

СИНХРОНИЗАЦИЯ ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛОВ: РОССИЯ И БРАЗИЛИЯ¹

Я.М. Миркин, И.В. Добашина

В статье дана количественная характеристика тесных связей между динамикой финансовых рынков России и Бразилии (валютный курс, курсы акций). Демонстрируется синхронность динамик рынков в 1996–2017 гг. (коэффициенты корреляции 0,8–0,95 в валютных курсах рубля и бразильского реала, 0,89–0,92 в фондовых индексах). Указано на параллелизм движения рынков во время кризисов, возможности взаимных финансовых инфекций. Раскрыт причинно-следственный механизм таких связей внутри глобальных финансов. Дан анализ черт сходства экономик и финансовых рынков России и Бразилии, формирующих представления портфельных инвесторов о них как о «схожих» активах в глобальных финансах. Раскрыты аналогии в моделях коллективного поведения населения, в структурировании России и Бразилии как государств «латиноамериканского типа», в идеологии «особого национального пути» и «великодержавности». Представлен механизм действий крупных международных инвесторов, определяющий синхронность финансовых рынков России и Бразилии при формировании портфелей глобальных финансовых активов, схожих по риску, доходности и ликвидности. Дан качественный прогноз динамики финансовых рынков

© Миркин Я.М., Добашина И.В., 2017 г.

Яков Моисеевич Миркин, д.э.н., профессор, заведующий отделом международных рынков капитала, Институт мировой экономики и международных отношений РАН, Москва, yakov.mirkin@gmail.com

Ирина Викторовна Добашина, к.э.н., доцент, Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, irina421@gmail.com

¹ Статья выполнена в ИМЭМО РАН в рамках гранта РНФ 14-28-00097 «Оптимизация российских внешних инвестиционных связей в условиях ухудшения отношений с ЕС».

России и Бразилии на горизонтах до пяти лет как синхронных, обладающих сверхвысокой волатильностью. Формулируется положение о том, что прогноз будущего России можно строить на основе анализа политического, экономического и финансового прошлого Бразилии – с учетом того, что она всегда оставалась рыночной экономикой. Представлены основные параметры анализа черт «сходства» и «различия», позволяющие в дальнейшем возобновлять его в связи с сохранением синхронности или расхождением в будущем в динамике финансовых рынков России и Бразилии.

Ключевые слова: валютный курс, глобальный инвестор, иностранные портфельные инвестиции, развивающиеся рынки, рынок акций, спекулятивный капитал.

JEL: E44, E60, F30.

С конца 1990-х гг. графики курсов акций на биржах России и Бразилии полностью повторяли друг друга изо дня в день. В 1998–2010 гг. страны существовали в глобальных финансах как «единый финансовый актив» (Миркин, 2011, с. 290–292). Из всех рынков мира российский рынок акций был больше всего связан с рынком Бразилии (коэффициент корреляции – более 0,9) и со странами Латинской Америки (с Бразилией – наиболее интенсивно) в целом.

Все тесты показывают, что это синхронное движение рынков продолжилось и в 2010-е гг. в отношении не только акций, но и ключевого финансового актива – национальной валюты.

В чем причины такой высокой синхронности? Одно из рациональных объяснений – глобальные инвесторы рассматривают эти страны (с открытыми счетами капитала) в качестве «близнецов»: со схожими профилями риска, корректируя свои портфели по этим странам «параллельно». Или же, даже если подобие этих стран закончилось с конца 1990-х гг., то существует рыночный обычай, когда управляющие активами закладывают в свои действия «самосбывающийся» прогноз о синхронном движении ключевых активов этих стран.

ПАРАЛЛЕЛИ В ДВИЖЕНИИ РУБЛЯ И БРАЗИЛЬСКОГО РЕАЛА

На рис. 1 наглядно виден близкий параллелизм движения валютных курсов рубля и реала к доллару США. Он имеет долгосрочный характер. Даже на временных рядах, охватывающих более 20 лет (I кв. 1996 г. – I кв. 2017 г.), коэффициент корреляции составляет 0,82, в последние 10 лет (I кв. 2007 г. – I кв. 2017 г.) он была еще выше – 0,95. В период 2015 – I кв. 2017 г., когда Бразилию потрясли политические кризисы, а Россию – экономический и финансовый кризис и внешнеполитические риски, синхронность в движении валютных курсов несколько ослабела, хотя по-прежнему составляла очень значимую величину (коэффициент корреляции был равен 0,74).

