

Новая архитектура фондового рынка и проблемы привлечения инвестиций в современных условиях

© 2009 г. В. В. Булатов*

Современные угрозы и вызовы обостряющегося мирового финансового кризиса обуславливают необходимость создания новой финансовой архитектуры, ставят перед Россией проблемы формирования концептуального ответа, связанного с выработкой новых финансово-экономических инструментов в области обеспечения национальных интересов в сфере фондового рынка и в экономике в целом. Это касается разработки долгосрочной национальной финансовой стратегии, которая могла бы содержать совокупность инструментов воздействия на развитие фондового рынка и экономики страны, способных обеспечить снижение уровня угроз и ее уязвимости от неблагоприятных финансовых внешних условий.

В историю российского фондового рынка «2008 год» войдет — как один из самых драматических — с момента его создания в начале 1990-х годов. Индексы ММВБ и РТС в течение года опускались более чем на 70 % или более чем в 3,5 раза, что сопоставимо только с «1998 годом», когда падение превысило 80 %. По сравнению с летом 2008 г., когда объем российский авуаров достигал максимальных значений, страна потеряла около 150 млрд долл. запасов, по сравнению с тем же периодом цены на нефть упали более чем на 60 %. Первичный рынок размещений акций, публичного корпоративного долга парализован, доступ к рефинансированию, кредитам ограничен, для некоторых категорий заемщиков он практически невозможен, на рынке российских корпоративных облигаций прошли массовые дефолты.

Как только разразился финансовый кризис, и неплатежи стали распространенным явлением, значительная часть профессиональных участников рынка ценных бумаг приостановили большинство сделок и перестали торговать друг с другом, ограничиваясь исключительно лимитированными сделками между очень узким кругом доверенных институтов. Кроме того, в среднесрочной перспективе прослеживался общеэкономический системный риск, который в равной мере воздействовал на все имеющиеся торговые площадки.

Отличительной особенностью кризисного состояния фондового рынка можно считать резкое уменьшение количества реально торгуемых финансовых инструментов и возможное появление на рынке суррогатных ценных бумаг. Отсутствие разработанных юридических процедур работы с такими финансовыми «инструментами», правовая нечеткость статуса большинства участников этих рынков, их информационная закрытость означает, что рассматривать данный сегмент финансового рынка — как инструмент использования инвестиционных денежных средств, скорее всего, нельзя. Объективная необходимость и рыночная востребованность этих инструментов заключаются в перераспределении собственности и глобальных финансовых потоков новыми лидерами рынка. Очевидно, что работа на таких сегментах не будет требовать построения, развития и поддержания высокотехнологичной инфраструктуры.

С осени 2008 г. кризис мировой финансовой системы перешел в новую фазу, приведшую к фактической национализации крупнейшей мировой страховой компании AIG, банкротствам, прекращению существования в прежнем виде крупнейших и старейших частных инвестиционных банков, кризису доверия в банковской системе. Важно отметить, что кризисные тенденции начали накапливаться задолго до 2008 г. Создание грандиозных финансовых рынков, к сожалению, привело к фундаментальной проблеме — огромным, трудно измеряемым и анонимным рискам. Вслед за непрерывным затяжным падением российского фондового рынка начались многократные приостановки торгов на фондовых биржах, запрет Федеральной службой по финансовым рынкам РФ (ФСФР) на осуществление продаж без обеспечения. Исходя из стандартных оценок, можно сделать вывод, что связь между фундаментальными перспективами российских компаний и котировками их акций отсутствует.

Отличительной чертой нынешнего глобального кризиса является то, что впервые за последние десятилетия его происхождение не имеет отношения к развивающимся рынкам. На мой взгляд, причины глобального финансового кризиса следующие: глобальный рост финансовых потоков; растущая сложность и непрозрачность финансовых продуктов; чрезмерное использование «кредитных плеч»; недостаточный предварительный анализ новых финан-

*В.В. Булатов — д.э.н., генеральный директор ОАО УК «Индекс — ХХ».

совых инструментов и несовершенная система управления рисками в финансовых компаниях; жесткая мотивация менеджмента и специалистов финансовых компаний на получение высоких прибылей. Возможно, по наиболее пессимистическим оценкам, нынешний мировой финансовый кризис станет наиболее глубоким со времен Великой депрессии.

