

*М. ЕРШОВ,
доктор экономических наук,
старший вице-президент Росбанка*

КАК ОБЕСПЕЧИТЬ СТАБИЛЬНОЕ РАЗВИТИЕ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ?*

Во второй половине 2007 г. начала нарастать неустойчивость на мировых финансовых рынках, возникло напряжение в банковской сфере, специалисты все чаще стали говорить о возможности замедления темпов роста мировой экономики. Поскольку указанные процессы развиваются в условиях глобализации, когда события даже на периферийных рынках могут серьезно подорвать общую стабильность в мире, для нейтрализации последствий негативных тенденций в таких важнейших секторах экономики развитых стран, как фондовый рынок и банки, потребовались скоординированные действия их денежных властей.

Напомним, что в последние годы мировым финансовым рынкам в целом была свойственна определенная настороженность: они не полностью успокоились после кризисных событий конца 1990-х годов. Эти настроения поддерживались геополитическими факторами (Ближний и Средний Восток и др.) и рядом экономических причин: усилились глобальные дисбалансы, проявившиеся в неравномерности роста и возникновении новых центров конкуренции (БРИК и др.), что обострило борьбу за рынки сбыта и источники финансирования. Подтверждением общих настроений неопределенности служит и устойчивый рост цены золота — актива, в который уходят инвесторы в условиях повышенного риска: его цена за последние три года удвоилась. Более шаткой стала позиция доллара, курс которого продолжает снижаться.

В подобной ситуации любые негативные тенденции или новости могут нарушить финансовую стабильность, особенно на таких чувствительных рынках, как фондовый. Он уже приобрел отчетливые черты глобального рынка, когда динамика основных индексов в разных странах часто практически совпадает. При этом глобальный характер фондовых рынков является сильной стороной мировой экономики лишь в условиях стабильного развития. Когда же и в мире, и в отдельных странах возникают экономические проблемы, то преимущества открытости в плане эффективного размещения ресурсов оборачиваются

* В данной статье выражено личное мнение автора.

своей противоположностью — масштабными перетоками «горячих» денег, падением котировок, усилением нестабильности.

На нынешнем этапе мирового развития резко возросла роль финансовых рынков в экономике, объем которых значительно превышает объемы ВВП (так, в США доля рынка акций, долговых и производных инструментов и др. составляет не менее 400% ВВП.) По сути, возникла ситуация, когда финансовый рынок, будучи производным, вторичным относительно экономики, оказывает на нее решающее воздействие. Более того, на нынешнем этапе он часто в состоянии даже больше влиять на экономику, чем она — на финансовый рынок (как уже не раз бывало и в мире, и в России). На самом фондовом рынке при этом нередко отмечались еще более противоречивые взаимозависимости. Так, если вспомнить период перегрева акций «новой экономики» начала 2000-х годов в США, то можно выделить следующую «связку»: мировая экономика в большой мере зависит от состояния американской экономики, та в свою очередь — от американского фондового рынка, а последний в значительной степени определяется котировками 10–15 компаний, большинство из которых — компании «новой экономики», чье место на рынке представлялось многим небесспорным. (Потом, отметим, и произошла масштабная коррекция, когда индекс Nasdaq обесценился более чем на 60%.)

Котировки российских акций тоже существенно снижались, продемонстрировав, что даже внешне благополучные фундаментальные показатели (рост экономики, снижение инфляции) в наших условиях не играют ключевой роли. Это поставило на повестку дня вопросы о том, каковы основы нашего фондового рынка, как сделать его менее спекулятивным и, наконец, каковы возможные стабилизирующие меры в случае кризиса.

Вследствие того что процессы на российском рынке акций в значительной степени определяются действиями иностранных участников, выводящих свои ресурсы с российского рынка (это лишь напоминает о том, что любой приток ресурсов может смениться их оттоком, причем причины смены настроений инвесторов могут лежать далеко за пределами объекта инвестиций), требуется анализ возможностей уменьшения внешних рисков в целом. Более того, нужно оценить, насколько наши экономические механизмы и подходы в принципе готовы к кризисному развитию событий на рынке в условиях дерегулирования и глобальной интеграции.

Поскольку фондовый рынок все больше становится объектом инвестирования со стороны населения и его динамика приобретает, таким образом, не только экономическую, но и социальную составляющую, указанные проблемы нуждаются в тщательном анализе. Именно поэтому тенденции на фондовом рынке начинают привлекать внимание руководства страны и повышается актуальность вопросов, связанных с разработкой стабилизирующих механизмов. Какими рычагами поддержки рынка мы сегодня реально располагаем и что делают в случае кризисного падения котировок на развитых фондовых рынках?

В мире также оценивают риски глобальных «пузырей» в условиях возрастающей международной интеграции. Еще в первой половине 2007 г. инвесторы столкнулись с падениями на фондовых рынках из-за роста напряжения на американском рынке ипотечных кредитов «пониженного качества» и негативных новостей с азиатских рынков. Некоторое время спустя бывший председатель ФРС А. Гринспен заявил о перегреве китайского фондового рынка, что вновь отразилось на мировых и российских

индексах. Наконец, нередко вспоминают 20-летний «юбилей» обвала на американском фондовом рынке в октябре 1987 г. и приближающийся 10-летний «юбилей» кризисных событий 1998 г. В связи с этим все чаще возникает вопрос: насколько антикризисный потенциал мировой финансовой системы адекватен новому масштабу глобальных вызовов? Возможно ли формирование альтернативных точек опоры и новых источников роста в противовес возможным кризисным тенденциям?

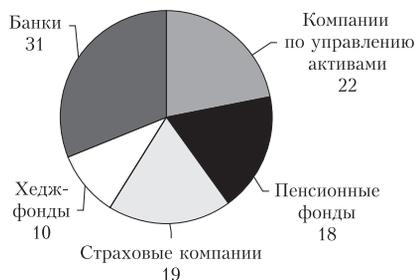
События на ипотечном рынке США

Ситуация стала еще более напряженной, когда в ведущей экономике мира — американской — помимо давно сформировавшегося двойного дефицита (платежного баланса и бюджета) начали резко обостряться проблемы на кредитном рынке.

Напомним, что снижение процентных ставок и облегчение условий кредитования в ряде стран и в первую очередь в США привели к быстрому росту ипотечной задолженности американских домашних хозяйств. Ее общий объем вырос за последние пять лет более чем на 60% и достиг к апрелю 2007 г. почти 10 трлн долл. (75% ВВП). При этом выпуск ценных бумаг, обеспеченных долгами более низкого качества (sub-prime debt), рос опережающими темпами (их доля в общем объеме ипотечных бумаг выросла с 6% в 2001 г. до почти 15% в 2006 г., а общая сумма в начале 2007 г. превысила 800 млрд долл.). Данные бумаги и явились источником нестабильности.

Первоначально снижение требований к заемщикам не представлялось большой проблемой, так как значительная часть выдаваемых кредитов гарантировалась на федеральном уровне, но начиная с 2004 г. объемы гарантий резко сократились. Кроме того, развитие производных инструментов и участие в покупке ипотечных бумаг со стороны иностранных инвесторов позволяло максимально рассредоточить риск дефолта между различными инвесторами внутри самих США и за рубежом (см. рис. 1). При этом, однако, стало нелегко оценить реальный объем риска за счет многократного использования первичных и производных бумаг. Трудно определить также и фактическую концентрацию риска из-за большого количества промежуточных участников между эмитентом и конечным держателем бумаг.

Структура держателей ипотечных облигаций (в %)



Источник: IMF, 2007.