СИНХРОНИЗАЦИЯ РЫНКОВ АКЦИЙ

На рис. 2 показан высокий уровень параллелизма в движении курсов на рынках акций России и Бразилии. Двадцать лет поддерживается очень высокий уровень корреляции. В период с сентября 1997 по март 2015 г.

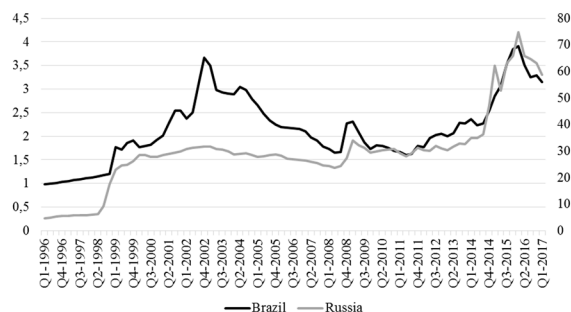


Рис. 1. Связанное движение валютных курсов рубль/доллар и бразильский реал/доллар

Рассчитано по данным IMF International Financial Statistics. Currency Exchange Rates. Monthly Average. I кв. 1996 г. – I кв. 2017 г.

коэффициент корреляции составил 0,889, с июня 2015 по март 2017 г. – 0,914.

ПРИЧИНЫ СВЯЗАННОГО ДВИЖЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Синхронизация финансовых рынков может произойти лишь при соблюдении следующих условий: а) местные рынки являются частью глобальных, высока доля нерезидентов, влияющих на формирование цен финансовых активов; б) страны и их финансовые рынки имеют черты сходства, что дает возможность рассматривать их как «подобные» активы.

Нерезиденты. В Бразилии на биржевом рынке акций BOVESPA доля иностранцев составляет 50%, а на Московской бирже – 49% (июнь 2017 г.). Велико участие нерезидентов и на других сегментах финансового рынка². Соотношение внутренних и внешних (АДР) рынков акций составляет для Бразилии 35:65 (июль 2017 г.), для России – 58:42 (июнь 2017 г.).

² Moscow Exchange. Investor Presentation. 2017, July; Brasil Bolsa Balcão. Investor Relations. Monthly Presentation. 2017. August.

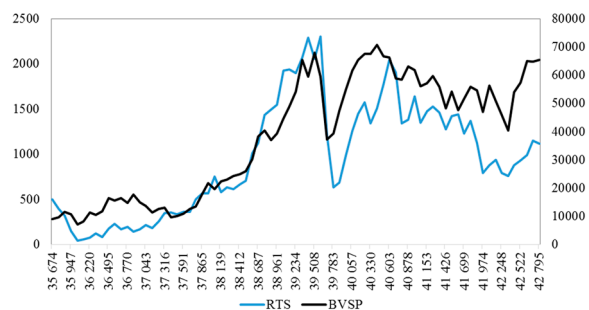


Рис. 2. Синхронная динамика курсов на российском и бразильском рынках акций

Рассчитано на основе данных о состоянии индексов RTS и BOVESPA по состоянию на конец квартала с сентября 1997 г. по март 2017 г.

Сходство рынков: Россия, как Бразилия. Что общего между Россией и Бразилией? Бразилия находится на 9-м месте в мире по номинальному ВВП, Россия – на 12-м (IMF, 2016). В части ВВП по паритету покупательной способности Россия находится на 6-м месте в мире, Бразилия – на 7-м (IMF, 2016). По индексу человеческого развития Россия находится на 49-м месте, Бразилия – на 79-м, а с середины 2000-х гг. страны оказались рядом (UNDP, 2016). Ожидаемая продолжительность жизни в них также сопоставима: Россия – 72 года, Бразилия – 75 лет (WHO, 2016).

Особый путь страны, национальная безопасность как кредо экономики. Эти слоганы, привычные для нашего лексикона, относятся и к «Великой Бразилии» – сверхдержаве по убеждению многих своих граждан, стремящейся к постоянному членству в Совете Безопасности ООН.

