

# О РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ И РАСТУЩИХ ФИНАНСОВЫХ РИСКАХ<sup>1</sup>

Михаил Ершов

д.э.н., старший  
вице-президент  
РосбанкаЭ  
К  
О  
Н  
И  
М  
И  
К  
А

События последнего года усилили неустойчивость на мировых финансовых рынках, вызвали напряжение в банковской сфере, заставили все чаще говорить о возможных проблемах мирового экономического роста. Подтверждением общих настроений неопределенности является и устойчивый рост цены золота — того актива, в который уходят инвесторы при нестабильности. Его цена за последние три года выросла вдвое, приблизившись к концу октября 2007 года к \$800 за тройскую унцию. В таких условиях любые негативные тенденции или новости могут нарушить финансовую стабильность.

Напомним, что мировым финансовым рынкам последних лет в целом была свойственна определенная настороженность — рынки 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 появлении новых центров конкуренции (БРИК и др.), что обострило борьбу за рынки сбыта и источники финансирования.

В таких условиях любые негативные тенденции или новости могут нарушить финансовую стабильность, особенно на таких чувствительных рынках, как фондовый, — мировые и российские индексы снизились, причем в случае с российскими акциями продемонст-

рировав, что даже внешне благополучные фундаментальные показатели (рост экономики, снижение инфляции) в нынешних глобальных условиях часто не играют первостепенной роли.

Это поставило на повестку дня вопросы о том, каковы основы нашего фондового рынка, как уменьшить его спекулятивный характер и, наконец, каковы возможные стабилизирующие меры в случае кризиса. Более того, необходимо оценить, насколько наши экономические механизмы и подходы в принципе готовы к кризисному развитию событий на рынке в условиях deregulation и глобальной интеграции.

В мире также оценивают риски глобальных «пузырей» в условиях глобальной интеграции. Еще в первой половине 2007 года инвесторы столкнулись с падениями на фон-

довых рынках, возникшими из-за напряжения на американском рынке ипотечных кредитов «пониженнего качества» 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 вспоминают двадцатилетний «юбилей» обвала на американском фондовом рынке в октябре 1987 года и десятилетний «юбилей» кризисных событий 1998 года. В связи с этим все чаще возникает вопрос, насколько антикризисный потенциал мировой финансовой системы адекватен новому масштабу глобальных вызовов? Насколько возможно формирование альтернативных точек опоры и новых источников роста в

<sup>1</sup> В данной статье автор выражает свое личное мнение.

противовес возможным кризисным тенденциям?

Ситуация стала в целом более напряженной, когда в ведущей экономике мира – США – помимо давно сформировавшихся проблем дефицитов 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 5 лет более чем на 60% и достиг к апрелю 2007 года почти \$10 трлн (75% ВВП).

При этом ценные бумаги, обеспеченные долгами более низкого качества (*«sub-prime debt»*) росли опережающими темпами (их доля в общем объеме ипотечных бумаг выросла с 6% в 2001 году до почти 15% в 2006, а общая сумма в начале 2007 года превысила \$800 млрд). Данные бумаги и явились источником нестабильности.

Первоначально низкие требования к заемщикам не представлялись большой проблемой, так как значительная часть выдаваемых кредитов гарантировалась на федеральном уровне, но затем, начиная с 2004 года объемы гарантий резко сократились.

Кроме того, развитие производных инструментов и участие в покупке ипотечных бумаг со стороны иностранных инвесторов позволили максимально рассредоточить риск дефолта между различными инвесторами внутри самих США и за рубежом (рис.1).

При этом, однако, стало очень сложно 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.

Ситуация осложнялась и тем, что кредиты часто выдавались из расчета роста в будущем цен на недвижимость, поэтому средства

давались «на опережение», и их объемы стали отрываться от фактической стоимости залога. Если бы прогнозы роста осуществились и стоимость жилья выросла бы в соответствии с ожиданиями, то объем залогов пришел бы в соответствие с объемом выданных кредитов, и это позволило бы рефинансировать долг, причем в отдельных случаях даже переводя его в более высокую категорию (*prime*), по которой можно получать более дешевое рефинансирование. В ожидании удешевления ресурсов кредиты также часто брались по плавающим ставкам.