Из-за значительной отрицательной переоценки портфелей ценных бумаг российские инвестиционные банки и компании понесли значительные потери. Главным вопросом остается, приведет ли кризис на фондовом рынке к серьезному кризису в реальном секторе российской экономики? Необходимо избежать необеспеченной денежной эмиссии, масштабной девальвации и прочих крайне негативных процессов. Приоритетными должны стать проекты поддержки отраслей, испытывающих наибольшие трудности в связи с сокращением спроса и производства. По признанным оценкам, от снижения спроса, вызванного кризисом больше всего пострадали металлургия, машиностроение, производство стройматериалов и легкая промышленность.

Высокие темпы российского экономического роста в последние годы во многом подпитывались из внешних источников, связанных с дорогой нефтью и дешевыми кредитами. Одним из путей решения стоящих проблем является серьезная структурная модернизация экономики России с использованием различных механизмов фондового рынка. Для решения данной задачи необходимо комплексное реформирование механизмов функционирования данного рынка с целью придания им большей эффективности.

Главный итог благоприятного периода последних пяти предкризисных лет – имевшийся шанс перехода на инвестиционную модель роста, повышение стратегической конкурентоспособности России, который, к сожалению, не был в достаточной степени реализован. Кризис заставляет по-новому оценивать накопившиеся проблемы, ведет к переоценке глобальных рисков, долговой политики перекредитованности, но одновременно дает России возможность перехода от экспортно-потребительской к инвестиционной модели развития.

Индикатор «Деньги/ВВП» составлял в конце 2007 года для Китая 160%, для развитых рынков – 80 – 120 %, для России – 38 % (по методологии МВФ). Поэтому Банк Китая являлся девятым по величине банком мира, а Сбербанк – 66-м (Banker, 2007). Кредиты экономике в России – 36 % ВВП, а в Китае – более 110 % ВВП. При такой насыщенности деньгами и кредитами инфляция в Китае сегодня в 2 – 3 раза меньше, чем в России. Мотор монетизации и роста внутреннего денежного спроса – кредитная эмиссия, т. е. кредиты Центрального Банка России коммерческим банкам под рост долговых требований экономики. Данный механизм исправно работает во всем мире на регулярной основе, в российской финансовой практике он появляется только как экстренная помощь государства финансовым институтам, и в результате в активах Центрального Банка

России можно увидеть проблемные кредиты коммерческим банкам. Чтобы не возвращаться к механизму эмиссии выпуска рублей только против горячих долларов и внешних долгов, необходимо сделать эту конструкцию постоянной, и тогда не повторится ситуация 2000 – 2007 г., когда режим «валютного совета», уничтожил эмиссионную способность растущей экономики.

Пока существуют высокая цена денег и валютная доходность финансовых активов, закрепленный курс рубля, открытый счет капиталов, российский финансовый рынок будет наполняться горячими деньгами, будет подвержен спекулятивной лихорадке, экстремальным рискам и, как следствие, всегда будет готов к новым кризисам. Новая финансовая политика должна включать осторожное среднесрочное снижение курса рубля. Это приведет к улучшению торгового баланса и создаст экономические барьеры для спекулятивного капитала и взрывного роста внешних долгов банков и корпораций. Если политика снижения курса рубля будет осторожна и проводится без ее публичной пропаганды, то воздействие на внутренние цены будет минимально. Основной причиной инфляции в России являются факторы, не относящиеся к деньгам. Эти факторы – олигополия на товарных рынках, регулятивные и транзакционные издержки, риски, вынуждающие бизнес закладывать сверхвысокую рентабельность, ценовая политика государства в естественных монополиях. В 1990-е гг. рост цен в России объясняли повышением курса доллара, а в 2000 е гг. – его снижением и ростом импортных цен, поэтому очевидно, что бороться нужно с инфляцией издержек, а не с инфляцией спроса.

В сегодняшних условиях устойчивость рубля на международной арене и возможная основа будущей резервной валюты – это рыночная модель, которая, будучи сиюминутно примененной, в будущем может принести угрозу экономике. Доллар в качестве резервной валюты всегда был циклически подвижен, находясь под действием политики денежных властей, и в 2001 – 2007 годы он почти вдвое упал по отношению к евро с тем, чтобы вновь потяжелеть в кризисном 2008 году. Устойчивость рубля должна основываться на снижении цены денег и борьбе с немонетарной инфляцией внутри страны, на ограничении «горячих денег» нерезидентов и той излишней волатильности рынков, которые они вызывают.