Рис. 1

Ситуация осложнялась и тем, что кредиты часто выдавались с учетом ожидаемого роста цен на недвижимость в будущем, поэтому средства предоставлялись «на опережение» и их объемы стали отрываться от фактической стоимости залога. Если бы прогнозы роста оправдались и стоимость жилья выросла в соответствии с ожиданиями, то объем залогов пришел бы в соответствие с объемом выданных кредитов, что позволило бы рефинансировать долг, причем даже переводя его в отдельных случаях в более высокую категорию, по которой можно получать дешевое рефинансирование. В ожидании удешевления ресурсов кредиты также часто брались по плавающим ставкам. Но когда процентные ставки стали повышаться, а стоимость жилья, наоборот, снижаться,

возникла проблема с погашением взятых кредитов. Одновременно встала задача не допустить, чтобы секторальные проблемы переросли в общеэкономические, а затем перекинулись и на другие страны.

Антикризисные шаги в глобальной среде

Именно поэтому, во-первых, центральные банки США, еврозоны, Японии, Австралии, Швейцарии, чтобы предотвратить кредитный кризис и сдержать рост ставок, добавили на рынок почти 400 млрд долл. ликвидности. О своей готовности предоставить необходимую ликвидность на рынок заявили и центральные банки Южной Кореи, Филиппин, Индонезии.

Во-вторых, вскоре после принятия указанных мер ФРС США сначала снизила учетную (дисконтную ставку), по которой коммерческие банки могут получать средства в ФРС при рефинансировании. При этом его условия были значительно смягчены: средства стали предоставляться на срок до 30 дней с правом пролонгации, а перечень бумаг, принимаемых в залог, существенно расширен (в него были включены и некоторые бумаги по ипотечным кредитам, что позволило снизить риски для их держателей). Важно также, что раньше, как правило, сразу же снижалась ставка по федеральным средствам (*federal funds rate*), выступающая индикатором общеэкономического характера, который показывает цену «коротких» средств на финансовом рынке. В данной же ситуации на первом этапе использовался технический инструмент «локального» характера, позволяющий именно банкам получать необходимые средства под залог. В результате на основе полученных объемов залогов можно было приблизительно оценить масштабы проблемы; кроме того, предпринималась попытка успокоить рынки, подавая сигнал участникам о том, что речь идет хотя и об острой, но отраслевой проблеме, которая пока не стала общеэкономической.

Лишь затем, когда ситуация еще больше ухудшилась, ФРС была вынуждена снизить и учетную ставку, и ставку по федеральным средствам (сентябрь 2007 г.). Это на время поддержало рынки, однако очевидно, что для решения проблемы в целом требуется более длительное время.

Президент Буш предложил 31 августа 2007 г. программу мер, облегчающих положение заемщиков и предусматривающих налоговые послабления, упрощение государственной системы гарантий ипотечных кредитов и др. В октябре Казначейство США выступило с активной поддержкой шагов ряда ведущих банков (Citigroup, JP Morgan Chase, Bank of America) по формированию пула ресурсов (по оценкам, до 100 млрд долл.) для поддержки ряда структурированных инвестиционных инструментов (в первую очередь некоторых «неблагополучных» ипотечных бумаг), когда банки будут фактически выступать в качестве «покупателя последней инстанции».

Все это говорит как о масштабе проблемы, так и о принципах ее решения, когда в условиях глобальных рисков *необходимы скоординированные действия участников рынка и властных структур, предполагающие использование максимально широкого набора административных, регулирующих и рыночных мер для стабилизации положения.*

Меры, предотвращающие обвал фондового рынка и экономики, были уже не раз апробированы в прошлом и в случае формирования финансового «пузыря» в общем виде сводятся к двум основным подходам. Первый предполагает меры, тормозящие рост цен на активы, — повышение процентных ставок, введение регулирующих мер. Второй подход опирается на более радикальные решения: «пузырю» дают возможность лопнуть, а затем используется весь арсенал средств по стабилизации положения: на рынок вбрасывается ликвидность, снижаются процентные ставки и т. д. Аналогичные действия предпринимаются и при непредсказуемом падении котировок акций. Фондовые кризисы последних десятилетий, как правило, разрешались на основе второго подхода.

Октябрь 1987 г.

«Центральные банки играют решающую роль, реагируя на резкие финансовые потрясения», — сказал А. Гринспен на слушаниях в Конгрессе США в феврале 1988 г., подчеркивая основополагающую роль регуляторов в кризисные моменты.

Когда за один день — 19 октября 1987 г. — индекс S&P упал на 20%, ФРС мгновенно приняла меры по нормализации положения: была снижена ставка рефинансирования, что вызвало снижение других ставок и удешевление финансовых ресурсов. Одновременно была добавлена ликвидность в финансовую систему через операции на открытом рынке, либерализована система торговли казначейскими облигациями, увеличились часы работы торговой системы. Коммерческим банкам были предоставлены ресурсы для кредитования других участников финансового рынка. Чтобы успокоить рынок, уже на следующий день ФРС заявила: «Федеральный Резерв, в соответствии со своими обязанностями центрального банка Нации (Nation's central bank), подтверждает готовность служить источником ликвидности для поддержки экономической и финансовой системы». Работа велась и на персональном уровне: старшие сотрудники ФРС контактировали с руководством ведущих американских банков, координируя предоставление кредитов клиринговым домам и иным участникам. В результате этих и иных мер ситуация была вскоре поставлена под контроль.

Осень 1998 г.

Чтобы стабилизировать рынки после кризисов в странах Юго-Восточной Азии и России только в сентябре—ноябре ФРС три раза снижала ставку по федеральным средствам, а также дисконтную ставку. Для снятия напряжения в финансовую систему была добавлена необходимая ликвидность через покупку ценных бумаг.

Сентябрь 2001 г.

Сила шока от событий 11 сентября, а также специфика экономики, ставшей уже глобальной и предполагающей качественно иной уровень рисков, означали необходимость и принципиально иных подходов, которые до этого в таком объеме не использовались. Многие страны синхронно снизили процентные ставки: США, еврозона, Великобритания, Швейцария, Канада, Швеция, Япония и др. При этом в самих США ставка снижалась за короткое время несколько раз.

Кроме того, для стабилизации курса доллара ФРС и ряд центральных банков достигли соглашения об ограничениях по операциям с долларами в первые дни работы рынков после 11 сентября. Одновременно была предоставлена дополнительная ликвидность рынку для предотвращения паники по всем возможным каналам. Так, ФРС открыла «линии своп» ряду центральных банков (ЕЦБ, Великобритании, Канады) на сумму около 100 млрд долл., предусматривавшие обмен их национальных валют на доллары. Еще около 300 млрд долл. было добавлено в финансовую систему через покупку ФРС и ЕЦБ различных финансовых активов.

Важнейшую роль сыграли механизмы рефинансирования, объемы которого были резко расширены. Только 12 сентября объем ресурсов, полученных коммерческими банками у ФРС через «дисконтное окно», превысил средние показатели обычных дней более чем в 200 (!) раз.

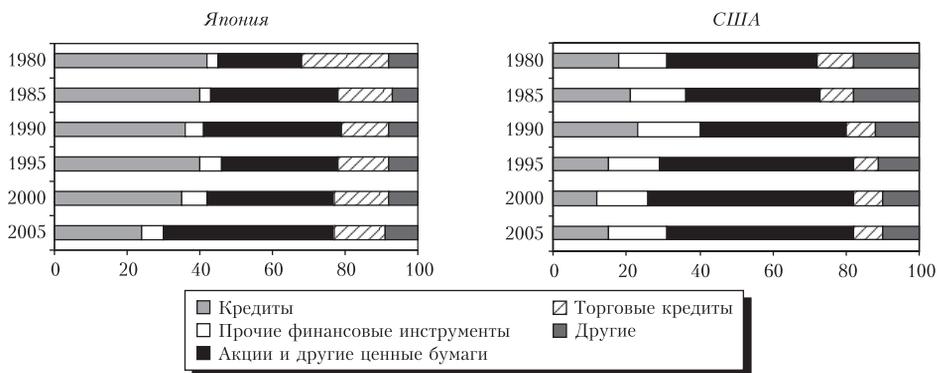
Для приостановления падения курсов акций был использован и совсем нетрадиционный шаг, явно не относящийся к рыночным методам регулирования: были введены «добровольные» ограничения по «коротким» операциям со стороны самих участников рынка (хедж-фондов и др.) — мера, к которой основной регулятор — американская Комиссия по ценным бумагам и биржам отнеслась одобрительно. Напомним, что «короткие» операции (то есть принятие обязательств на продажу бумаги, часто при ее фактическом отсутствии у продавца, и покупка ее затем на рынке по более низкой цене для выполнения этих обязательств) являются одним из основополагающих элементов финансовых спекуляций и всего финансового рынка (их эффект мультиплицируется при использовании дополнительных средств — заемного «плеча»). При игре на понижение подобные операции увеличивают глубину падения рынка.