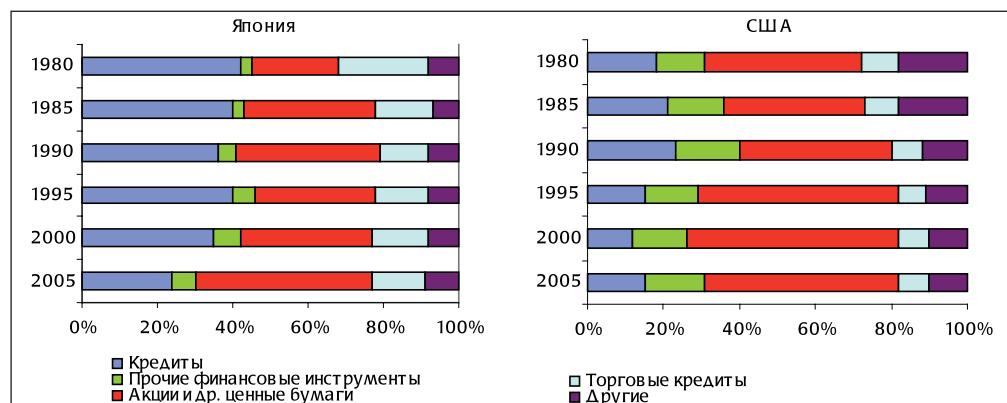
Однако когда процентные ставки стали повышаться, а стоимость жилья, наоборот, снижаться, то возникла проблема с погашением взятых кредитов. Одновременно с этим всталась задача, как не допустить, чтобы «секторальные» проблемы переросли в общезэкономические, а затем перекинулись и на другие страны.

### Антикризисные шаги в глобальной среде

Поскольку процессы развивались уже в условиях глобальной экономики, в которой даже события на «периферийных» рынках могут серьезно подорвать общую стабильность в мире, то для нейтрализации последствий на таких важных сегментах экономики, как фондовый, да еще и в развитых странах, сразу же потребовалось скоординированное участие основных государств для минимизации кризисных последствий.

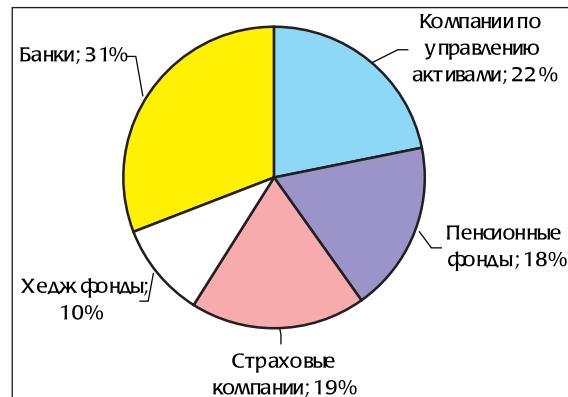
Центральные банки США, евро-

**Рис. 2. Источники средств частных нефинансовых организаций в Японии и США, %**



**Источник:** Банк Японии, «Flow of Funds Account»; ФРС США, «Flow of Funds Account».

**Рис. 1. Держатели ипотечных облигаций**



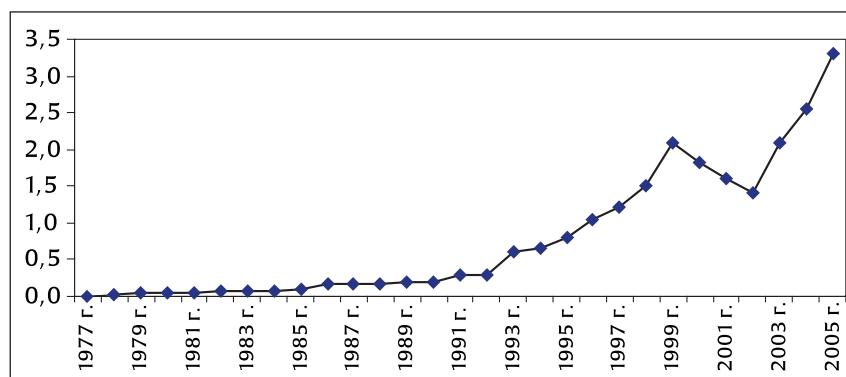
**Источник:** IMF.

зоны, Японии, Австралии, Швейцарии добавили почти \$400 млрд ликвидности на рынок, чтобы не вызвать кредитного кризиса и сдержать рост ставок. ФРС США неоднократно снижала ставку по федеральным фондам и учетную ставку. Это на время поддержало рынки, однако было очевидно, что проблема в целом требует более длительного решения.