Цена денег в России является высокой для реальной экономики, хотя и подверженной болезненным симптомам, но обладающей фундаментальным финансовым здоровьем. Дешевизна кредита на Западе – одна из причин, толкающих российские банки и корпорации к беспрецедентному росту внешнего долга перед кризисом, к эмиссии рублей под поступление валюты. В связи с тем, что в Китае, Чехии и Польше ставка по кредитам 6 – 7 %, а в России, свыше 10 – 16 % процентная маржа российских коммерческих банков, достигающая 7 – 10 % годовых, как представляется, полностью нивелировала все российские риски и волатильности. Процент по межбан-

ковским кредитам в 2 – 3 %, достигавшийся в 2005 – 2008 годах в спокойных условиях рынка, – это, по-видимому, и есть истинная базовая и справедливая цена денег в успешной экспортной экономике России. Причина отрыва от нее всей системы процентных ставок — отсутствие политики Центрального банка, направленной на снижение цены денег как антиинфляционной меры и заградительного барьера для иностранных спекулятивных капиталов. Эта политика должна быть направлена на сокращение ссудного процента до 7-9% для населения и других конечных получателей кредитных ресурсов, на уменьшение процентных издержек, на превращение не работающей ставки рефинансирования Центрального Банка России в реальный инструмент денежной политики.

Рост монетизации и снижение процента должны ограничить поток «горячих денег» и внешних долгов, идущих в российскую экономику, при этом самая важная часть этого потока, которую нельзя потерять, – прямые иностранные инвестиции, так как они несут новые технологии, приводящие к модернизации производства. В Китае прямые инвестиции в пять раз превышают портфельные, в России – всего в 1 – 1,4 раза. Это значит, что вся система экономических стимулов, воздействующих на потоки денег, идущих через счет капиталов, должна быть изменена, сфокусирована на прямые инвестиции прежде всего в обрабатывающий сектор, в высокотехнологичные компании, что неизбежно приводит к теме сокращения налогов и запуска программы налоговых льгот.

Кризисная ситуация на финансовых рынках обнажила очевидные недоработки, которые требуют устранения. Можно констатировать, что фондовый рынок больше не может работать без надлежащего совершенствования его деятельности. Для строительства долгосрочных планов не бывает плохих моментов, поскольку кризис дает возможность реалистично переосмыслить экономические перспективы. Пока не очень понятно, как именно наша экономика станет инновационной, поскольку ее перспективы по-прежнему находятся в сильнейшей зависимости от цены сырьевых ресурсов. Очевидно одно – необходимы массовые инвестиции в основной капитал, образование, технологии.

Профессиональные участники российского фондового рынка в полной мере ощутили на себе воздействие финансового кризиса. На фоне снижения стоимости акций объем торгов по ценным бумагам упал катастрофически, а последовавший паралич банковской системы явился слишком тяжелым ударом по финансовому состоянию подавляющей части инвестиционных и брокерских компаний, работающих на российском рынке. Кризис оказался достаточно жесткой проверкой на дееспособность для всех категорий операторов рынка. Количество операторов резко сократилось, некоторые компании вынуждены были переориентироваться на другие сегменты финансового рынка или уйти с рынка. Участники рынка, ориентированные на стратегию

сверхбыстрого роста, были обречены заранее – рано или поздно фондовый бум должен был закончиться. Если в период подъема проработка четкой стратегии казалась многим делом ненужным, то в посткризисное время четко сформулированная программа действий может сослужить хорошую службу, что наглядно может продемонстрировать вся история российского рынка фондовых ценностей.

Мировой кризис обнажил еще одну важную проблему – копирование «лучших практик» западных фондовых рынков, обозначив необходимость если не отказа, то очень осторожного и взвешенного подхода к использованию зарубежного опыта. Отчасти кризис подвел итог многолетней дискуссии о моделях фондового рынка, выставив оценку так называемой «американской модели рынка». Можно констатировать, что рынки продемонстрировали недостаток «гибких» и «умных» игроков, т. е. инвесторов с гибкой системой лимитов и достаточными аналитическими ресурсами. В результате возникла неэффективность с точки зрения риск/доходность, которая со всей очевидностью показала необходимость сдерживания «аппетита инвесторов к рискам», превысивших некий порог, оказавшийся критическим для финансовой системы.