Отметим, что вовлеченность многих государств в межстрановые регулирующие процессы свидетельствует о том, что нынешний масштаб проблем столь серьезен, что для их решения часто необходимы совместные усилия на основе использования широкого спектра мер.

Растущая роль акций

Масштабы и волатильность рынка акций всегда делали его потенциальным источником кризисов. Данная проблема стала особенно серьезной по мере увеличения значимости этого рынка как источника финансирования (см. рис. 2).

Источники средств частных нефинансовых организаций в Японии и США (в %)



Источники: Bank of Japan; FRS [за соответствующие периоды].

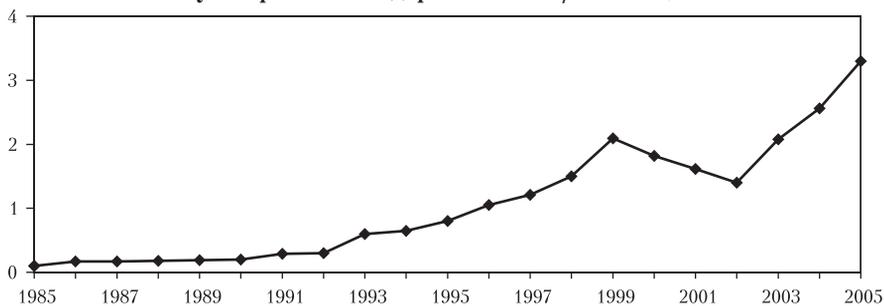
Рис. 2

Непредсказуемость рынка акций еще больше усилилась с повышением роли на нем внешних инвесторов. В числе тех, кто начал максимально быстро наращивать свои портфели акций в других странах в 1990—2000-е годы, были и американские участники (см. рис. 3).

При инвестировании за рубежом в инвестиционных портфелях наиболее значительно увеличилась именно доля акций (см. рис. 4).

На российском рынке акций нерезиденты играют традиционно большую роль. Причем в преддверии кризиса 1998 г. она была доминирующей, что влияло на рынок в целом и в конечном счете

**Динамика объема зарубежных акций
у американских держателей (трлн долл.)***

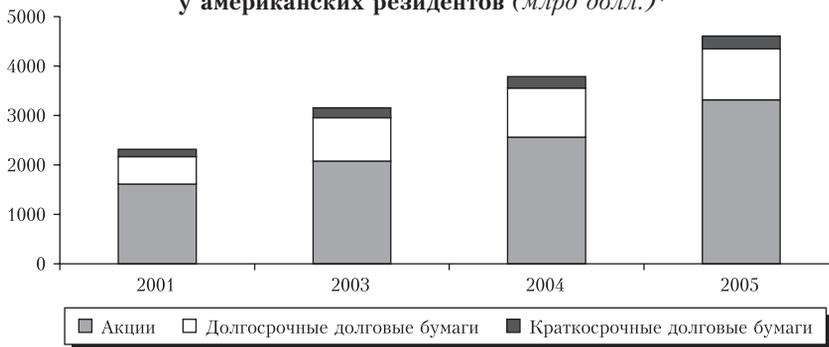


* По состоянию на конец года.

Источники: The Performance of International Equity Portfolios // NBER Working Paper 12346. June 2006; Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities as of December 2005 / U.S. Department of Treasury, FRS of New York, Board of Governors of the FRS, December 2006.

Рис. 3

**Структура зарубежных ценных бумаг
у американских резидентов (млрд долл.)***



* По состоянию на конец года.

Источники: построено по данным Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities as of December 2005.

Рис. 4

привело к его обвалу (когда иностранные инвесторы стали быстро и в крупных масштабах продавать российские бумаги и переводить средства за рубеж).

По некоторым оценкам, в преддверии кризиса 1998 г. около 90% несвязанных пакетов акций (то есть акций, реально обращающихся на рынке) принадлежало нерезидентам¹. При этом, с учетом незначительного объема финансовых ресурсов на рынке, даже используя относительно небольшие средства, игроки могли существенно воздействовать на изменения котировок. Так, потратив суммы в пределах 20 млн долл., можно было на десятки процентов обрушить котировки любого эмитента². Причем, когда объем торгов на рынке в условиях кризиса резко сжался, речь шла уже о значительно меньших суммах, которые могли повлиять не только на котировки одного эмитента, но и на весь рынок. Отметим, что на таком важном сегменте

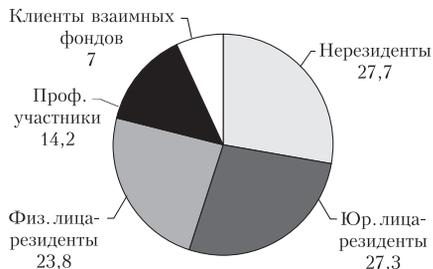
¹ Эксперт. 1998. 13 июля.

² Компания. 1998. 21 июля. С. 16.

финансового рынка, как ГКО, из его общего объема, несколько превышавшего 60 млрд долл., более 20 млрд долл. приходилось на нерезидентов³.

В настоящее время российский фондовый рынок становится более зрелым и роль национальных участников возрастает (см. рис. 5). Доля нерезидентов формально составляет около 30%. Однако необходимо учитывать, что иностранное участие осуществляется и через российских держателей (в том числе банки-резиденты с иностранным участием) и других российских участников, которые могут выступать в качестве номинальных держателей, представляющих интересы нерезидентов⁴.

**Структура участников
рынка акций на ММВБ
в I кв. 2007 г. (в %)**



Источник: ММВБ.

Рис. 5

В результате, по мнению экспертов, доля нерезидентов на российском рынке акций может составлять в настоящее время не менее 40%. Очевидно, иностранные участники часто ориентируются не только на состояние российского рынка, но и на глобальную инвестиционную стратегию материнских банков. При этом последние принимают решения по структуре портфеля, руководствуясь ситуацией на мировых рынках в целом, и любые события в развитых или развивающихся странах (даже не являющихся непосредственными объектами инвестирования) могут существенно повлиять на объемы инвестиций, способствуя переводу средств в активы, считающиеся более надежными.

Так, в период лета—осени 2007 г. отмечалось определенное ухудшение ликвидности для глобальных инвесторов, фонды которых попали в сложное положение из-за рассмотренных тенденций на рынке ипотеки и других причин. В таких условиях иностранные инвесторы на российском рынке продают часть своих российских активов, причем делают это постепенно (чтобы не обвалить рынок и избежать потерь от падения акций). Сами продажи, как правило, осуществляются в момент локального подъема котировок, что нарушает его общую динамику и не позволяет росту приобрести более устойчивый характер.

С точки зрения стабилизации положения на финансовом (фондовом) рынке ситуация для самих российских участников осложняется еще и тем, что они во все большей мере начинают зависеть от внешних источников финансовых ресурсов.

³ Подробнее см.: *Ершов М. В.* Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика, 2000; *Ершов М. В.* Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005.