Россия – первая по площади страна мира, Бразилия – пятая. Обе страны – «легкие» планеты. Площадь лесов занимает 49 и 56% соответственно³. «Только Сибирь и Сахара могут соперничать с бразильскими просторами, но климат там отвратительный» (Джон Апдайк, «Бразилия»). Россия и Бразилия пока сопоставимы по численности населения (146 млн и 206 млн человек соответственно) (IMF, Росстат)⁴. Обе страны – федерации, президентские республики с влиятельными губернаторами и силовыми структурами, лежат в нескольких часовых поясах. В обеих странах силен патернализм. Как сказал президент Фернанду Кардозу (2002), «бразильцы гордятся своей душой, тропически русской».

Россия и Бразилия – развивающиеся рынки (emerging markets) среднего уровня развития. В России меньше социальное расслоение (коэффициент Джини – 0,42 (2012 г.) против 0,48 у Бразилии (2014 г.) (World Bank)),

³ World Bank Development Indicators, 2009.

⁴ Еще в 1991 г. этот показатель для России составлял 148 млн человек, для Бразилии – 149 млн человек (IMF, World Economic Outlook Database). Абсолютная сопоставимость.

выше конкурентоспособность государства (43-е и 81-е места)⁵, больше экономической свободы (114-е и 140-е места)⁶, но выше уровень коррупции (131-е и 79-е места)⁷. Кредитные рейтинги стран, включающие оценку странового риска, близки (в зоне ВВ). Сопоставимы также финансовые рынки. Годовые обороты биржевых рынков акций у России – 622 млрд долл., у Бразилии – 759 млрд долл. (2016)⁸. И в той, и в другой стране введен режим плавающего курса национальной валюты и открытый счет капитала⁹.

В 2000-е гг. Бразилия, как и Россия, стала экспортно-ориентированной страной (хотя ее текущий счет, в отличие от России, сводился преимущественно с дефицитом в 1,5–3% ВВП Бразилии). И в той, и другой стране высокотехнологичный экспорт подавлен (12–13% «экспорта произведенных товаров»¹⁰).

И в той, и другой стране собственность избыточно сконцентрирована, высока роль одного–трех контролирующих акционеров, процветает экономика «вертикалей», заметно огосударствление бизнеса (в России, по нашей оценке, в 2 раза выше, чем в Бразилии).

Механизм синхронного движения. Две разные экономики на двух разных континентах, но с высокой степенью синхронизации финансовых рынков при открытых счетах капитала (см. рис. 1–2).

Это возможно только в случае, если портфельные инвесторы рассматривают Бра-

⁵ World Economic Forum. Global Competitiveness Index 2016–2017 rankings.

⁶ Wall Street Journal. Heritage Foundation. 2017. Index of Economic Freedom.

⁷ Transparency International. Corruption Perceptions Index, 2016.

⁸ World Federation of Exchanges. WFE Annual Statistics Guide, 2016.

⁹ IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2017. P. 7.

¹⁰ World Bank Development Indicators Database. Manufactured goods – sections 5 through 8 of the Standard International Trade Classification (SITC).

зилию и Россию как страны – субституты на международных рынках. Особенно хорошо это видно в моменты кризисов. В 1997–1998 гг. коэффициент корреляции был выше 0,95. Август 1998 г. немедленно вызвал ликвидацию портфельных инвестиций на рынке Бразилии и превращение их в доллары. Масштабное бегство капитала привело к острому кризису (крах рынка акций, девальвация национальной валюты, обесценение бразильских облигаций – вслед за российскими, падение золотовалютных резервов). Один из вероятных каналов связи – германские банки, которые вслед за потерями в России закрыли позиции в Бразилии, восстанавливая ликвидность (Baig, Goldfain, 2000).