Президент Дж. Буш выступил 31 августа 2007 года с программой мер, облегчающих положение заемщиков и предусматривающих налоговые послабления, облегчение государственной системы гарантий ипотечных кредитов, расширение системы финансового образования и др.

В октябре казначейство США выступило с активной поддержкой шагов ряда ведущих банков (Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America) по формированию ими пула ресурсов (по оценкам, до \$100 млрд) для поддержки ряда структурированных инвестиционных инструментов (в первую очередь ряда «неблагополучных» ипотечных кредитов).

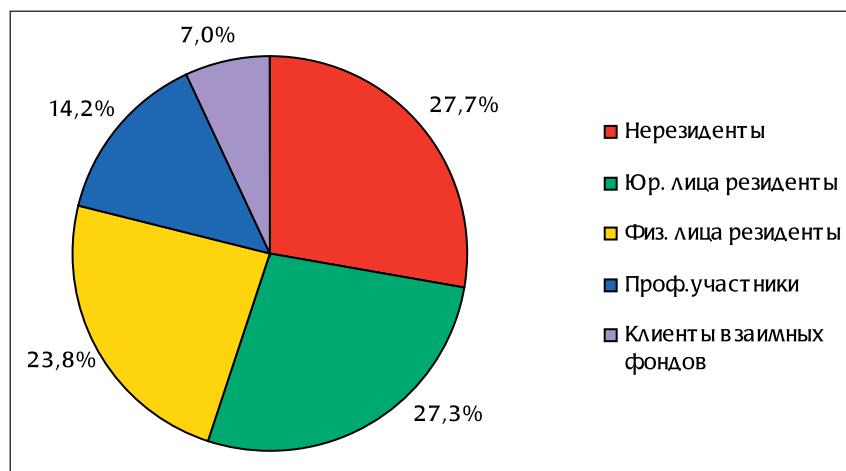
**Рис. 3. Динамика объема зарубежных акций у американских держателей, трлн долл.\***



\* По состоянию на конец года.

Построено по материалам: NBER working paper 12346, The Performance of International Equity Portfolios, June 2006; U.S. Department of Treasury, FRS of New York, Board of Governors of the FRS, Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities as of December 2005, December 2006.

**Рис. 4. Структура участников рынка акций на ММВБ в I квартале 2007 года**



Источник: ММВБ.

течных 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 количества административных, регулирующих и рыночных мер для стабилизации положения.

## Растущая роль акций

Масштабы и волатильность

рынка акций всегда делали его потенциальным источником кризисов. Эта проблема стала особенно значимой при увеличении роли этого рынка как источника финансирования (рис. 2).

Увеличение непредсказуемости этого рынка стало еще более очевидным с ростом роли на нем внешних инвесторов. Американские участники были одними из тех, кто максимально быстро стал наращивать свои портфели акций в других странах в 1990-2000-е годы (рис. 3).

На российском рынке акций нерезиденты играют традиционно большую роль. Напомним, что в

преддверии кризиса 1998 года эта роль была абсолютно доминирующей, и это определяло рынок в целом, а в конечном итоге привело к его обвалу (когда иностранные инвесторы стали быстро и масштабно продавать российские бумаги и переводить средства за рубеж)<sup>2</sup>. Аналогично на таком важном сегменте финансового рынка, как ГКО, при его общем объеме чуть более \$60 млрд, свыше \$20 млрд приходилось на нерезидентов.

В настоящее время российский фондовый рынок стал, конечно, более зрелым и роль национальных участников возросла (рис. 4). Доля нерезидентов формально составляет около 30%. Однако при этом 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 nominalных держателей, представляющих интересы нерезидентов<sup>3</sup>.

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 часто 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, вызывая перевод средств в активы, считающиеся более надежными.