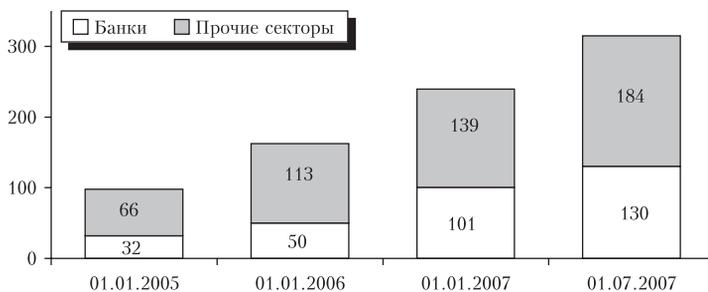
⁴ С другой стороны, следует также учитывать тот факт, что российские финансовые ресурсы, выведенные ранее за рубеж, могут возвращаться в страну, формально имея статус нерезидентских.

Риски внешнего финансирования внутренних процессов (или о некоторых прогнозах)

Еще в 2005 г. нами отмечалась настораживающая тенденция быстрого роста внешней задолженности российских компаний и банков. Подчеркивалось, что в результате «российский финансовый сектор, в первую очередь банки, не только сталкивается с возрастающими глобальными экономическими рисками, но и в целом оказывается в крайне сложном положении, поскольку отсутствуют адекватные внутренние механизмы, которые могли бы компенсировать такие перекосы»⁵.

Приток ликвидности извне, хотя и является одним из способов удовлетворения внутреннего спроса на ресурсы, порождает вместе с тем комплекс долговых и иных проблем: необходимость обслуживания долга, возможные изменения ценовых условий, риски быстрого оттока средств (если речь идет о «коротких» ресурсах) и т. д. Более того, позднее мы указывали на другую очевидную закономерность: «Растущая экономика нуждается в дополнительных финансовых ресурсах. Если таковые отсутствуют на внутреннем рынке и не формируются внутри страны, то становится необходимым их привлечение из-за рубежа»⁶. Как следствие, наши компании вынуждены обращаться к внешнему финансированию (см. рис. 6).

Корпоративный внешний долг РФ
(млрд долл. США)



Источник: данные ЦБ РФ.

Рис. 6

Пока имелись возможности привлечения внешних ресурсов, проблем с ликвидностью в стране в целом не возникало. Но как только этот канал сузился (к лету—осени 2007 г.), российская финансовая система стала испытывать серьезное напряжение. В итоге начали формироваться предпосылки торможения экономического роста.

Здесь возникает еще один принципиальный вопрос. Почему экономика вынуждена обращаться за внешними ресурсами? Они там действительно более объемны, предоставляются на длительные сроки,

⁵ Ершов М., Zubov В. Возможности и риски финансовой интеграции // Вопросы экономики. 2005. № 12. С. 5—6.

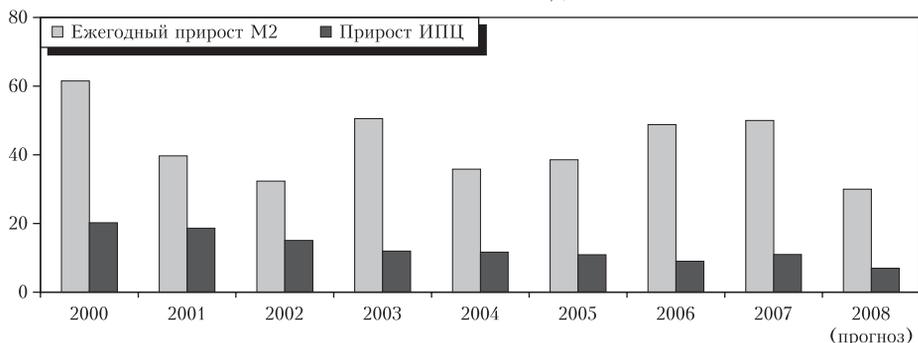
⁶ Ершов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12. С. 25.

а цена их часто низка. Но, может быть, следует приступить к реальному созданию таких же условий на внутреннем рынке, особенно если у экономики есть потребность в финансовых ресурсах? Тогда, возможно, выведение ресурсов из нее (даже в целях стерилизации) — не самая оправданная в складывающейся ситуации мера, тем более что потом мы вынуждены привлекать их по более высокой цене извне?

Заметим, что привлекаемые деньги ничуть не менее инфляционны, чем внутренние, но потенциал экономики пока позволяет их абсорбировать практически с минимальными инфляционными последствиями. Так, если в 2001—2006 гг. денежная масса M2 увеличилась более чем на 600%, то цены выросли за тот же период чуть больше чем на 100%. Причем расхождения в динамике этих показателей стали отмечаться задолго до использования мощных «стерилизаторов» (Стабфонда и др.), масштабная роль которых проявилась лишь в последние два года (см. рис. 7—8).

Ранее, как представляется, имела большое значение высокая доля суррогатов, бартера и неплатежей в экономике. Их вытеснение «живы-

Ежегодный прирост денежной массы M2 и ИЦП, 2000—2008 гг. (в %)



Источники: построено по данным Росстата, ЦБ РФ, «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год».

Рис. 7

Абсорбирование банковской ликвидности (трлн руб.)



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 8

ми» деньгами позволило монетизировать экономику без сопутствующих инфляционных последствий.

На наличие таких антиинфляционных возможностей роста ликвидности мы указывали еще в конце 1990-х годов, подчеркивая, что «российская экономика уже демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безынфляционной основе... Немонетизированные операции, осуществляемые в экономике, могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики»⁷.

Аналогично пока еще недостаточно системную роль играет снижение скорости обращения денег (как один из факторов, который мог бы объяснить расхождения в динамике роста цен и денежной массы), поскольку его влияние стало ощущаться лишь в последнее время. Более того, нужно в целом помнить об условности этого показателя в 1990-е годы, когда также давались оценки скорости денежного обращения одновременно с наличием в экономике неплатежей и бартера.

Возвращаясь к проблеме внешнего финансирования, укажем, что в результате ухудшается инвестиционная позиция российских компаний и банков и, как следствие, увеличиваются отрицательные значения инвестиционной позиции страны в целом (несмотря на погашение обязательств по государственному внешнему долгу; см. табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Чистая международная инвестиционная позиция (млрд долл.)

	Чистая позиция на:		
	01.01.2005 г.	01.01.2006 г.	01.01.2007 г.
РФ	-26,4	-48,6	-63,2
Государственный сектор	107,1	178,6	327,7
Нефинансовые предприятия	-122,2	-206,4	-332,4
Банковский сектор	-11,3	-20,8	-58,5

Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ.

В данной связи нами ранее подчеркивались соответствующие риски, которые уже начинают проявляться. Отмечалось, в частности: «Следует иметь в виду возможность изменения мировой финансовой конъюнктуры, что может привести к удорожанию финансовых ресурсов... При получении новых кредитов их условия могут существенно отличаться от нынешних, что при ухудшении ситуации поставит заемщиков в трудное положение»⁸.

Действительно, кризис ипотеки в США привел к обострению проблемы глобальной ликвидности и к ужесточению условий предоставления кредитов и росту их стоимости. Если в начале лета стоимость однодневных межбанковских кредитов варьировала от 3,8% по евро до 5,4 — по доллару и 5,6% — по английскому фунту, то к осени, даже несмотря на принятые центральными банками меры, эти ставки составили

⁷ Еришов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. С. 317–318.

⁸ Еришов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски. С. 30.

соответственно 4,4%, 5,7 и 6,2%. Затем, после существенного снижения ставок со стороны центральных банков, ситуация стабилизировалась, но в целом условия получения ресурсов ужесточились. Как следствие, выросли ставки на внутреннем российском рынке (см. рис. 9). Более того, в сентябре—октябре 2007 г. ряд банков в принципе сократил предоставление корпоративных кредитов и начал вести переговоры с клиентами о досрочном погашении долгов.



