

Риски чужих денег

Михаил Ершов (Старший вице-президент Росбанка, доктор экономических наук. Статья выражает личное мнение автора)

Россию накрыла волна спекулятивных капиталов из-за рубежа, отлив которой грозит очередной дестабилизацией фондового рынка. Давно пора приступить к строительству национальных финансовой и денежной систем



Иллюстрация: Пётр Филиппов

События, которые происходят в последние месяцы на финансовых рынках как в мире, так и в России, заставляют внимательно следить за процессами, определяющими динамику этих рынков, и оценивать перспективы основных тенденций. Поскольку происходящее связано с повышенной турбулентностью рынков, снижением котировок, увеличением рисков, все чаще ставятся вопросы о стабилизирующих механизмах, которые могли бы сделать ситуацию более устойчивой и прогнозируемой.

Глобальные вызовы

Глобальный характер фондовых рынков является сильной стороной мировой экономики в условиях стабильного развития. Когда же и в мире, и в отдельных странах возникают немалые перекосы, а на рынке сохраняется нервозность, поддерживаемая как неопределенностью геополитического характера (Иран и др.), так и локальными экономическими факторами, то преимущества открытости в плане эффективного размещения ресурсов оборачиваются своей противоположностью — масштабными перетоками «горячих» денег, падением котировок, усилением нестабильности. Только за первую половину 2007 года инвесторы уже столкнулись с падениями на фондовых рынках, возникшими из-за напряжения на американском рынке долгов субстандартного качества (sub-prime debt) и усилившимися негативными новостями с азиатских рынков. Некоторое время спустя бывший председатель ФРС Алан Гринспен высказался о перегреве китайского фондового рынка, что вновь отразилось на мировых и российских индексах. Наконец, все чаще начинают вспоминать приближающийся двадцатилетний «юбилей» обвала на американском фондовом рынке в октябре 1987 года. В связи с этим возникает вопрос, насколько антикризисный потенциал мировой финансовой системы адекватен новому масштабу глобальных вызовов?

Российские акции, несмотря на внешне благополучные макроэкономические данные, не раз входили в полосу длительного (до нескольких недель) снижения котировок (например, в марте и мае 2007 года). Учитывая, что фондовый рынок все больше становится объектом

инвестирования со стороны населения, его динамика приобретает не только экономическую, но и социальную составляющую. Именно поэтому тенденции на фондовом рынке начинают привлекать к себе внимание руководства страны и ставят на повестку дня вопросы о разработке стабилизирующих механизмов.

Есть чему поучиться

Согласно теории в современных экономиках часто отмечаются дисбалансы, но финансовые рынки, перенаправляя ресурсы и капитал в необходимые сферы, позволяют эти перекосы выправлять, и таким образом кризиса в основном удается избежать.

При этом сбои все-таки происходят и в случае формирования финансового пузыря возможны два основных подхода. В самом общем виде первый предполагает меры, тормозящие рост цен на активы — повышение процентных ставок, введение регулирующих мер. Такими методами пользовались, в частности, ФРС США в 1929 году и Банк Японии в 1989 году. В указанных случаях последствия были негативными — это привело к дефляции, а также либо к депрессии (США), либо к стагнации (Япония). Второй подход основывается на более радикальных решениях — пузырю дают возможность лопнуть, а затем используется весь арсенал средств по стабилизации положения — на рынок вбрасывается ликвидность, снижаются процентные ставки и т. д. То же самое происходит и в случае непредсказуемого падения котировок.

Вспомним более подробно, как реагировала ФРС США на шоковые потрясения 1987-го и 2001 годов.