Так, в период лета-осени 2007 года отмечался ряд особенностей, связанных с ухудшением ликвидности для глобальных инвесторов, чье

<sup>2</sup> По некоторым оценкам, в преддверии кризиса 1998 года около 90% несвязанных пакетов акций (т.е. акций, реально обращающихся на рынке) принадлежало нерезидентам (Эксперт. 1998. 13 июля). При этом с учетом незначительного объема финансовых ресурсов на рынке даже небольшими средствами можно было существенно воздействовать на изменения котировок. Так, потратив суммы в пределах 20 млн. долл., можно было на десятки процентов обрушить котировки любого эмитента. (Компания. 1998. 21 июля. С. 16.). При этом, когда объем торгов на рынке в условиях кризиса резко сжался, речь могла идти о значительно меньших суммах, которые могли повлиять не только на котировки одного эмитента, но и на весь рынок.

<sup>3</sup> Следует также учитывать тот факт, что российские финансовые ресурсы, выведенные ранее за рубеж, могут такжеозвращаться в страну, формально имея статус нерезидентов.

фонды попали в сложное положение. В таких условиях иностранные инвесторы на российском рынке зачастую продают часть своих российских активов, причем делают это постепенно (чтобы не обвалить рынок и не потерять от падения акций). Сами продажи, как правило, осуществляются в момент локального подъема котировок, что нарушает в результате общую динамику подъема и не позволяет ему 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.

### Риски внешнего финансирования внутренних процессов (или о некоторых прогнозах)

Еще в 2005 году нами говорилось о настораживающей тенденции быстрого роста внешней задолженности российских компаний и банков. Подчеркивалось, что в результате «российский финансовый сектор, в первую очередь банки, не только сталкиваются с возрастающими глобальными экономическими рисками, но и в целом оказываются в крайне сложном положении, поскольку отсутствуют адекватные внутренние механизмы, которые могли бы компенсировать такие перекосы»<sup>4</sup>.

Приток ликвидности извне порождает комплекс долговых проблем: обслуживание долга, возможные изменения ценовых условий, риски быстрого оттока средств (если речь идет о «коротких» ресурсах) и т.д. Более того, позднее нами указывалось на другую очевидную закономерность, что «растущая экономика нуждается в дополнительных финансовых ресурсах, и если таковые отсутствуют на внутреннем рынке и не формируются внутри страны, то становится необходимым их привлечение из-за рубежа»<sup>5</sup>.

В итоге наши компании вынуждены

обращаться к внешнему финансированию (рис. 5).

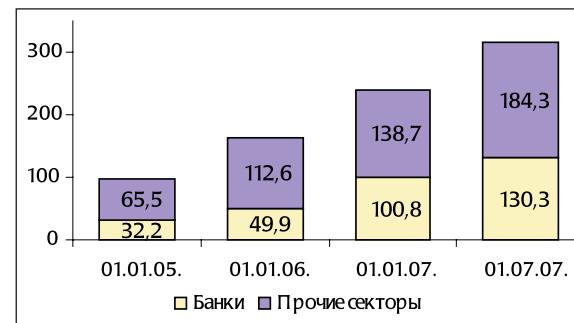
Пока имелись возможности привлечения ресурсов, проблем с ликвидностью в целом не возникало. Но как только этот канал сузился (к лету-осени 2007 года), российская финансовая система стала испытывать серьезное напряжение. В итоге в принципе стали формироваться предпосылки, которые могут в целом затормозить экономический рост.

В более системном плане здесь возникает еще один принципиальный вопрос: почему экономика вынуждена идти за внешними ресурсами? Они там действительно более объемны, предоставляются на длительные сроки, а цена их часто низка. Но может быть, начать реально создавать такие же условия на внутреннем рынке, особенно если у экономики есть потребность в финансовых ресурсах? И может быть, выведение ресурсов из экономики (даже в целях стерилизации) – не самая оправданная в таких условиях мера, тем более что потом экономика вынуждена привлекать их по более дорогой цене извне?

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).

В этой связи нами также ранее подчеркивались связанные с этим

Рис. 5. Корпоративный внешний долг РФ (млрд долл. США)



Построено по данным ЦБ РФ.

риски, некоторые из которых начинают проявляться. Указывалось, в частности, что «следует иметь в виду возможность изменений мировой финансовой конъюнктуры, что может привести к удороожанию финансовых ресурсов»; «при получении новых кредитов их условия могут существенно отличаться от нынешних, что при ухудшении ситуации поставит заемщиков в трудное положение»<sup>6</sup>.