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 9

В результате Банк России, чтобы не допустить кризиса ликвидности на рынке, был вынужден интенсивно использовать инструменты рефинансирования. Объемы выделяемых средств иногда составляли 100—150 млрд руб. в день. Был также расширен перечень бумаг, принимаемых при рефинансировании (необходимость чего нами подчеркивалась ранее)⁹. Кроме того, были снижены нормы резервирования в целях высвобождения ликвидности в банках. Эта мера также может увеличить ликвидность в экономике в целом через рост мультипликатора, что способствует расширению денежной массы.

Очевидно, рефинансирование (о котором мы будем говорить ниже) при всей своей важности решает проблему лишь в краткосрочном плане: те ресурсы, которые в экономику приходят, затем, по истечении срока операции, из нее изымаются. В этой связи крайне актуальны как вопросы системного формирования ликвидности в целом, так и задачи создания диверсифицированных возможностей привлечения ресурсов, которые обеспечивали бы экономике необходимые точки опоры.

Однако до недавнего времени внешняя сфера, как источник финансовых ресурсов, играла всевозрастающую роль. Так, отечественный банковский сектор не может усилить свои позиции в кредитовании экономики (при росте абсолютных значений). В настоящее время соотношение кредитов российскому нефинансовому сектору, предоставляемых национальными и иностранными банками, уже составляет примерно 65 к 35. При этом, если принимать во внимание внешние источники

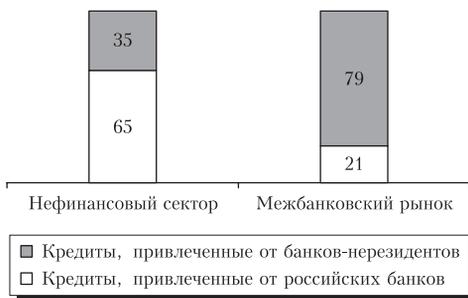
⁹ Ершов М. Указ. соч. С. 35.

финансирования у самих российских банков (данный показатель к 1 июля 2007 г. превысил 130 млрд долл.), то соотношение внутренних и внешних источников ресурсов для российского реального сектора уже приближается к 50:50.

Аналогично на межбанковском рынке доля кредитов, привлеченных от банков-нерезидентов, в общем объеме межбанковских кредитов возросла примерно с 70% в начале 2005 г. до почти 80% — к середине 2007 г. (см. рис. 10).

Опора на внешние ресурсы на различных сегментах финансового рынка в значительной степени определяется денежно-кредитными подходами, предусматривающими создание денежных ресурсов (денежного предложения) в экономике лишь на основе валютных поступлений. О недостатках и рисках такой политики мы не раз писали на страницах журнала¹⁰. В принятых Центральным банком РФ подходах на 2007 г. данные принципы сохранялись (см. табл. 2)¹¹.

Внутренние и внешние источники финансирования на некоторых сегментах российского рынка
(на 1 июля 2007 г., в %)



Источник: данные ЦБ РФ.

Рис. 10

Т а б л и ц а 2

Оценка показателей денежной программы на 2007 г.
(млрд руб.)*

	01.01.2007 г.	01.01.2008 г. Программа**
Денежная база (узкое определение)	3208	3687
Чистые международные резервы	7998	9574
Чистые внутренние активы	-4789	-5887

* Показатели программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2007 г.

** Вариант 2, представленный в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год», пересчитанный по официальному курсу рубля на начало 2007 г.

Источник: Банк России.

Это, по сути, означает, что прирост финансовых ресурсов в экономике в первую очередь формируется за счет внешней сферы, увеличивая тем самым зависимость внутриэкономических процессов и экономического роста от рисков мировой конъюнктуры. Однако вряд ли можно рассчитывать на успешное вхождение в глобальную экономику, не имея

¹⁰ См., например: Еришов М. Об актуальных экономических задачах // Вопросы экономики. 2004. № 12.

¹¹ В то же время с 2010 г. планируется увеличение роли внутренних факторов в формировании денежной базы.

реальных финансовых основ, которые обеспечивают прочные позиции национальной экономики и национального бизнеса.

Денежно-кредитные механизмы, и в частности механизмы рефинансирования, должны играть важнейшую роль как в плане минимизации возможных кризисов ликвидности, так и с точки зрения укрепления экономики в целом. При этом меры денежно-кредитной политики необходимо осуществлять в тесной увязке с подходами на других сегментах финансового (в том числе фондового) рынка. Более того, с точки зрения задач развития фондового рынка денежно-кредитные механизмы важны и как инструмент стабилизации и поддержки рынка, и как инструмент его диверсификации.

О рефинансировании

Напомним о резком (до 200 раз за один день в США) увеличении объемов рефинансирования и удешевлении ресурсов — мерах, к которым в чрезвычайном порядке прибегли ведущие центральные банки для поддержки своих финансовых систем в сентябре 2001 г. В условиях глобальной открытости и конкуренции надо четко представлять, могут ли российская финансовая система и банки рассчитывать на столь же мгновенную и масштабную реакцию со стороны своих денежных властей, чтобы погасить кризис в финансовой сфере, если таковой произойдет. Действия ЦБ РФ летом—осенью 2007 г. подтверждают возможность его быстрой реакции, но таких примеров пока немного.

Аналогичные вопросы возникают и в связи со *ставкой рефинансирования*. Речь идет даже не о том, что в России она продолжает выполнять чисто фискальные функции, следуя за рынком, а не формируя его. Здесь ограничимся лишь констатацией того факта, что ставка рефинансирования пока не может использоваться как мощный инструмент экономической политики (хотя для экономики это было бы крайне важно) в отличие, например, от США, где в целях стимулирования экономики эта ставка только в начале 2000-х годов снижалась 13 раз, достигнув 1%; в результате и экономика, и *фондовые рынки* возобновили рост. Будем надеяться, что к повышению роли ставок рано или поздно придет и российская экономика вследствие изменения экономической ситуации и модификации денежно-кредитного регулирования.

Обратим, однако, внимание на то, что в приведенном примере ставка рефинансирования сохранялась на уровне *ниже темпов инфляции*, и для рынка в течение некоторого времени ресурсы были доступны по такой цене. Похожие по своей идеологической направленности подходы давно используются американскими регуляторами.

В 1960-е — начале 2000-х годов в США при использовании одного из инструментов рефинансирования — *adjustment credit* — ставки устанавливались на уровне ниже рыночных. При соблюдении определенных условий участники рынка в случае необходимости могли получать ресурсы по более низкой цене, чем на рынке (причем происходило это как в благополучные годы, так и в периоды высокой инфляции). В 2002 г. применение таких подходов в силу ряда причин прекратилось. Но самая мощная банковская и финансовая система мира имела возможность пользоваться столь серьезными инструментами поддержки в течение почти *40 лет!*

Практика показала, что такие вполне конкретные прикладные рычаги особенно важны при экономической открытости. Для успешного функционирования экономики в условиях глобальной конкуренции все правильные тезисы о «повышении качества работы», «обеспечении конкурентоспособности», «укреплении дисциплины» и т. д. должны подкрепляться реальными механизмами и инструментами экономической политики, аналогичными тем, которыми располагают более сильные конкуренты. Если рефинансирование будет оперативным, а ресурсы, когда это требуется (например, для преодоления негативных тенденций), окажутся дешевле, то серьезно расширятся возможности взаимодействия финансового рынка и реального сектора экономики.

По нашим оценкам, в США и Японии объемы рефинансирования в среднем в 40–50 раз превышают российские показатели. При этом даже с поправкой на масштабы банковских систем и ВВП объемы рефинансирования в этих странах все равно примерно в три–пять раз больше, чем в России. Означает ли это, что американские и японские банки менее эффективно управляют ликвидностью? Вряд ли, скорее развитость системы рефинансирования позволяет им более эффективно участвовать в экономических процессах, сохраняя возможность в случае необходимости оперативно получать средства через центральные банки (для справки отметим, что отношение объема кредитов к ВВП в России составляет примерно 30%, тогда как в США и Японии — соответственно 40 и 65%).