Очевидно, что инфекция нынешнего финансового кризиса занесена в Россию с международных рынков, однако лечить болезнь следует глубокими изменениями в конструкции национальных финансов. Только глубокая перестройка существующей финансовой системы способна обеспечить национальную экономическую безопасность. Динамичное развитие экономики России 2001 – 2007 годов было рождено в кризисе 1998 года, и глобальные потрясения рынков в 2008 году должны дать старт глубоким изменениям в финансовой конструкции экономики, которые бы обеспечивали национальную безопасность, содействие росту и инновациям, доказали бы эффективность государства в создании нового центра влияния на денежной карте мира.

Второе десятилетие идут эксперименты на российских финансах: инфляционный шок 1991 – 1992 гг., финансовые пирамиды 1993 – 1994 гг., финансовая стабилизация 1995 – 1997 гг., оставившая экономику без денег, исчезновение с экономического горизонта более 600 чечовых инвестиционных фондов, создание спекулятивной модели финансового рынка в 1995 – 1997 гг. по всем сегментам: акции, государственный долг, валюта, деривативы, банки, нерезиденты, и как следствие, острейший кризис 1997 – 1998 г., едва не сломавший рыночную экономику. В 2000 – 2007 г. разыгран классический сценарий финансовой политики, предопределяющий кризис, который, как показывает история, был повторен десятки раз за рубежом, причем началом, по всей вероятности, стал банковский кризис ликвидности 2004 г., а концом явилось капитуляция рынка акций и облигаций и острейшие системные риски на денежном рынке по всему спектру долгов и финансовых институтов в 2008 году.

Кризис продемонстрировал вторичность российского фондового рынка и экономики в целом, зависящей от экономики западных стран, влияния информации, поступающей со стороны западных площадок и со стороны сырьевого рынка, что и определяет, главным образом, действия инвесторов. Ситуация еще более усугубляется тем, что основные российские частные сбережения в значительной степени носят офшорный характер, в связи с чем, независимо от действий иностранцев, должен быть достаточно большой пул внутренних инвесторов, который обеспечивает определенные ценовые уровни.

Обострившаяся в настоящее время проблема прямых инвестиционных вложений – это, в первую очередь, проблема ликвидности. Именно отсутствие ликвидности мешает делать широкомасштабные вливания в российские проекты. На сегодняшний день все системы российских торгов на российском фондовом рынке ориентированы фактически только на один уровень ценных бумаг с примерно одинаковым уровнем капитализации, и все имеют дело только с «голубыми фишками». Существует значительное количество предприятий с разным уровнем капитализации, но рынка для них практически нет. Западные инвесторы не могут вкладывать свои средства, поскольку не знают, как смогут получить деньги обратно. Кроме того, население лишено возможности даже при желании покупать акции малых и средних предприятий, имеющих перспективы значительного роста их капитализации. В странах с развитой инфраструктурой фондового рынка существует несколько уровней торгов, и на каждом происходит оборот ценных бумаг со своим уровнем капитализации. Российский же фондовый рынок ориентирован на один уровень торгов, и для большинства эмитентов доступ к имеющимся ресурсам внутреннего накопления практически закрыт, хотя в ближайшем будущем именно эти ресурсы будут едва ли не единственным источником инвестиционного финансирования.

Важно при этом учитывать, что деление капиталов на национальный и иностранный стало затруднительным в условиях, когда многие российские участники инвестируют средства в отечественный рынок через офшоры. Кредитные деньги крайне волатильны, провоцируют большую флуктуацию и движение внешнего капитала, вызывая резкие изменения цен. Рынок стабилизируют внутренние и государственные сбережения. Если бы в России существовала собственная развитая внутренняя инвесторская база, система сбережений в виде пенсионных, страховых и прочих накоплений, то, возможно, ситуация была бы значительно стабильнее.

