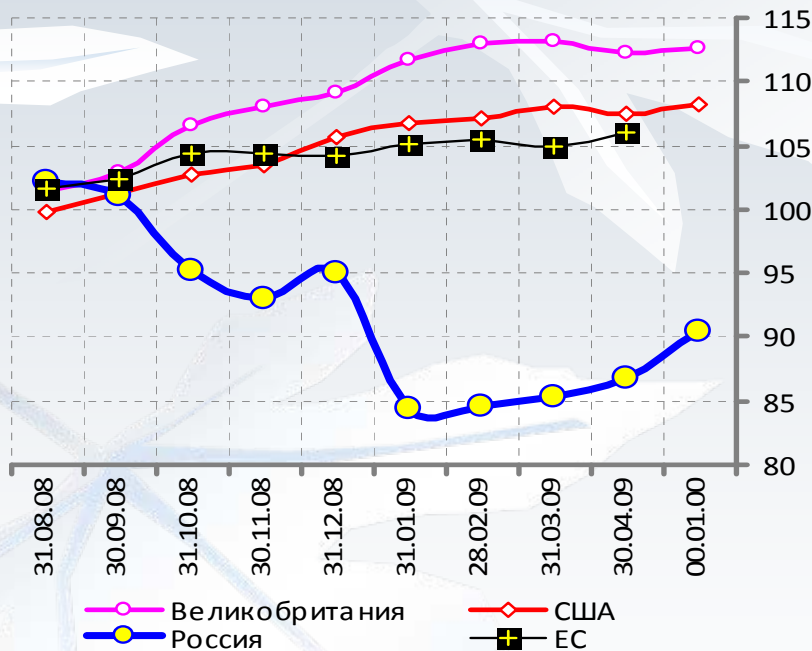
Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 гг.) – 8

Российская экономика не переключается на внутренний спрос и внутреннее потребление

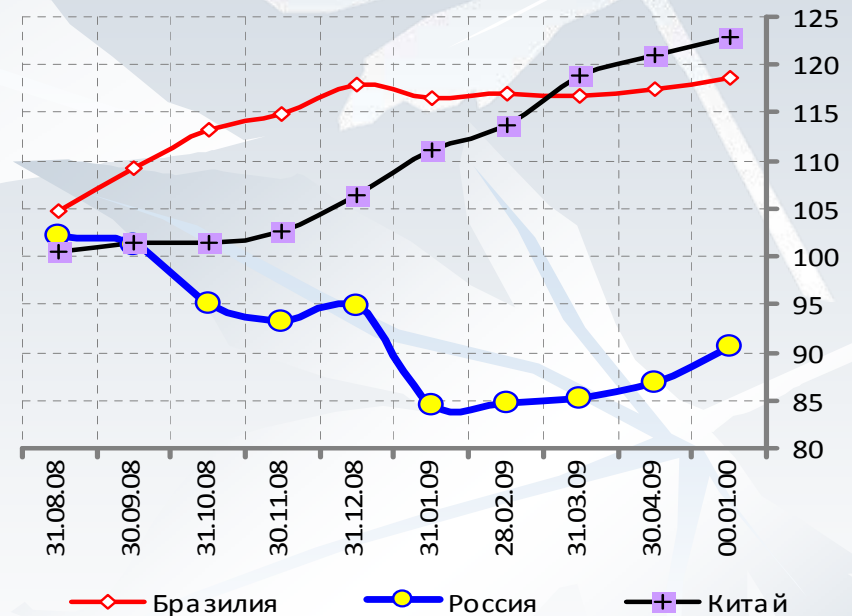
- 1. Антикризисные меры правительства направлены на удержание ситуации (реструктуризация, финансовая поддержка), но не на перевод экономики в режим роста**
- 2. Монетарные меры (девальвация рубля) не имели эффекта роста 1998 г., будучи ограниченны низким спросом на российский экспорт**
- 3. В России нет значимой антикризисной программы общественных работ (резкого роста инвестиций во внутреннюю инфраструктуру), которая бы «раскручивала маховик» внутреннего спроса и потребления. Китай, принявший такую программу, сохраняет высокие темпы роста, несмотря на сокращение спроса на экспорт**
- 4. Финансовая среда крайне неблагоприятна для выздоровления экономики**
- 5. Вместо снижения процента – его увеличение Банком России. Процент и инфляция исключительно высоки – 3-е место в списке из 43 крупнейших стран («Economist»)**
- 6. Величина девальвации национальной валюты – 2-е место в том же списке**
- 7. Одно из самых крупных в мире падений величины золотовалютных резервов**
- 8. Как и осенью 2008 г. из России больше вывоз капитала, чем ввоз (апрель 2009 г.)**

Прогноз «Будущие 200 дней» (июль 2009 – январь 2010 г.) – 8

9. Вместо роста денежной массы (политика центральных банков всего мира) – ее резкое сокращение к предкризисному уровню



Динамика денежной массы M2 США, зоны евро, Великобритании и России



Динамика денежной массы M2 Китая, Индии, Бразилии и России



Резюме – макроэкономический прогноз динамики стоимости активов «Будущие 200 дней»

1. **Будущие 200 дней – высокие риски ухудшения ситуации в России как функции от состояния мировой экономики**
2. **Промышленное производство в отрицательной зоне (минус 10 - 25% к 2008 г.)**
3. **Причины:**
 - продолжение сжатия деловой активности за рубежом
 - неопределенность времени выхода мировой экономики из падения и стагнации
 - как следствие, сохранение ограничительного спроса на российский экспорт и резко сокращенного доступа к внешнему финансированию
 - риски укрепления доллара США и в этой связи падения стоимости нефти, металлов, акций и других товаров, поставляемых Россией на внешние рынки
 - высокая немонетарная инфляция (борьба с ней еще не начиналась)
 - вероятность новых «финансовых инфекций», «мыльных пузырей», спекулятивных атак и связанных с ними рыночных шоков и бегства капитала
4. **Риски российской экономики обостряются тем, что антикризисная политика**
 - бюджетная - преимущественно реструктуризация («латание дыр»)
 - монетарная – на жесткое ограничение деловой активности (ограничение внутреннего денежного спроса и сверхвысокий процент под лозунгами «борьбы с инфляцией и оттока капиталов»)



Резюме – макроэкономический прогноз динамики стоимости активов «Будущие 200 дней»

- 5. Экономика не переходит в режим роста внутреннего спроса, восполняющего дефицит внешнего, и увеличения внутреннего предложения в замещение экспортной составляющей**
- 6. Будущие 200 дней – это экономика, с трудом поддающаяся регулированию, обладающая собственной динамикой и комментируемая вдогонку**
- 7. Ее траектория – марш в неизвестность, без игры на усиление**
- 8. Чтобы сломать эту траекторию, должны быть приведены в действие
 - не только средства медицины катастроф (реструктуризация и бюджетная поддержка)**
 - но и механизмы экономической политики и общественных работ, стимулирующие рост внутреннего спроса и предложения, модернизацию инфраструктуры России, расширение внутренних и прямых иностранных инвестиций, нормализацию денежно-кредитной сферы и ограничение немонетарной инфляции, ослабление налогового пресса****
- 9. Стоимость активов
 - сверхвысокая волатильность, функция от конъюнктуры мировой экономики и динамики курса доллара США**
 - стоимость бизнеса (дополнительные особенности) - при прочих равных коридор со слабым понижением, с осени – спекулятивные аномалии****