Возможности рефинансирования следует ориентировать и на достижение общеэкономических целей, поддержание структурных и региональных приоритетов. Для этого необходимо расширить перечень принимаемых ЦБ бумаг, включив в него бумаги соответствующих отраслей и территорий. Это обеспечит целевое поступление ликвидности в экономику с учетом отраслевых и территориальных задач, а также будет способствовать диверсификации и увеличению емкости самого финансового рынка, повышая его ликвидность и устойчивость в целом.

О банках

В кризисные моменты важно, чтобы у экономики было больше точек опоры. В данном случае банки играют существенную роль, поскольку они служат проводником ликвидности в необходимые сферы, что требуется для снятия напряжения. «История показывает, что падения фондового рынка имеют менее серьезные последствия для экономики, если при этом банковская система затронута незначительно» (А. Гринспен).

С учетом того, что банковская сфера выступает связующим звеном национального хозяйства и кризис банков может сам спровоцировать потрясения и на фондовом рынке, и во всей экономике, многие страны серьезно помогали банкам с целью недопущения полномасштабного кризиса. Размер этой помощи колебался от 4–8% ВВП (США, Финляндия) до 30–50% ВВП (Чили, Япония, Индонезия). В России эта величина равнялась 0,3% ВВП.

При этом в портфелях российских банков доля акций составляет в настоящее время около 4% общего объема инвестиций, тогда как собственно банковские акции в среднем обеспечивают до 15% объема торгов¹². Таким образом, воздействие на фондовый рынок со стороны банков может быть достаточно ощутимым. Поскольку на внешние ресурсы приходится почти 30% всех привлеченных пассивов банковской системы, риск внешней дестабилизации для фондового рынка и для всей экономики тем более значителен (выше мы отмечали, как кризис ликвидности на внешних рынках тормозит устойчивый рост отечественного фондового рынка). Поэтому основные участники финансового рынка должны обладать высокой устойчивостью, адекватной ресурсной базой и опираться на эффективные денежно-кредитные рычаги.

Помимо целевого вмешательства, для недопущения кризиса требуется разумная и взвешенная экономическая политика. Очевидна и необходимость укрепления несущих элементов финансовой сферы. Вновь укажем на важность увеличения капитализации банков, что повышает их устойчивость к внешним шокам. Нужно вовлекать в экономику выведенные из нее финансовые ресурсы, направленно их используя. Активную роль должны играть и монетарные власти, что особенно актуально в российских условиях, когда трансграничный режим движения капиталов либерализован, а сами банки и экономика по-прежнему монетизированы недостаточно.

Какие меры необходимы?

Меры по укреплению финансовых рынков должны рассматриваться в непосредственной взаимосвязи с денежно-кредитными подходами, определяющими основы всей финансовой системы и финансовых рынков страны.

1. Необходима целевая системная политика по управлению денежными ресурсами в экономике. Она должна опираться на широкий набор механизмов и инструментов, обеспечивающих формирование финансовых ресурсов, адекватных задачам экономического роста, а также способствовать переливу средств в необходимые сферы. Важно наличие эффективных инструментов регулирования цены финансовых ресурсов, которая отражала бы реальный спрос на деньги со стороны экономики и участников рынка. Крайне актуальными представляются действенные механизмы антикризисной поддержки.

При этом следует выработать комплексные подходы к проблеме формирования денежного предложения, увязывающие политику ЦБ с задачами бюджетной, промышленной и структурной политики. Национальные денежные власти должны закладывать основы указанных подходов, обеспечивая устойчивое развитие российской экономики и национального бизнеса в условиях высокодинамичной глобальной среды, укрепляя механизмы внутреннего развития и минимизируя внешние риски.

¹² Данные соответственно ЦБ РФ и ММВБ.

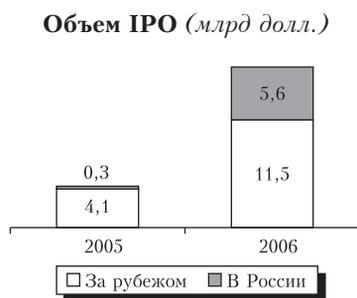
2. Должны играть активную роль ставки и механизмы рефинансирования, которые давали бы возможность ЦБ серьезно влиять не только на кредитный и финансовый рынки, но и на всю экономику (как это происходит в ведущих странах). Для превращения ставки рефинансирования в реально действующий механизм, определяющий ценовые параметры финансового рынка, необходимо, чтобы денежная база формировалась не за счет валютных поступлений (как в настоящее время), а на основе внутренних механизмов и инструментов, в большей степени отражающих национальный спрос на деньги.

Более того, указанные подходы, во-первых, позволят обеспечить создание денежных ресурсов в увязке с задачами структурной политики и, во-вторых, расширят основу для «длинных» ресурсов (как в развитых странах). В результате произойдет необходимая диверсификация и экономики, и финансового рынка, увеличится его ликвидность, возрастет инвестиционный потенциал финансовых ресурсов.

Так, в США и Японии денежная база доллара и иены лишь на 5% формируется на основе золотовалютного компонента, а на 70–90% ее источниками служат государственные бумаги (то есть финансируются бюджетные приоритеты). При этом до 50% указанных объемов представляют собой «длинные» инструменты, по сути, означающие предоставление со стороны ФРС и Банка Японии «длинных» кредитов экономике. При формировании денежной базы используются инструменты и частного сектора, что позволяет направлять определенную долю ресурсов на цели бесперебойного функционирования бизнеса (например, в Японии более 20% денежного предложения создается на основе залогов частного сектора). Вследствие такой первичной монетизации, во-первых, обеспечивается поступление средств на решение приоритетных задач; во-вторых, закладываются основы «длинных» ресурсов в экономике; в-третьих, диверсифицируется набор инструментов на рынке, увеличивается его глубина и, как следствие, повышается устойчивость¹³.

С учетом того, что на рынке большую роль играют нерезиденты, укажем, что для них важна ставка рефинансирования в их странах, откуда они привлекают ресурсы для инвестиций. Поэтому даже если наша ставка и заработает, соответствующий эффект будет ослабляться иностранным участием. В связи с этим возникают вопросы системного характера о необходимости укрепления внутренних основ формирования ликвидности и финансирования экономического роста в стране. Более того, шаги в данном направлении усилят связь между фондовым рынком и экономикой. Важны также и меры по развитию национального компонента фондового рынка, которые начали осуществляться ФСФР некоторое время назад и уже дают некоторые результаты (см. рис. 11).

3. Необходимы диверсификация фондового рынка, превращение его в эффективный инструмент перераспределения ресурсов, его ббль-



Источник: ММВБ.

Рис. 11

¹³ Подробнее см.: Еришов М. Об актуальных экономических задачах. С. 13–14.

шая интеграция в реальную экономику. (Этому также будут способствовать перечисленные выше меры по повышению роли процентных ставок и расширению каналов денежного предложения.)

Пока российский фондовый рынок слабо связан с реальной экономикой и, по сути, формируется семью — восемью крупными, преимущественно сырьевыми, эмитентами, чье положение на фондовом рынке не отражает их роли в экономике. Подобные несоответствия вызывают настораживающие исторические аналогии. Вспомним о перекосах, которые отмечались на фондовом рынке США в начале 2000-х годов, когда он вошел в полосу длительного падения. Тогда общая капитализация американского фондового рынка составляла немногим более 10 трлн долл., причем на 10 компаний «новой экономики» приходилось почти 25%. При этом разрыв между ценами на акции «новых» и «старых» компаний был порой просто огромным. Например, акции такой известной компании, как US Steel, оценивались рынком почти в 200 (!) раз дешевле, чем акции Intel или Microsoft. Очевидно, рано или поздно реальные экономические соотношения и закономерности должны были внести свои коррективы — в итоге только за 2000 год индекс Nasdaq снизился почти на 60%, а в целом падение продолжалось более трех лет.