Действительно, кризис ипотеки в США сделал более острой проблему глобальной ликвидности и привел 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 меры центральных банков, эти ставки составили соответственно 4,4, 5,7, и 6,2%. Затем, после существенного снижения ставок со стороны центральных банков, ситуация стабилизовалась, но в целом условия получения

Таблица 1  
Чистая международная инвестиционная позиция, млрд долл.

|                          | Чистая позиция |          |          |
|--------------------------|----------------|----------|----------|
|                          | 01.01.05       | 01.01.06 | 01.01.07 |
| РФ                       | -26,4          | -48,60   | -63,20   |
| Государственный сектор   | 107,1          | 178,60   | 327,70   |
| Нефинансовые предприятия | -122,2         | -206,40  | -332,40  |
| Банковский сектор        | -11,3          | -20,80   | -58,50   |

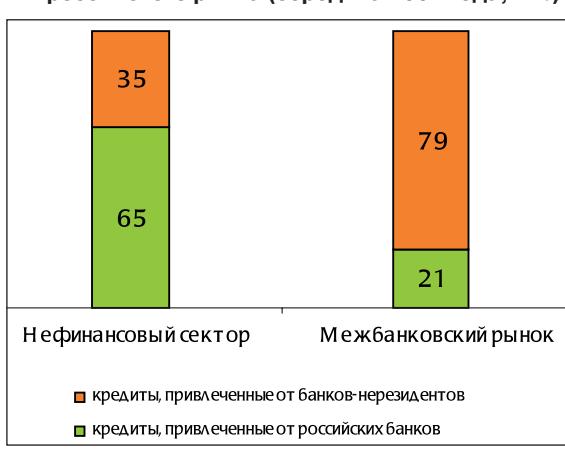
Рассчитано по данным ЦБ РФ.

<sup>4</sup> М. Ершов, В. Зубов. Возможности и риски финансовой интеграции // Вопросы экономики. 2005, №12, с.5-6.

<sup>5</sup> Вопросы экономики. 2006, №12, с. 25.

<sup>6</sup> М. Ершов. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006, №12, с. 30.

**Рис. 6. Внутренние и внешние источники финансирования на некоторых сегментах российского рынка (середина 2007 года, в %)**



ресурсов стали более сложными. Как следствие, сразу же выросли ставки на внутреннем российском рынке. Более того, в сентябре-октябре 2007 года многие банки в принципе сократили предоставление корпоративных кредитов и начали вести переговоры с клиентами о досрочном погашении долгов.

В результате Банк России был вынужден интенсивно использовать инструменты рефинансирования, для того чтобы не допустить кризиса ликвидности на рынке. Объемы получаемых средств иногда составляли 100-150 млрд руб. в день.

Был также расширен перечень бумаг, принимаемых при рефинансировании (необходимость чего нами подчеркивалась ранее)<sup>7</sup>. Кроме того, были снижены нормы резервирования, чтобы высвободить

ликвидность в банках. Эта мера также может расширить ликвидность в экономике в целом – через рост мультиплитора, оказывающий влияние на потенциал расширения денежной массы.

Очевидно, что рефинансирование, при всей важности этого инструмента, решает проблему лишь в краткосрочном плане – те ресурсы, которые в экономику приходят, затем – по истечении срока операции – из экономики изымаются. В этой связи крайне актуальным являются как вопросы системного формирования ликвидности в целом, так и задачи создания диверсифицированных возможностей привлечения ресурсов, которые давали бы экономике необходимые ей точки опоры.

Однако процессы развивались до недавнего времени таким образом, что внешняя сфера как источник финансовых ресурсов играла все возрастающую роль.

Так, позиции банковского сектора в кредитовании экономики (при росте абсолютных значений) не расширяются относительно доли зарубежных кредиторов. В настоящее время кредиты российскому нефинансовому сектору, предоставленные российскими и иностранными банками, уже соотносятся примерно как 65 и 35. При этом, если принимать во внимание внешние источники финансирования у самих российских банков (эта величина превысила \$130 млрд к середине 2007 года), то с учетом

данного показателя соотношение внутренних и внешних источников ресурсов для российского реального сектора уже приближается к соотношению 50/50.

Аналогично, на межбанковском рынке доля кредитов, привлеченных от банков-нерезидентов, в общем объеме межбанковских кредитов возросла примерно с 70% в начале 2005 года до почти 80% к середине 2007 года.