Более 100 лет Бразилия оставалась рыночной экономикой, пытающейся соединить крупную собственность, социальный протекционизм, полуоткрытое, с сильным влиянием государства хозяйство, ориентацию на Запад и собственные геополитические устремления. В 1930-е гг. Бразилия и Россия одновременно прошли индустриализацию. В 1980-е гг. жизнь Бразилии была подчинена суперпроектам, схожим с советскими (гигантские предприятия, стратегические вооружения, космос и атом, трансконтинентальная транспортная инфраструктура). Пятилетние планы. Экономика Бразилии была огосударствлена (в 1981 г. 50% чистых активов составляли государственные предприятия, 58% кредитного портфеля формировалось банками с государственным участием). Была широко развита функция государственного планирования и контроля производства, цен, финансового оборота (Politics, Policies..., 1984, p. 67). Между Россией и Бразилией – «парадоксальная схожесть» (Мартынов, 2008).

Бразилия – модель для прогноза финансовой жизни России, испытывающей вкус к латиноамериканизации. Военные перевороты 1930 и 1964 гг.; приход к власти левых сил в 1961–1964 и 2002 гг.; чередой президентов, не закончивших своего срока пребывания в

должности; циклическое движение между открытостью и национализмом, авторитарностью и демократией, социалистической идеей и рынком приводили с постоянством к всплескам экономического роста, которые, в свою очередь, сменялись гиперинфляцией, финансовыми кризисами и денежными реформами. В 1967, 1986, 1993, 1994 гг. – деноминации валюты в 1–2,7 тыс. раз. Обремененность внешним долгом на рубеже 2000-х гг. (до 40% ВВП), его выплаты – 30–60 млрд долл. в год, зависимость экономики от цен на экспорт (в 1997–2002 гг. мировые цены на кофе снизились почти в 4 раза, на сахар – в 1,5 раза) и международной финансовой помощи (летом 2002 г. – 30-миллиардный кредит МВФ, предупреждающий крах бразильского, а за ним и мирового финансового рынков).

Однако мы наблюдали бразильское «экономическое чудо» конца 1960-х гг., умноженное на нарушения прав человека. Новое экономическое чудо 2000-х гг. – уже в составе BRIC.

Так что впереди – яркая жизнь, помноженная на природную суровость России к своим сынам и тягу к опасным социальным экспериментам. Активы и деньги российского населения испытают все тяготы «походной» жизни. Сохранение их – большое приключение. Дело повседневной жизни – их защита от эксцессов государства, мифов, ставших экзистенциальными ловушками для России, от растраты их в бесконечной волатильности, неизбежной в деле выхода России – или Бразилии – на новые глобальные рубежи.

А что произойдет дальше? В ближайшие 5–10 лет финансовые рынки этих стран будут колебаться на пару, подчиняясь динамике движения капиталов на формирующихся рынках и слаженной игре нерезидентов. К быстрому росту будут обязательно добавлены один-два новых кризиса (колебания мировых цен, политические риски, экономические неудачи властей, финансовые инфекции).

Список литературы

- Мартынов Б.Ф. Бразилия – гигант в глобализирующемся мире. М.: Наука: Институт Латинской Америки РАН, 2008.
- Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус: Geleos, 2011.
- Миркин Я. Рубль решает все // Российская газета. Федеральный выпуск. 2016. № 7163 (295). 27 дек. С. 4.
- Baig T., Goldfain I. The Russian default and the contagion to Brazil. Working Paper WP/00/160. Washington: International Monetary Fund, 2000. October.
- Brazil. Financial System Stability Assessment. Washington: International Monetary Fund, 2012. June 20.
- Holland M. Exchange rate volatility and the fear of floating in Brazil. São Paulo: Vargas Foundation São Paulo School of Economics, 2005.
- Politics, Policies & Economic Development in Latin America. Ed. by R. Wesson. Stanford: Hoover Institution Press, Stanford University, 1984.

Рукопись поступила в редакцию 22.09.2017 г.