Еще раз о прогнозах

В этой связи напомним, что еще на подъеме американского рынка — в 1999 г. — и за несколько месяцев до начала падения котировок нами подчеркивалось: «Очевидно, что американский фондовый рынок „перегрет“ и потенциально может произойти существенное падение котировок»¹⁴. Академик Н. А. Симония, являвшийся в то время академиком-секретарем Отделения международных отношений РАН, отметил: «Книга (Ершова. — М. Е.) была подписана в печать в октябре 1999 г. На фоне общего экономического благополучия США, благоприятных показателей экономического роста, низкого уровня безработицы, неуклонного повышения котировок такой вывод мог бы показаться чрезмерно алармистским. Но прошло менее полугода, и к середине апреля обозначилось резкое падение индекса Nasdaq»¹⁵.

Но тогда отечественный фондовый рынок играл в российской экономике относительно небольшую роль. Сейчас же, учитывая и степень открытости нашей экономики, и возросшее значение самого фондового рынка, нужно тщательно оценивать как мировые тенденции, так и возможные стабилизирующие меры на российском рынке. Поскольку глобальные ипотечные проблемы никуда не исчезли, а кризису лишь не дали развиваться, сняв его текущую остроту, вероятно проявление его последствий в будущем — как в плане падения котировок, так и с точки зрения повышенной волатильности рынка в целом. Тем важнее становится роль стабилизирующих механизмов. При этом задачи срочной поддержки рынка, имея в виду дестабилизирующий потенциал его кризисного падения для всей экономики, должны рассматриваться как чрезвычайные меры и решаться даже при наличии возможных ограничений в смежных сферах. Нужно четко определить

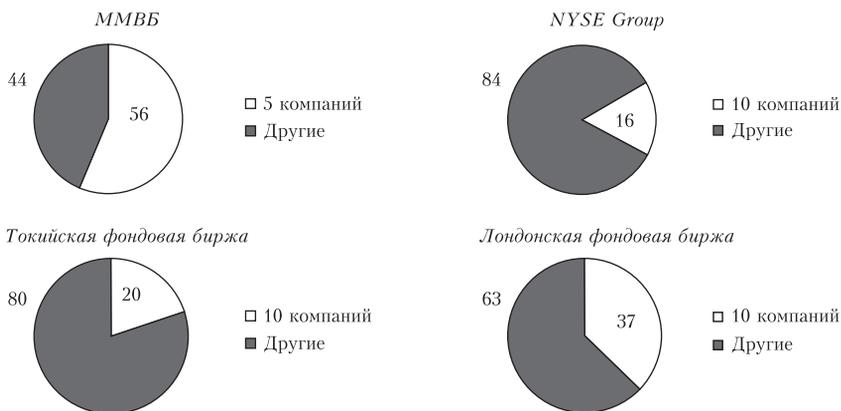
¹⁴ Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. С. 23.

¹⁵ Известия. 2000. 25 апр.

систему приоритетов и линию поведения с учетом новых глобальных правил игры. В конечном счете победителем или проигравшим будет вся экономика, а кризисные явления в новых условиях — особенно в ключевых сферах — требуют быстрых совместных шагов.

Высокая концентрация небольшой группы акций, характерная для нашего рынка, делает его менее устойчивым по сравнению с рынками развитых стран (см. рис. 12).

Доля крупнейших компаний в капитализации, 2006 г. (в %)



Источники: данные ММВБ; Annual Report and Statistics 2006 / The World Federation of Exchanges.

Рис. 12

Более того, роль компаний или отраслей на рынке не соответствует их значению в экономике и их доле в ВВП (см. рис. 13), что актуализирует вопрос о том, насколько эффективен отечественный фондовый рынок с точки зрения обеспечения необходимого перераспределения ресурсов и отражения рыночных тенденций в экономике в целом.

Очевидно, диверсификация инструментов на фондовом рынке должна увеличить число его точек опоры, одновременно расширив возможности перетока средств между инструментами (и секторами). В свою очередь, она должна отражать меры по диверсификации экономики в целом и формированию более сфокусированных подходов в структурной политике.

4. Иностранное участие на фондовом рынке в условиях глобальной экономики неизбежно. Однако важно, чтобы на зрелом сложившемся рынке, во-первых, его основу представляли национальные участники и, во-вторых, ведущую роль играли неспекулятивные ресурсы. Это — сложная многоуровневая задача, которая включает денежно-кредитные, финансовые вопросы, проблемы валютного регулирования и т. д. Но даже сейчас, если приступить к созданию адекватной внутренней базы финансовых ресурсов, формируя стимулы для российских участников к работе внутри страны, перекося в сторону иностранного участия и связанные с этим риски можно постепенно уменьшить. Вообще, если речь идет не о спекулятивном капитале, а о реальных инвесторах,

**Основные отрасли, формирующие российский фондовый рынок,
и их доля в ВВП (в %)**

Структура торговли акциями
на ММВБ по секторам экономики
в 1 кв. 2007 г.



Доля указанных отраслей в ВВП*
в 2006 г.



* По производству.

** При расчете показателя использовались данные отраслей, занимающихся добычей полезных ископаемых, сферы финансовой деятельности, металлургии, производства и распределения газа и воды, то есть по сравнению с представленными оценками на рисунке А охват здесь несколько шире. В результате получены относительно более высокие показатели, чем в случае, если бы мы рассматривали только те сферы, которые оцениваются на рисунке А. Доля последних в ВВП будет, таким образом, фактически ниже, чем указанные 37%, а их отрыв от доли на фондовом рынке — еще значительнее.

Источники: А — построено по данным ММВБ; Б — построено по данным Росстата.

Рис. 13

то, как правило, присутствуют предпочтения своего рынка (явление, получившее название “home bias” — «домашние предпочтения»).

Одновременно следует использовать рычаги, направленные на дестимулирование спекулятивных средств (например, устанавливая налоги при репатриации средств в зависимости от срока их нахождения на рынке), поощряя в то же время приток более «длинных» ресурсов.

Так, в КНР для обеспечения национальной основы фондового рынка и укрепления его неспекулятивного характера были введены различия по категориям акций (к акциям категории А были допущены только резиденты, а иностранные участники допускались только к акциям категории В, которые выпускает лишь небольшое число публичных компаний). Хотя с 2003 г. стал возможен доступ иностранцев к акциям категории А (когда были введены принципы «квалифицированного иностранного институционального инвестора» — qualified foreign institutional investors), эти инвестиции сопряжены с ограничениями по объемам, времени нахождения на рынке и репатриации средств. В частности, компания-инвестор должна иметь стаж не менее пяти лет работы на рынке (для страховых или управляющих компаний) и объем активов в управлении не менее 10 млрд долл. Инвестиционная квота не превышает 300—600 млн долл. для каждого участника. Жестко фиксируются относительные объемы вложений (не более 10% от общего числа акций компании), период нахождения средств в стране (не менее 1—3 лет в зависимости от вида инвестиций) и условия репатриации, которая должна осуществляться долями в течение периода от 4 месяцев до 1 года.

Для уменьшения негативного воздействия на рынок можно регулировать маржинальную торговлю, контролировать применение кредитного «плеча», использовать страховые депозиты и т. д. При этом речь должна идти и о фьючерсных сделках.