В этой ситуации необходимо изменение правил игры, большее государственное регулирование финансовых институтов. Встает вопрос о радикальных изменениях финансовой системы, в том числе о реформировании рейтинговых агентств, внедрении механизмов мониторинга деятельности крупнейших финансовых институтов. Для начала необходимо

осознать простые и очевидные истины: деньги — это и энергия, и вода, и кровь экономики; платежная инфраструктура и безопасные дороги равны в своей значимости: биржа и ядерная энергетика – сестры по своей сложности, значимости в экономике и угрозах, которые они несут, финансовые рынки – не менее жесткое средство влияния, чем геополитика, армия, внешняя торговля. Поэтому неотложными задачами в настоящее время являются переход к новой модели финансового рынка и политики денежных властей в России, основанных на внутреннем спросе, на росте монетизации и снижении цены денег, на капитализации финансовых институтов, на создании налоговых стимулов сбережения и инвестиций; строительство рубля как свободной валюты; ослабление зависимости от «горячих денег» нерезидентов; создание режима, стимулирующего прямые иностранные инвестиции в приоритетные отрасли экономики; снижение цены денег; борьба с немонетарной инфляцией.

Одна из ключевых задач – социальная стабильность, диверсификация собственности в пользу среднего класса, поэтому в центре внимания должны быть финансовые активы среднего класса, его имущество в бизнесе, земля и недвижимость, передаваемые следующим поколениям, без опасения быть утраченными. Все это оценивается пока только на словах, но, к сожалению, пренебрегается всей реальной экономической практикой, а ведь, решив эту задачу, мы создадим массового инвестора, новые институты личных и коллективных инвестиций, обеспечим доступность информации, что неизбежно повлечет необходимый рост числа крупных прозрачных компаний, имеющих листинг на биржевых площадках.

Сегодня российский финансовый рынок – один из самых рискованных в мире, поэтому необходимы рекапитализация финансового сектора, консолидация его инфраструктуры, запуск компенсационных фондов и утяжеление надзора за рисками в финансовых институтах, создание национальных вариантов венчурной индустрии и финансовых рынков для инноваций.

Российский рынок крайне нуждается в эффективном центре управления всеми рисками, при этом нужно признать, что российские финансовые регуляторы не справились с задачей мониторинга и ослабления системных рисков в кризисный период. Нужно не только «заливать» избранные банки деньгами, но и публично расследовать случаи манипулирования финансовым рынком, предупреждая его новые возможные обвалы. Необходимо расширять операционную способность финансовых регуляторов и достраивать правовое ядро рынка и системы правоприменения, что даст возможность эффективнее бороться с манипулированием и инсайдерством, обеспечит честность и справедливость цен всех финансовых активов. Создание мониторинга рисков финансовых кризисов в финансовом секторе позволит ужесточить контроль за системными рисками внебиржевого оборота, вексельного рынка, рынка деривативов.

Новая финансовая и денежная политика, направленная на стимулирование роста, инноваций, внутреннего спроса, является отказом от управления такой сложной системой, как финансы, только по одному критерию – инфляции, имеющей к тому же в основном немонетарную основу. Первоочередная цель данной политики – превращение финансового сектора России в центр, определяющий скорость и направление движения на развивающихся рынках, в регионах Центральной и Восточной Европы, пространстве СНГ и стран БРИК, и ключ к этому – рост монетизации национальной экономики, расширение внутреннего денежного спроса.

Это означает, что необходимо прежде всего внести коррективы в проводимую экономическую политику, позволяющие свести к минимуму шансы катастрофического развития событий в случае дальнейшего обострения ситуации. И хотя имеющиеся резервы дают возможность проводить политику, направленную на ограничение влияния международного кризиса на российскую экономику, тем не менее, они не защищают от него. Основной проблемой остается недоверие банков к реальному сектору, и в этих условиях для исправления ситуации государство могло бы гарантировать банкам до 50 % кредитов.