Опора на внешние ресурсы на различных сегментах финансового рынка в значительной степени формируется такими денежно-кредитными подходами, которые предусматривают создание денежных ресурсов (денежного предложения) в экономике лишь на основе валютных поступлений. О недостатках и рисках такого подхода мы также указывали не раз<sup>8</sup>.

В принятых Центральным банком подходах на 2008 год данные принципы сохраняются (табл. 2)<sup>9</sup>.

Это по сути означает, что прирост финансовых ресурсов в экономике будет в первую очередь осуществляться на основе внешней сферы, увеличивая тем самым зависимость внутриэкономических процессов и экономического роста в целом от риска мировой конъюнктуры.

Однако вряд ли можно рассчитывать на успешное вхождение в глобальную экономику, не имея реальных финансовых основ, которые обеспечивают прочные позиции национальной экономики и национального бизнеса.

## Какие меры необходимы?

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

**Первое.** В этой связи необходима целевая системная политика по формированию и управлению денежными ресурсами в экономике. Она должна опираться на широкий

**Таблица 2**  
Оценка показателей денежной программы на 2007 год (млрд руб.)\*

|                                   | 01.01.2007 | 01.01.2008  |  |
|-----------------------------------|------------|-------------|--|
|                                   |            | 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 года.

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

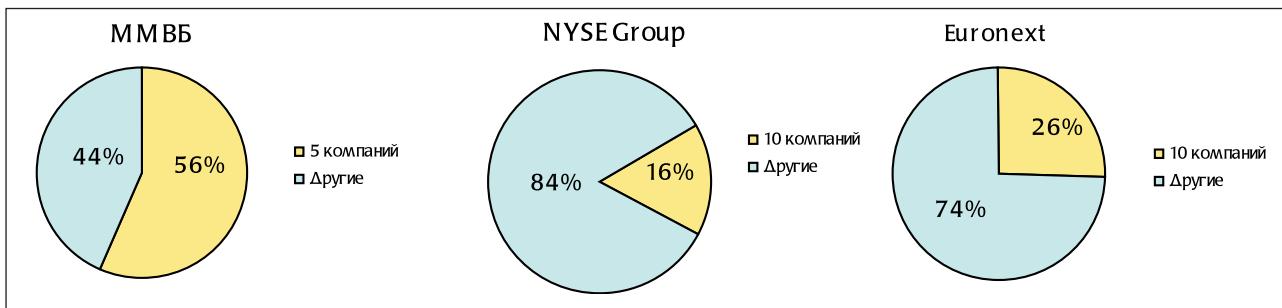
Источник: Банк России.

<sup>7</sup> М. Ершов. Экономический рост: новые проблемы и новые риски. С. 30.

<sup>8</sup> См., напр.: Вопросы экономики. 2004, №12, с.4-15.

<sup>9</sup> В то же время с 2010 года планируется увеличение роли внутренних факторов в формировании денежной базы.

Рис. 7. Доля крупнейших компаний в капитализации % (2006 год)



\* По состоянию на конец года.

Построено по материалам: NBER working paper 12346, The Performance of International Equity Portfolios, June 2006; U.S. Department of Treasury, FRS of New York, Board of Governors of the FRS, Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities as of December 2005, December 2006.

набор механизмов и инструментов, обеспечивающих формирование финансовых ресурсов, адекватных задачам экономического роста, а также способствовать эффективному перетоку средств в необходимые сферы.

Важно наличие эффективных инструментов формирования и регулирования цены финансовых ресурсов, которая отражала бы реальный спрос на деньги со стороны экономики и участников рынка.

Крайне актуальным представляются действенные механизмы антикризисной поддержки. Национальные денежные власти должны формировать основы указанных подходов, обеспечивая возможность устойчивого развития российской экономики и национального бизнеса в условиях высокодинамичной глобальной среды, укрепляя необходимые механизмы внутреннего развития и минимизируя внешние риски.

**Второе.** Должны начать играть реальную 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).

Ставка рефинансирования, которая является серьезным рычагом влияния на рынок, в наших условиях продолжает играть чисто фискальную роль и лишь идет вслед за рынком, вместо того чтобы его формировать. Напомним, что для перелома негативных тенденций на рынке США в первой половине 2000-х годов

этот ставка снижалась 13 раз, и в итоге спад и на фондовом рынке, и в экономике был остановлен и начался рост.