Когда за один день, 19 октября 1987 года, самый представительный американский фондовый индекс S&P 500 упал на 20%, ФРС мгновенно приняла меры по нормализации положения. Была снижена ставка рефинансирования, что вызвало снижение других ставок и удешевление финансовых ресурсов, 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. Для того 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 другим участникам. «Центральные банки играют решающую роль, реагируя на резкие финансовые потрясения», — сказал Гринспен на слушаниях в конгрессе в 1988 году, подчеркивая важность денежно-кредитных рычагов во время кризиса. В результате этих и иных мер ситуация была вскоре взята под контроль.

Сразу же после событий 11 сентября 2001 года наблюдатели были удивлены, тем, сколько стран и с какой синхронностью (иногда — в несколько часов), как это было, например, с ФРС и ЕЦБ, снизили процентные ставки — США, еврозона, Великобритания, Швейцария, Канада, Швеция, Япония, Дания и др. При этом сами США снижали ставку за короткое время несколько раз.

Более 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 снятия паники. Так, ФРС открыла «линии своп» ряду центральных банков (ЕЦБ, Великобритании, Канаде) на сумму около 100 млрд долларов, предусматривавшие обмен национальных валют на доллары. Еще около 300 млрд долларов было добавлено в финансовую систему через покупку ФРС и ЕЦБ различных финансовых активов. Главная задача состояла в том, чтобы не допустить кризиса ликвидности и остановить панику.

Важнейшую роль сыграли механизмы рефинансирования, объемы которых были резко расширены. Только за 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 была использована и совсем нетрадиционная мера, явно не относящаяся к рыночным методам регулирования — сами участники рынка (хедж-фонды и др.) добровольно ввели самоограничения по коротким операциям. Американский фондовый регулятор — Комиссия по ценным бумагам и биржам (Security Exchange Commission, SEC) поощрила данную инициативу. Напомним, что короткие операции (т. е. принятие обязательств на продажу бумаги часто при ее фактическом отсутствии у продавца и покупку 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 этом в условиях игры на понижение эти операции носят дестабилизирующий характер, все дальше толкая рынок вниз.

Пассивная ставка

Ставка рефинансирования в России продолжает играть чисто фискальную роль и лишь идет вслед за рынком, вместо того чтобы его формировать. Так как доминирующую роль на российском фондовом рынке играют нерезиденты, то для них важна ставка рефинансирования в материнских странах, откуда они привлекают ресурсы для инвестиций. Поэтому даже если наша ставка и заработает, то эффект будет размываться иностранным участием. Это тем более ощутимо, когда внутренние механизмы формирования ликвидности развиты недостаточно и все большую роль начинают играть внешние источники финансирования, на которые опирается российский бизнес, чей внешний долг постоянно растет (см. [■ график](#)).



В связи с этим возникают принципиальные задачи системного характера по усилению внутренних основ формирования ликвидности и финансирования экономического роста в стране. ФСФР некоторое время назад приступила к реализации мер по развитию национального компонента фондового рынка, однако эти усилия недостаточны. И хотя иностранное участие неизбежно в условиях глобализации, основу зрелого рынка должны составлять неспекулятивные ресурсы и национальные участники. В ряде стран это удается обеспечивать. По данным минфина Японии, доля иностранных инвесторов не превышает 4% капитализации национального фондового рынка.

Вообще же, если речь идет не о спекулятивном капитале, а о реальных инвесторах, то, как правило, присутствуют предпочтения своего рынка (явление, получившее название home bias — домашние предпочтения).

Вопрос направлений и степени глубины проникновения иностранных инвестиций в национальную экономику в ведущих мировых странах выводится сейчас на уровень важнейших государственных решений. Так, Комитет по иностранным инвестициям в США (Committee on Foreign Investment in the United States), который создается в 2007 году, будет состоять из 14 участников — кроме экономических министров это будут министр обороны, министр национальной безопасности (в ранге заместителя председателя комитета), государственный секретарь, генеральный прокурор, помощник президента по вопросам национальной безопасности.