Важно учитывать, что создание эффективной посткризисной модели рынка ценных бумаг связано с решением широкого круга вопросов, рассматривающих данный рынок как единую сложную многофункциональную систему. Такой подход позволяет исследовать перспективы инвестиционных возможностей российской экономики, выдать детальную характеристику деятельности отдельных элементов данного рынка, включая эмитентов, финансовых посредников и инвесторов. В отличие от предыдущих финансовых кризисов, это не просто конъюнктурный циклический спад, а действительно системный кризис; основная проблема возникла в точке соприкосновения вопроса кредитов, долговых обязательств и фондового рынка как инструмента определения цены на ценные бумаги. В результате сегодня мы увидели кризис всей той новой финансовой инженерии, которая на этих возможностях и выросла. Собственно, кризис «subprime», с которого все началось, – это кризис финансовых обязательств, секьюритизированных без должной оценки риска. В настоящее время встает вопрос о необходимости кардинальной перестройки финансовой системы в целом, фондового рынка, особенно той части, которая касается регулирования рисков и обращения финансовых инструментов.

Россия сегодня уже вплотную подошла к решению масштабных экономических задач, для которых необходимо создание соответствующих механизмов. Однако роль фондового рынка в инвестиционном процессе недостаточна и не отвечает ни потенциальным возможностям рыночной инфраструктуры, ни потребностям экономики.

Нельзя допустить восстановления в третий раз спекулятивной модели российского финансового

рынка, основанного на низкой монетизации и, как следствие, слабых отечественных банках, сверхвысокой доходности, закреплённом курсе рубля и «горячих» деньгах иностранных инвесторов. Как известно, на практике впервые эта модель сложилась в 1995 – 1998 гг., будучи основана на долларизации национальной экономики (Россия в тот период времени, по экспертным оценкам, была крупнейшим в мире потребителем наличных долларов), эксцессивном наращивании государственного долга, свободной игре нерезидентов на внутреннем рынке акций и внебиржевых срочных сделках с валютой. В 2000 – 2008 гг. эта модель была восстановлена во второй раз. При дефицитности инвестиций в экономике денежные власти направляли профициты бюджета и платежного баланса как «избыточную ликвидность» за рубеж, в доллары США, фунты стерлингов, евро, и, чтобы закрыть эту «черную дыру» в инвестициях, крупнейшие российские корпорации и банки стали наращивать внешний долг в тех же западных валютах. Уникальное сочетание открытого счета капиталов, экстремальной доходности и закреплённого курса рубля стало на внутренний финансовый рынок самые «горячие деньги» мира.

Все это происходило под громкие аналитические отчеты, подкреплённые многочисленными данными «технического» анализа, о росте капитализации российского рынка и его потенциальных перспективах роста. Однако, если в экономике, подобной российской, акции стоят больше 100 – 120 % ВВП, необходимо готовиться к кризису, что доказано десятилетиями кризисов, спекулятивных атак, финансовых инфекций по всему миру. Центральный Банк РФ выводил деньги, заработанные бюджетом на нефти, за рубеж под лозунгом борьбы с инфляцией, но тут же замещал их рублями, выпущенными против спекулятивных иностранных инвестиций и корпоративного внешнего долга, отказываясь от кредитной эмиссии безналичных рублей под рост экономического оборота, от выполнения важнейшей функции денежных властей всего мира, связь которой с валютными операциями вторична. Печальный итог – чрезмерная зависимость российского финансового сектора от нерезидентов, его способность двукратно усиливать негатив, идущий с западных рынков: нижняя точка индекса Доу-Джонса – минус 40 %, индекс РТС – минус 80 % (конец октября к январю 2008 г.). Это неестественно – иметь такое бедственное состояние финансового сектора и обременительный процент для населения при буме экспортных цен на нефть, газ и металлы и фундаментальном здоровье бюджета.

В 2008 г. насыщенность российской экономики деньгами, ценными бумагами, продуктами финансового инжиниринга к моменту кризиса была относительно невелика, по некоторым оценкам порядка 30 – 40 % ВВП (кроме акций). В перспективе рост финансовых рынков должен возобновиться в связи с приходом инвестиций, большей насыщенностью деньгами, рисками, финансовыми институтами и инструментами. В возможной будущей точке кризис-

ной бифуркации, к которой могут прийти финансовые рынки, работая с рисками, все денежные составляющие экономики, как ожидается, будут варьироваться в пределах 80 – 140 % ВВП, и при такой финансовой зрелости вероятный кризис может иметь более разрушительные последствия для экономики в целом.

Подводить итоги кризиса преждевременно, поскольку это тот процесс, про который нельзя сказать, что он завершился. Возможно, происходит достаточно серьезная ломка модели функционирования, как минимум, финансовых рынков, а может быть, и экономики в целом. Можно вспомнить, говоря о перспективах, когда в начале XX века Нью-Йорк начал претендовать на статус мирового финансово-го центра, эта идея также вызвала скепсис.

