

НК Клуб

Никитский

Цикл публичных дискуссий

«Россия в глобальном контексте»

Выпуск 34

**«Фондовые рынки
и денежно-кредитные
механизмы в условиях
глобализации»**

ББК 65.252; 65.290-93; 65.293
Н62

ISBN 5-8341-0086-4

© ММББ, 2008 г.
© Никитский клуб, 2008 г.

Никитский клуб ученых и предпринимателей

НИКИТСКИЙ КЛУБ заявил о своей публичной деятельности в марте 2000 года, в июне того же года получил юридический статус. Название «Никитский», с одной стороны, связано с местом рождения Клуба, с другой — отражает стремление его основателей к культурно-исторической преемственности. Современное здание Московской межбанковской валютной биржи, оказавшей неоценимую поддержку в создании Клуба и организации его встреч, находится в непосредственной близости к месту расположения в прошлом Никитского монастыря, основанного в XVI веке боярином Никитой Романовичем Юрьевым — отцом патриарха Филарета. В районе Никитских улиц Москвы, получивших свое название от монастыря, в разное время жили выдающиеся люди России: князья Юсуповы, графы Толстые, А. В. Суворов, В. И. Вернадский, П. И. Чайковский, представители крупного московского купечества, промышленники, фабриканты. Сохранились памятники архитектуры, авторами которых были М. Ф. Казаков, Д. И. Жилярди, К. В. Терский, др. На Никитском бульваре в XIX веке размещался сначала Коммерческий, затем Государственный банк (в здании Музея Востока). В этом районе по сей день находятся научные, культурные учреждения, формируется современный деловой центр.

Круглый стол
«Фондовые рынки
и денежно-кредитные механизмы
в условиях глобализации»

Москва, 29 ноября 2007 г.

Участники обсуждения:

Бондуриянский Александр Зиновьевич,
проректор по учебно-методическому объединению Московской
Государственной консерватории им. П.И. Чайковского

Волков Константин Алексеевич,
президент СРО «Национальная фондовая ассоциация» (НФА)

Воскресенский Алексей Дмитриевич,
декан факультета политологии МГИМО (У) МИД России

Вьюгин Олег Вячеславович,
председатель Совета директоров ОАО «МДМ-Банк»

Данилов Юрий Алексеевич,
старший советник ФСФР

Ершов Михаил Владимирович,
старший вице-президент Росбанка

Королев Иван Сергеевич,
заместитель директора, заведующий отделом глобальных экономиче-
ских проблем и внешнеэкономической политики ИМЭМО РАН

Капица Сергей Петрович,
президент Никитского клуба

Миловидов Владимир Дмитриевич,
руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР)

Потемкин Александр Иванович,
президент Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ)

Рубцов Борис Борисович,

профессор кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга
Финансовой академии при Правительстве РФ

Рыбников Алексей Эрнестович,

генеральный директор ЗАО «ФБ ММВБ»

Сурцуков Михаил Иванович,

заместитель начальника Департамента инвестиционного анализа
и отношений с инвесторами ОАО «ЛУКОЙЛ»

Тамбовцев Виталий Леонидович,

заведующий лабораторией институционального анализа, профессор
экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова

Энтов Револьд Михайлович,

председатель Учебно-методического совета ГУ — Высшая школа
экономики (ВШЭ), заведующий сектором финансового рынка
ИМЭМО РАН

Круглый стол вел проф. **С. П. Капица.**

С. П. Капица

Дорогие коллеги, уважаемые гости клуба! Тема нашего совместного заседания с Национальной фондовой ассоциацией «Фондовые рынки и денежно-кредитные механизмы в условиях глобализации». Я чувствую себя немного не в своей тарелке. У американцев есть выражение: «A beggar among millionaires» («Нищий среди миллионеров». — *Ред.*), — примерно такое же ощущение вызывает у меня предмет обсуждения. Насколько я правильно понимаю, наша отечественная финансовая система в какой-то мере находится под влиянием мировой. Надеюсь, в процессе работы коллеги помогут мне больше понять проблему.

До выступления нашего основного докладчика Михаила Владимировича Ершова, старшего вице-президента Росбанка, сначала я хочу дать слово Константину Алексеевичу Волкову, президенту Национальной фондовой ассоциации.

К. А. Волков

Уважаемый Сергей Петрович! Уважаемые дамы и господа, коллеги!

Для меня большая честь выступить перед столь представительной аудиторией и приветствовать вас от имени Национальной фондовой ассоциации.

Тема глобализации и ее влияния на российский финансовый и фондовый рынок для нас крайне актуальная, поскольку, во-первых, участники НФА — крупнейшие российские финансовые организации, работающие как на российском, так и на зарубежных финансовых рынках. Во-вторых, наша ассоциация — национальная, и развитие внутреннего финансового рынка — одна из наших профильных задач.