Одновременно следует использовать рычаги, способствующие дестимулированию спекулятивных операций, например вводя налоги при репатриации дохода в зависимости от срока нахождения на рынке, поощряя в то же время приток более длинных ресурсов. Для уменьшения расшатывающего воздействия на рынок можно регулировать маржинальную торговлю, контролировать использование заемного плеча, задействовать страховые депозиты и т. д. При этом речь должна идти и о фьючерсных сделках.

Важны меры по диверсификации самого рынка, по его более тесной увязке с экономикой. Помимо того что российский рынок, по сути, формируется семью-восемью крупными эмитентами, в основном сырьевыми, их положение на фондовом рынке часто не отражает их роли в экономике (в ВВП). Подобные несоответствия всегда имеют кризисный потенциал. Мы помним те перекосы, которые отмечались на фондовом рынке США начала 2000-х годов, перед тем как он вошел в полосу длительного падения. Тогда общая капитализация американского фондового рынка составляла немногим более 10 трлн долларов, причем на десять компаний новой экономики приходилось почти 25%. При этом разрыв между уровнями капитализации «новых» и «старых» порой оказывался шокирующим. К примеру, US Steel оценивалась рынком почти в 200 (!) раз дешевле, чем Intel или Microsoft — в первую очередь из-за ожиданий дальнейшего роста «новых» компаний.

Очевидно, что 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. И именно за это время ФРС была вынуждена 13 раз снижать учетные ставки, чтобы поддержать и экономику, и финансовый рынок.

Стабилизирующую роль должно сыграть установление более четких экономических ориентиров на самом фондовом рынке — в частности, дивидендов. Часто они слабо связаны с реальными экономическими показателями компании и не отражают инвестиционных рисков. Формально дивидендная доходность российских компаний несущественно отличается от ряда развитых рынков, например американского (соответствующие показатели составляют 1,7–1,8%). А поскольку показатель P/E, который влияет на дивидендную доходность, на обоих рынках также сопоставим (около 15 в США и около 17 в России), может показаться, что ситуации идентичны. Однако если сопоставить темпы инфляции в России (9%) и США (3–3,5%) или, например, ставки по депозитам — как альтернативные инструменты получения доходности (5–6% по вкладам до года в США и 8–9% в России), то это лишний раз подчеркивает условность дивидендных подходов на российском рынке, где курсовая динамика самих акций пока является одним из решающих инвестиционных ориентиров, при том что роль дивидендов — вторична. Очевидно, чем быстрее рынок приобретет зрелость, тем важнее должна быть роль дивидендов как инвестиционного индикатора, дающего сигналы рынку.

При кризисе важную стабилизирующую роль должны играть банки как проводники ликвидности в экономику, на которую она должна опираться. «История показывает, что падения фондового рынка имеют менее серьезные последствия для экономики, если банковская система затронута при этом незначительно», — говорил в свое время Алан Гринспен.

Иллюзорная ликвидность

«Избыточная» ликвидность российского финансового сектора на самом деле дает неверные ориентиры. Указанные ресурсы часто отражают лишь краткосрочные текущие операции, тогда как в системном плане речь идет о фундаментальной нехватке ликвидности, что и заставляет участников рынка привлекать масштабные внешние займы, а на самом фондовом рынке сохраняется решающая роль внешних, нерезидентских ресурсов. И здесь мы снова выходим на принципиальную значимость выработки действенной системы рефинансирования. ЦБ должен стать реальным кредитором последней инстанции, от своевременности и правильности действий которого будет 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.

Необходимо рассмотреть вопрос о расширении функций ЦБ, как это происходит в ведущих странах-конкурентах, где помимо поддержания валютного курса и цен на ЦБ возлагаются задачи поддержки экономического роста и занятости. Должна быть и тесная координация его действий с другими регуляторами финансового рынка (Минфином, ФСФР и др.) Если глобальным финансовым рискам окажутся противопоставлены лишь действия разобщенных регуляторов на отдельных сегментах рынка, то на успех рассчитывать будет трудно.