Очень важно перестать пользоваться рыночными, околорыночными и нерыночными мифами, и для начала перестать быть просто прилежными учениками на финансовых рынках, не только переводить с английского, но и генерировать собственные идеи, не оглядываясь на мифы и догмы, как это с успехом делают сейчас правительства и центральные банки западных стран, понимая, что находимся в жесткой конкурентной среде, в которой все средства хороши, как показывает примененный к России опыт.

Известно, что когда в 1998 г. Гонконг проводил государственные интервенции на рынке акций, чтобы противостоять спекулятивной атаке на свой финансовый рынок, он подвергся резкой критике со стороны международного инвестиционного сообщества, так как эти действия были сочтены нелиберальными и нарушающими свободу рынка. Сегодняшние меры правительства и центральных банков США и Европейского союза достаточно далеко стоят от либеральности и происходит самая масштабная за всю финансовую историю интервенция государства в жизнь рынков, выкуп за счет средств налогоплательщиков и печатного станка огромной суммы плохих долгов, которые сделали крупнейшие банки, принимая на себя все более высокие риски в погоне за прибылями, что бесконечно далеко от идей свободного рынка и минимального участия государства в экономике.

В 1990-е годы рыночный фундаментализм и жестко примененная неоклассика по идеологии МВФ царствовали внутри финансовых регуляторов России. Как следствие, финансовая стабилизация середины 1990-х годов оставила экономику без живых денег, с суррогатами, низкой монетизацией и слабыми финансовыми институтами. За ней пришли модель финансового рынка, скроенная под спекулятивных нерезидентов, ГКО, и денежно-кредитная политика по стандартам МВФ, как показала практика, неизбежно вызывающая кризис. Те же идеи ортодоксальной рыночности в 2000-е годы превратились в настойчивую борьбу с монетарной инфляцией, в вывод нефтяных денег из экономики под лозунгами их избыточности и недостатка в России инвестиционных проектов. Известно, что эти средства вкладыва-

лись с высокими рисками, в частности, 50 – 60 % резервов Центрального Банка России были номинированы в падающих долларах, более 20 % направлялись на финансирование ипотечного рынка США, значительная часть – на покрытие дефицитов бюджетов США и еврозоны. Деньги выводились, формировались эксцессивные валютные резервы, в то время, как отечественный бизнес, нуждающийся в инвестициях, стремительно наращивал внешние долги, получая базовые деньги длительных вложений в Лондоне, Нью-Йорке и Франкфурте, но не в России. В конце 2007 г. индикатор «Внешний долг банков и корпораций/Денежная масса России» составлял уже более 70 %, кроме того, в страну вливались «горячие деньги» нерезидентов, и, например, одна треть сделок на рынке акций ММВБ в 2007 г. осуществлялась по поручениям нерезидентов.

Необходимо также отметить, что налоговая нагрузка на отечественную экономику гораздо тяжелее, чем в Китае. Индикатор «Доходы расширенного правительства + Внебюджетные фонды/ВВП» в России составляет более 40 %, в Китае – 20 % (2007 г.). Налоговый пресс равен старым европейским экономикам с их ежегодным ростом в 1 – 2 %. Это одна из причин того, почему в России доля ВВП, идущая на накопление, составляет 24 %, а в Китае – 45 % (2006 г., по данным Всемирного банка). Во всех быстрорастущих странах налоговое бремя ниже, и так как нет ничего в мире более волатильного, чем цена на нефть, то стоит обвалиться нефтяным ценам, неизбежно наступит торможение экономического роста. В российской практике не используется множество известных в мире налоговых льгот для иностранцев, т. е. тех льгот, которые отправляют их деньги в длинные инвестиции, в капиталы инновационных компаний, в импорт технологий. Причина – гипотеза о несправедности налоговых льгот как института, следовательно, «равенство налогоплательщиков» и «отсутствие налогового арбитража» оборачиваются утратой времени и темпов. В Китае – десятки льгот, нацеленных на высокие технологии. Результат – доля высоких технологий в экспорте в Китае в три раза выше, чем в России (30 % и 9 %, соответственно; 2006 г., по данным Всемирного Банка), и поэтому необходимо вернуть стимулирующую функцию налоговой политике, найдя необходимый баланс с фискальной.