В настоящее время НФА активно участвует вместе с Банком России и Группой ММВБ в развитии системы рефинансирования российских финансовых организаций, в том числе с использованием Генерального соглашения НФА по РЕПО (геро — обмен активами на определенный срок, например денежными средствами и ценными бумагами. — *Ред.*), а также рассчитываемых НФА индикативных цен — Фиксинга НФА, которые используются Банком России при проведении операций РЕПО с участниками финансового рынка. Мы надеемся, что развитие системы рефинансирования окажет существенное влияние на смягчение возможных последствий кризиса на мировых финансовых рынках для России.



К. А. Волков

Исследование Михаила Владимировича Ершова, связанное с проблемами глобализации, как и другие его работы последних лет, имеют большое значение, поскольку содержат фундаментальный анализ ситуации на мировых финансовых рынках. Поэтому мы обратились к руководству Никитского клуба с предложением провести сегодняшнюю встречу, и я хочу поблагодарить руководство уважаемого Клуба и Вас лично, Сергей Петрович, за поддержку нашей инициативы.

С. П. Капица

Для нас большая честь принимать участие в таком квалифицированном собрании финансовых специалистов. Хотя Никитский клуб обязан своим существованием поддержке ММВБ, и наши заседания прохо-



Фото В. Федорова

М. В. Ершов и С. П. Капица

дят главным образом на ММВБ, финансовые вопросы такого масштаба мы затрагиваем нечасто. Возможно, им надо уделять больше внимания, тем более что среди членов Никитского клуба есть серьезные, авторитетные экономисты. Что касается глобализации — нам эта тема близка. Это было и остается предметом и моих интересов. Многие процессы глобализации происходили и в прошлом, только раньше это занимало длительное время, сейчас же мир глобализируется буквально на глазах, на протяжении нашей жизни.

Я приглашаю Михаила Владимировича Ершова выступить и взять дело в свои руки.

М. В. Ершов

Где, как не в стенах биржи обсуждать проблемы фондового рынка и денежно-кредитной политики! Но обсуждать под шапкой с конспирирующим названием «Никитский клуб», чтобы, не оказывать, не дай Бог,

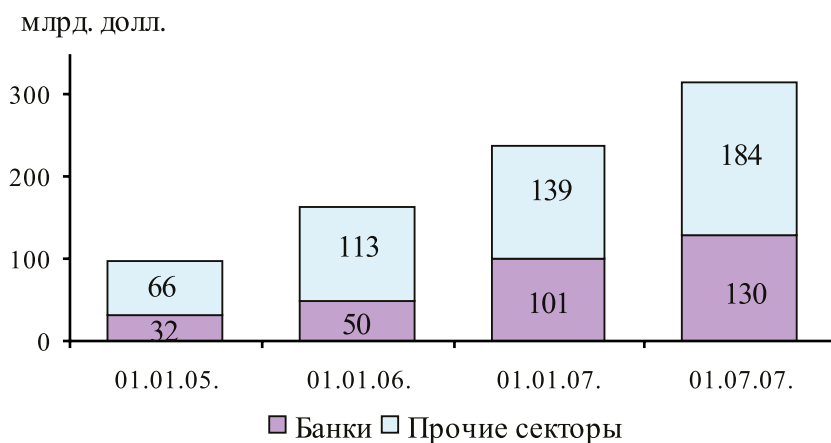


Рис. 1. Корпоративный внешний долг РФ (млрд. долл. США)

Источник: ЦБ РФ.

влияния на рынок и чтобы не сразу было понятно, кто здесь будет присутствовать и о чем здесь будут говорить.

Возникшие в последнее время проблемы на ипотечном рынке и обострение проблем мировой ликвидности нас, на самом деле, немного отрезвили. Это помогло увидеть болевые точки нашего роста как в экономике, так и на фондовом рынке. Помогло увидеть, что нужно сделать, чтобы рост был более устойчивым. Во времена дешевых длинных, масштабных денег на внешних рынках казалось, что все проблемы финансирования решаются сами собой и денежно-кредитные механизмы отходят на второй план: ну какая разница, в конце концов, что и экономика, и фондовый рынок в большой степени опираются на внешние ресурсы? Это же глобальная экономика и, наверное, это естественный процесс!? Тем более что экономика растет. Однако получается, что внутри экономики финансовые ресурсы адекватно не формируются или даже стерилизуются, в то время как рост и развитие экономики должны опираться на финансовые ресурсы. В отсутствие внутренних средств экономика вынуждена разворачиваться на внешние рынки. Именно это у нас и происходит: на протяжении последних нескольких лет наши компании и банки постоянно привлекают займы на внешних рынках. В результате трансграничный долг, т.е. прямой долг нашего реального сектора

и наших банков за рубежом уже достиг и даже, по последним данным, превысил 400 млрд. долл. США (рис. 1).