Для превращения ставки рефинансирования в реально действующий механизм, формирующий ценные параметры финансового рынка, необходимо, чтобы денежная база формировалась не за счет валютных поступлений (как это происходит в настоящее время), а большую роль играл бы «внутренний» компонент. Это предполагает формирование денежного предложения в первую очередь на основе внутренних механизмов и инструментов, в большей степени отражающих внутренний спрос на деньги.

Указанные подходы позволяют также обеспечить формирование денежных ресурсов в увязке с задачами структурной политики и могут расширить основу длинных ресурсов. В результате обеспечивается необходимая диверсификация и экономики, и финансового рынка, увеличивается его ликвидность, увеличивается инвестиционный потенциал финансовых ресурсов.

В связи с этим возникают принципиальные вопросы системного характера о необходимости усиления внутренних основ формирования ликвидности и финансирования экономического роста в стране.

Важны также и меры по усилению национального компонента фондового рынка, которые начали осуществляться ФСФР некоторое время назад.

**Третье.** Необходима диверсификация фондового рынка и превра-

щения его в эффективный инструмент перетока ресурсов, более тесно «интегрируя» его в реальную экономику.

Высокая концентрация небольшой группы акций, характерная для нашего рынка, делает его менее устойчивым, по сравнению с рынками развитых стран (рис. 7).

Пока российский фондовый рынок слабо связан с реальной экономикой и, по сути, формируется 7-8 крупными, преимущественно сырьевыми, эмитентами, чье положение на фондовом рынке часто превышает 90%, тогда как их доля в ВВП – не более 30%.

Подобные несоответствия имеют настораживающие исторические аналогии. Мы помним те перекосы, которые отмечались на фондовом рынке США начала 2000-х годов, когда он вошел в полосу длительного падения. Тогда общая капитализация американского фондового рынка составляла немногим более \$10 трлн, причем на 10 компаний «новой экономики» приходилось почти 25%. При этом разрыв между ценами на акции «новых» и «старых» компаний достигал порой шокирующих размеров. К примеру, акции компании US Steel оценивались рынком почти в 200(!) раз дешевле, чем акции Intel или Microsoft. 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.

**Еще раз о прогнозах**

В этой связи напомним, что еще на подъеме американского рынка, в 1999 году и за несколько месяцев до начала падения котировок нами подчеркивалось, что американский фондовый рынок «перегрет», и потенциально может произойти существенное падение котировок<sup>10</sup>. Академик Н.А. Симония, являвшийся в то время академиком – секретарем отделения международных отношений РАН, писал тогда: «Книга (М. Ершова. – Прим. ред.) была подписана в печать в октябре 1999 года. 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» (Известия, 25.04.2000).

Но тогда наш собственный фондовый рынок играл в российской экономике относительно небольшую роль. Сейчас же, учитывая и степень открытости нашей экономики, и возросшее значение самого фондового рынка, нужно очень 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 развиться, уменьшив его остроту в текущем плане, возможно, проявление его последствий в будущем – как в плане падения котировок, так и повышенной волатильности в целом. Это делает роль стабилизирующих механизмов тем более высокой. При этом задачи срочной поддержки рынка, с учетом дестабилизующего потенциала его кризисного падения для всей экономики, должны рассматриваться как чрезвычайные меры и решаться даже при наличии возможных ограничений в смежных сферах (таких как планы по стерилизации и др.). Нужно четко определить систему приоритетов и линию поведения с учетом новых глобальных правил игры.

Очевидно, диверсификация инструментов на фондовом рынке должна увеличить его точки опоры, одновременно расширив возможности для перетока средств между инструментами (и секторами).

**Четвертое.** Иностранные участники на фондовом рынке в условиях глобальной экономики, очевидно, неизбежно. Однако важно при этом, чтобы на зрелом сложившемся рынке его основу представляли, во-первых, национальные участники, а во-вторых, ведущую роль играли бы неспекулятивные ресурсы.

Это – сложная многоуровневая задача, которая включает в себя денежно-кредитные, финансовые вопросы, проблемы валютного регулирования и т.д.

Однако даже сейчас, если начать создавать адекватную внутреннюю базу финансовых ресурсов, формируя при этом стимулы для российских участников работать внутри, то перекос в сторону иностранного участия и связанные с этим риски могут постепенно уменьшаться. Одновременно следует использовать рычаги, направленные на дестимулирование спекулятивных средств (например, устанавливая налоги при репатриации в зависимости от срока нахождения на рынке), поощряя в тоже время приток более «длинных» ресурсов.