Как известно, оборотная сторона высоких налогов – эксцессивные государственные резервы, так как, налоговые доходы, пройдя бюджетный профицит и внебюджетные фонды, концентрируются в валютных резервах. В Китае, крупнейшем сберегателе мира, валютные резервы примерно равны ВВП, идущему на прирост капитала, в России – в 1,4 раза выше (2007 г.). Наша страна держала в 3,6 раза больше валютных резервов, чем США, Великобритания, Германия, Франция и Италия, вместе взятые (август 2008 г., ЦБР), и ее валютные резервы составляли на тот период времени 8 % от мирового объема, а ВВП – всего 2,4 %. Денежных запасов государства, т. е. фондов и резервов в системе публичных финансов и

монетарных властей, не должно быть больше, чем нужно. При должной и адекватной финансовой политике они могут быть относительно сокращены, пусть в небольших долях — но использованы для инвестиций в собственную экономику на публичном рынке акций и корпоративных облигаций.

После того как будет пройдено «дно» кризиса 2007 – 2009 гг., очень вероятен подъем мировой экономики в 15 – 20 лет (длинный цикл). В первые годы по инерции, пусть с ранами и изъятиями, может быть восстановлена моноцентричная модель финансового мира, основанная на Нью-Йорке и Лондоне. Для России это означает неизбежность крупного финансового маневра, и вместо формулы: «Много изымать, много резервировать, медленней расти, зависеть от цен на нефть и денег нерезидентов», лучше использовать формулу: «Умеренные налоги, точечные налоговые льготы, монетизация, низкая цена денег, осторожное снижение курса рубля, прямые иностранные инвестиции, оптимальные госрезервы, быстрый рост, акцент на инновации, усиление собственных финансовых мощностей». Конечно, финансовый ландшафт подвержен эволюции – быстро растет роль зоны евро, Китая, России, Индии и Бразилии, и вместе с тем в 2009 – 2011 гг. возможно восстановление, хотя и с необходимыми коррективами, существовавшей денежной модели мира, т. е., может начаться новый многолетний подъем мировой экономики, который будет характеризоваться притоком «длинных денег» и инвестиций.

Литература:

Булатов В.В. Тенденции фондового рынка в условиях финансового кризиса. Банковские технологии. 1999. № 1 (44). С. 53 – 55.

Булатов В.В. Новые технологии фондовых операций в условиях финансового кризиса // Финансист. 1999. № 2

(193). С. 61 – 64.

Булатов В.В. Арбитражное и антикризисное управление на фондовом рынке // Финансист. 1999. № 8 (197). С. 25 – 27.

Булатов В.В. Особенности антикризисных технологий // Банковские технологии. 1999. № 10 (51). С. 77 – 79

Булатов В.В. Investment banking: некоторые российские реалии // Банковские технологии. 2001. № 7 – 8 (70). С. 69 – 71.

Булатов В.В. Проблемы структурной перестройки экономики и фондового рынка. – М.: Институт экономики РАН, 2001. – 287 с.

Булатов В.В. Арбитражное управление и секьюритизация долговых обязательств акционерных обществ // Аналитический банковский журнал. 2002. № 3 (82). С. 86 – 88.

Булатов В.В. Арбитражное управление и секьюритизация долговых обязательств // Вестник НАУФОР. 2002. № 4. С. 27 – 29.

Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. – М.: Наука, 2002. – 416 с.

Булатов В.В. Инвестиции в структурную перестройку экономики и их состав // Трансформация хозяйственных связей. – М.: Институт экономики РАН, 2002. С. 270 – 297.

Булатов В.В. Основные направления укрепления корпоративной собственности // Трансформационные процессы и экономическое развитие. – М.: Институт экономики РАН, 2003. С. 192 – 202.

Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок. – М.: Наука, 2004, в 2-х томах (Т.1 – 353 с., Т. 2 – 256 с.).

Булатов В.В. Государство и рыночные механизмы (очерки теории и практики). – М.: Институт экономики РАН, 2006. – 174 с.

Булатов В.В. Очерки современной экономической теории и практики. – М.: Наука, 2007. – 232 с.