SYNCHRONIZATION OF CAPITAL MOVEMENT: RUSSIA & BRAZIL

Y.M. Mirkin, I.V. Dobashina

Mirkin Yakov M., Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Moscow, Russia, yakov.mirkin@gmail.com
Dobashina Irina V., Financial University under the Russian Federation Government, Moscow, Russia, irina421@gmail.com

This article gives a quantitative characteristic of the close ties between the dynamics of the Russian and Brazilian

financial markets (in consideration to exchange ratio and stock prices). The synchronism of the dynamics of the markets in 1996–2017 is demonstrated (correlation coefficients are 0.8–0.95 in the exchange rates of the ruble and the Brazilian real, 0.89–0.92 in the stock indices). Particular emphasis is made on the parallelism of the movement of markets during crises, the possibility of mutual financial infections. We elaborate on the cause-and-effect mechanism of these types of links in the global finance. Moreover, we provide the analysis of the similarities between the Brazilian and Russian financial markets and economies that cause them to be perceived them as “close” assets by portfolio investors in global finance. Analogies are revealed in the models of collective behavior of the population, in structuring Russia and Brazil as “Latin American type” states, in the ideology of a “special national path” and “great power”. The mechanism of decisions and actions of large international investors is presented, it determines the synchronism of the financial markets of Russia and Brazil in the formation of portfolios of global financial assets, similar in risk, profitability and liquidity. The qualitative forecast of the dynamics of the financial markets of Russia and Brazil on horizons of up to 5 years as synchronous, possessing ultrahigh volatility is given. We formulate the provision that the forecast of the future of Russia to be built on the analysis of the political, economic and financial past of Brazil, given that it has always remained a market economy. The main parameters of the analysis of the features of “similarity” and “difference” are presented, which allow us to resume it in future because of the persistence of synchronism or discrepancies in the future in the dynamics of financial markets in Russia and Brazil.

Keywords: emerging markets, exchange rate, foreign portfolio investment, global investor, stock market, speculative capital.

JEL: E44, E60, F30.

References

- Baig T., Goldfain I. (2000). The Russian Default and the Contagion to Brazil. Working Paper WP/00/160. Washington: International Monetary Fund, October.
- Brazil (2012). Financial System Stability Assessment. Washington, International Monetary Fund. June 20.

-
- Holland M. (2005). Exchange rate volatility and the fear of floating in Brazil. São Paulo, Vargas Foundation São Paulo School of Economics.
- Martynov B.F. (2008). Braziliya – gigant v globaliziruyushchemsya mire. Moscow, Nauka, Institute of Latin America RAS (in Russian).
- Mirkin Ya. (2016). Rubl' reshaet vse. *Rossiyskaya gazeta*. Federal Issue, no. 7163 (295), Dec. 27, p. 4 (in Russian).
- Mirkin Ya.M. (2011). Finansovoe budushchee Rossii: ehkstreumy, bumy, sistemnye riski. Moscow, KNORUS, Geleos (in Russian).
- Politics, Policies (1984). Politics, Policies & Economic Development in Latin America. Ed. by Robert Wesson. Stanford, Hoover Institution Press, Stanford University.

Manuscript received 22.09.2017

ИДЕНТИФИКАЦИЯ КРИТИЧЕСКИХ ОБЪЕКТОВ ЦЕПЕЙ ПОСТАВОК ДЛЯ СНИЖЕНИЯ УРОВНЯ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ЭКОЛОГИЧЕСКОГО РИСКА¹

А.С. Птускин, Е.В. Левнер

Передовые направления развития цепей поставок базируются на принципах экологической ответственности, акцентирующих внимание исследователей, участников и пользователей цепей поставок на вопросах защиты природы, охраны экологических систем и организации природоохранных мероприятий для устойчивого развития. В данной статье рассматривается проблема определения наиболее важных источников стратегических экологических рисков в цепях поставок. Оптимальные природопользование и ресурсопотребление позволяют уменьшить экономические потери и эколого-экономический ущерб, причиняемый окружающей среде, уменьшить количество отходов и потребность в ресурсах для промышленного использования. Решение стратегических экологически ориентированных задач управления цепями поставок, в том числе посредством разработки соответствующих математических и экономико-математических моделей, учитывающих экологические аспекты организации движения материалопотоков в

© Птускин А.С., Левнер Е.В., 2017 г.

Птускин Александр Соломонович, д.э.н., профессор Московского государственного технического университета им. Н.Э. Баумана (Калужский филиал), Калуга, aptuskin@mail.ru

Левнер Евгений Вениаминович, доктор философии, профессор Холонского технологического института, Иерусалим, Израиль, levner@hit.ac.il

¹ Работа выполнена при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований и Правительства Калужской области (проект № 16-12-40002а(р)).