**Пятое.** События 2007 года говорят о возможном формировании качественно новых явлений на глобальном фондовом рынке. Если на ранних этапах глобализации, как правило, изменения на фондовых рынках развитых экономик (в первую очередь США) сразу же отражались на остальном мире, то некоторые последние примеры позволяют предположить формирование некоторой автономности фондовых рынков – когда падение американских акций не всегда отражалось, например, на азиатских или российском рынках, а массовый вывод средств инвесторов из акций развивающихся стран (например, в конце лета 2007 года) касался в основном лишь спекулятивных участ-

ников, тогда как стратегические инвесторы, возможно, начали искать рынки-«убежища» для сохранения своих активов и оставили часть своих ресурсов на рынке. Если эти явления приобретут устойчивый характер, то это увеличит возможность формирования национальных основ рынка и сделает возможным создание стабилизаторов на основе региональных рынков, уменьшающих риск глобального падения. Аналогичная автономность все чаще в целом прослеживается и в общекономических тенденциях. Указанное явление роста автономности получило название «decoupling» и среди прочего объясняется повышением значения факторов внутреннего спроса, диверсификацией роста национальных экономик и новыми источниками роста.

В этой связи необходимо содействовать тенденциям повышения качества роста российской экономики, которые стали намечаться в последнее время, когда начинают, во-первых, прослеживаться тенденции к более быстрому росту обрабатывающих отраслей, а во-вторых, увеличивается вклад внутренних факторов в экономический рост. Отчасти такие тенденции начинают все более отчетливо проявляться в последние годы.

Важнейшим элементом указанных процессов должно быть увеличение роли внутренних источников формирования финансовых ресурсов, что уменьшит степень зависимости от мировой конъюнктуры и создаст дополнительные стабилизирующие точки опоры.

**Шестое.** Важна основополагающая роль Центрального банка, формирующего основы финансового рынка и располагающего рычагами антикризисного воздействия.

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

<sup>10</sup> М. Ершов. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика. 2000, с. 23.

механизмы мгновенного предоставления ликвидности и другие формы антикризисной поддержки (как это было в августе 2007 года, когда быстрота реакции ЦБ РФ на нехватку ликвидности в августе 2007 года и предоставление необходимых ресурсов через рефинансирование смягчили остроту ситуации и были вполне оправданы).

С учетом задач по улучшению качества роста, поддержанию его темпов и диверсификации рынка необходимо рассмотреть вопрос о расширении функций ЦБ (как это происходит в ведущих странах), где помимо валютного курса и цен на них возлагаются задачи поддержки экономического роста и занятости.

**Седьмое.** 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, которые формировали бы общий

характер развития всей финансовой системы.

В этой связи финансовая сфера в целом должна рассматриваться как единый объект регулирования со стороны денежных властей. Необходима тесная координация действий ЦБ с другими регуляторами финансового рынка (минфином, ФСФР и др.).

Если глобальным финансовым рискам будут противопоставлены лишь действия разобщенных регуляторов на отдельных сегментах рынка, то на успех рассчитывать будет трудно.

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. И здесь важны были бы и более низкие нормы резервирования по внутренним операциям, по сравнению с внешними (как это делается в ЕС), и налоговые стимулы, и другие меры.

\*\*\*

Глобальные риски и новые глобальные вызовы ставят на повестку дня вопросы о выработке качественно новых подходов по формированию и укреплению финансовых основ развития страны. Финансовая система уже не может рассматриваться как набор секторов, у каждого из которых есть свои «локальные» цели развития и автономные принципы регулирования.

Необходимы единые принципы и подходы, обеспечивающие укрепление основ финансовой системы, определяющих ее развитие и развитие всей экономики. 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.



ГРУППА КОМПАНИЙ ЦФТ

## БАНКОВСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ

# «Роль и место российских платежных систем на современном этапе развития рынка финансовых услуг в России»

Центральной темой дискуссии станет обсуждение новых подходов к организации розничного финансового обслуживания, вопросы создания Национальной платежной системы.

29 ноября, г. Москва,  
«Ренессанс Москва», зал «Енисей»  
Олимпийский пр-т, 18/1

Регистрация и подробности на сайте [www.korona.net](http://www.korona.net)