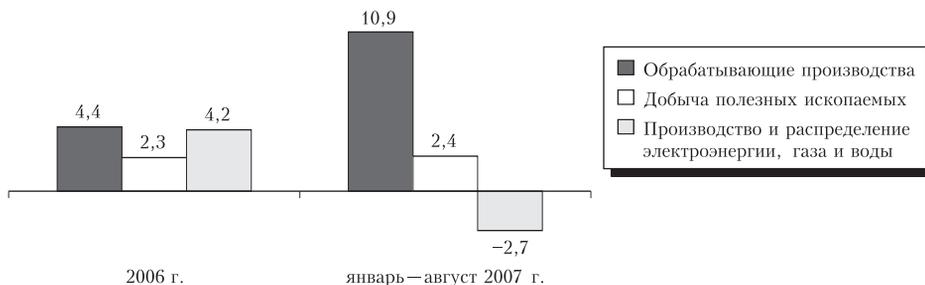
Необходимо помнить, что в развитых государствах используется немало регулирующих мер и по ограничению конкуренции извне, и по поддержке национальных рынков. Более того, в таких вопросах, как регулирование иностранных инвестиций, акценты все больше переносятся на стратегический аспект (так, в состав Комитета по иностранным инвестициям в США входят девять участников, из которых лишь четыре представляют экономические министерства, а остальные — это министр обороны, министр национальной безопасности, генеральный прокурор, директор национальной разведки, государственный секретарь).

5. События 2007 г. свидетельствуют о возможном формировании качественно новых явлений на глобальном фондовом рынке. Если на ранних этапах глобализации, как правило, изменения на фондовых рынках развитых стран (в первую очередь США) сразу же отражались на остальном мире, то некоторые последние примеры позволяют предположить формирование некоторой автономности фондовых рынков. Падение американских акций не всегда отражается, скажем, на азиатских или российском рынках, а массовый вывод средств инвесторов из акций развивающихся стран (например, в конце лета 2007 г.) касался главным образом лишь спекулятивных участников, тогда как стратегические инвесторы, возможно, начали искать рынки-«убежища» для сохранения своих активов и оставили часть ресурсов на рынке. Если названные явления приобретут устойчивый характер, то возможности формирования национальных основ рынка расширятся и станет реальным создание стабилизаторов на базе региональных рынков, уменьшающих риск глобального падения. Аналогичная автономность все чаще прослеживается и в общеэкономических тенденциях. Данный феномен получил название «decoupling» и помимо прочего объясняется возросшим значением факторов внутреннего спроса, диверсификацией национальных экономик и новыми источниками роста.

В этой связи необходимо содействовать тенденциям повышения качества экономического роста в нашей стране, которые стали намечаться в последнее время: во-первых, ускорение развития обрабатывающих отраслей; во-вторых, увеличение вклада внутренних факторов в экономический рост (см. рис. 14).

Ускорился также рост инвестиций в основной капитал (22% за январь—август 2007 г.), а также реальных располагаемых доходов

Прирост отраслей промышленного производства по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (в %)



Источник: данные Росстата.

Рис. 14

населения (более 12% за тот же период), что свидетельствует о повышении роли внутренних факторов. Их доля в структуре ВВП возросла с 85 до 90% в 2005–2007 гг. (при соответствующем снижении доли внешнего фактора — с 15 до 10%)¹⁶.

Важнейшим элементом указанных процессов должно быть увеличение вклада внутренних источников формирования финансовых ресурсов, что ослабит зависимость от мировой конъюнктуры и создаст дополнительные стабилизирующие точки опоры.

6. Позитивную роль должно сыграть и установление более четких экономических ориентиров на самом фондовом рынке. В настоящее время практически отсутствует экономически обоснованная дивидендная политика, связанная с реальными экономическими показателями компании и отражающая инвестиционные риски. Очевидно, в нынешних условиях роста цен на акции с учетом еще не устоявшейся структуры самого рынка при принятии инвестиционных решений дивидендная политика играет незначительную роль. Это делает фондовый рынок еще больше «вещью в себе», а его связь с реальной экономикой и общеэкономическими индикаторами фактически не может быть четко формализована, что лишает инвесторов необходимых ориентиров.

7. Похожая проблема иногда характерна и для всего финансового сектора, когда сугубо формальные оценки могут в целом давать неверные ориентиры. Так, выводы о его «избыточной ликвидности» в реальной жизни контрастируют с событиями наподобие обострения проблем с ликвидностью в банковской сфере осенью 2007 г. (что вынудило ЦБ снизить нормы резервирования). Находящиеся на счетах ресурсы на самом деле часто отражают лишь краткосрочные текущие операции, тогда как в долгосрочном плане речь идет о системной нехватке ликвидности. Именно это и вынуждает участников рынка привлекать масштабные внешние займы, а на самом фондовом рынке сохраняется решающая роль ресурсов нерезидентов. (Причем по степени монетизации экономики, характеризуемой показателем М2/ВВП, Россия по-прежнему отстает от многих стран с переходной экономикой.)

В данной связи необходимость формирования адекватной ресурсной базы и выработки антикризисных мер еще больше повышает значимость механизмов рефинансирования, которые могут обеспечивать и мгновенную, и системную ликвидность. При этом для восстановления стабильности на падающем фондовом рынке важны как быстрота предоставления ресурсов, так и их целевой характер, когда ведущие операторы рынка и системообразующие банки, а также специализированные институты могут прийти на рынок, оказывая ему поддержку (в первую очередь наиболее важным компонентам, обеспечивающим антикризисный характер системы).

Осуществляемые меры по валютной либерализации также должны сопровождаться разработкой механизмов и рычагов «чрезвычайного» характера, которые можно быстро привести в действие при наступлении кризисных событий и нейтрализовать отток «горячих» денег и иные негативные последствия.

¹⁶ См.: Экономика России: Итоги трех кварталов и прогнозы до конца 2007 г. / ЦСА // <http://www.rosbank.ru/ru/analytics/research>.

8. ЦБ должен стать реальным кредитором последней инстанции, от своевременности и правильности действий которого будут зависеть и устойчивость финансовой сферы, и развитие всей экономики. Рынок должен знать, что в крайних обстоятельствах он может опираться на механизмы мгновенного предоставления ликвидности и другие формы антикризисной поддержки (как это было в августе 2007 г., когда быстрая реакция ЦБ РФ на нехватку ликвидности смягчила остроту ситуации).

9. С учетом задач по улучшению качества роста, поддержанию его темпов и диверсификации рынка следует рассмотреть вопрос о расширении функций ЦБ (в ведущих странах помимо контроля валютного курса и цен на центральные банки возлагаются задачи поддержания экономического роста и занятости). Инструменты денежно-кредитной политики должны использоваться также в целях стабилизации положения на фондовом рынке, поскольку глобальные механизмы взаимозависимости финансовых процессов *делают необходимым укрепление единых основ развития всей финансовой системы.*

В данной связи финансовая сфера в целом должна рассматриваться как единый объект регулирования со стороны денежных властей. Нужна тесная координация действий ЦБ с другими регуляторами финансового рынка (Минфином, ФСФР и др.). Если глобальным финансовым рискам будут противопоставлены действия разобщенных регуляторов на отдельных сегментах рынка, то на успех рассчитывать будет сложно. Поэтому важно совместно разрабатывать как стабилизирующие механизмы, так и меры, стимулирующие развитие внутреннего финансового рынка и делающие операции на нем более привлекательными по сравнению с внешними инвестициями. Здесь требуются и более низкие нормы резервирования по внутренним операциям по сравнению с внешними (как в ЕС), и налоговые стимулы, и другие меры.

* * *

Глобальные риски и новые глобальные вызовы ставят на повестку дня вопросы выработки качественно новых подходов к формированию и укреплению финансовых основ развития страны. Финансовая система уже не может рассматриваться как набор секторов, у которых есть свои «локальные» цели развития и автономные принципы регулирования. Необходимы единые принципы и подходы, способствующие укреплению фундамента финансовой системы, ее главных «несущих конструкций», создающих базу развития экономики в целом. Это предполагает многоплановую и скоординированную работу всех регуляторов и участников рынка по формированию важнейших системных механизмов, которые в состоянии нейтрализовать внешнее воздействие глобальных кризисов и обеспечить прочные внутренние основы, необходимые для устойчивого и долгосрочного развития страны.