Для сравнения: вся наша денежная масса M2 составляет 11 трлн. рублей. Более того, соотношение источников фондирования для нашего реального сектора в процентном отношении сейчас выглядит примерно так: 65: 35 (т.е. 65% привлекается из российских банков, 35% — из зарубежных). С поправкой на внешнее фондирование — то, что банки привлекают самостоятельно («когда мы выходим на внешние рынки, мы берем кредит, а затем уже внутри перекредитовываем экономику»), — соотношение внешних и внутренних источников финансирования для реального сектора и для экономики составляет уже примерно 50:50 (рис. 2).

Соответственно, на фондовом рынке не могут закрепиться условия для стабильного роста, поскольку происходит консолидация ликвидности иностранных участников, играющих большую роль на этом рынке. Они вынуждены время от времени аккуратно продавать бумаги — россий-

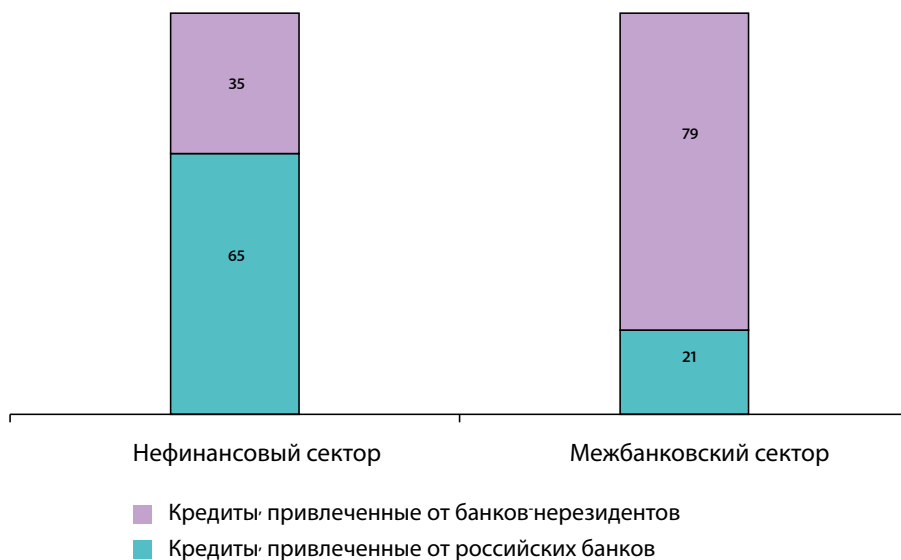


Рис. 2. Внутренние и внешние источники финансирования на некоторых сегментах российского рынка (на 1 июля 2007 г.; %)

Источник: ЦБ РФ.

ские бумаги — и аккуратно консолидировать свою прибыль, поскольку их материнским компаниям нужна ликвидность. Однако не надо забывать, что фондовый рынок стал также объектом инвестирования со стороны населения. Проблемы рынка теперь уже перестали быть чисто экономическими. Фондовый рынок приобрел дополнительное, социальное измерение. Это обстоятельство сразу ставит на повестку дня вопрос, какие у рынка и экономики в целом есть точки опоры и какие механизмы можно использовать в случае кризисного развития событий.

Здесь напрашиваются сравнения с рынками, не однажды проходившими через кризисные периоды развития. Посмотрите, как там синхронно и комплексно в случае кризисных процессов действует регулятор и сами участники рынка! Как масштабно и быстро добавляется ликвидность, быстро снижаются ставки рефинансирования, создаются специализированные структуры по выкупу плохих долгов, как это было сделано крупными банками в США в течение последних нескольких недель. Вводятся даже некие самоограничения самими участниками рынка, чтобы хоть как-то нормализовать процесс. Или вспомним печальные события 11 сентября: на следующий же день, 12 сентября, объемы рефинансирования, полученные американскими банками через дисконтное окно, превысили обычные каждодневные объемы более чем в 200 раз!

Готовы ли наши регуляторы к таким действиям? Может ли наш рынок рассчитывать на столь масштабную и мгновенную поддержку? Пока это вопросы риторические, но по мере углубления глобальных процессов они приобретают для нас все более практический характер. Мы стали открытыми для глобальной экономики, а стало быть, и для внешних рисков и внешних шоков. Поэтому у нас должны быть соответствующие механизмы и рычаги, с помощью которых при необходимости можно стабилизировать ситуацию.

Важный вопрос — рефинансирование. Оно становится более действенным и приобретает более значимую роль в нашей экономике. События лета-осени показали, что наши регуляторы начинают оперативно реагировать на то, что происходит на рынке. Важно расширить набор инструментов, принимаемых при рефинансировании в залог, который должен включать как первоклассные корпоративные, так и региональные бумаги. Это, во-первых, диверсифицирует сам рынок, во-вторых, увеличивает его ликвидность и, в-третьих, позволит более равномерно распределять ресурсы между отраслями или регионами. Можно сказать, внесет некую структурность в систему финансовых потоков. Вместе с тем

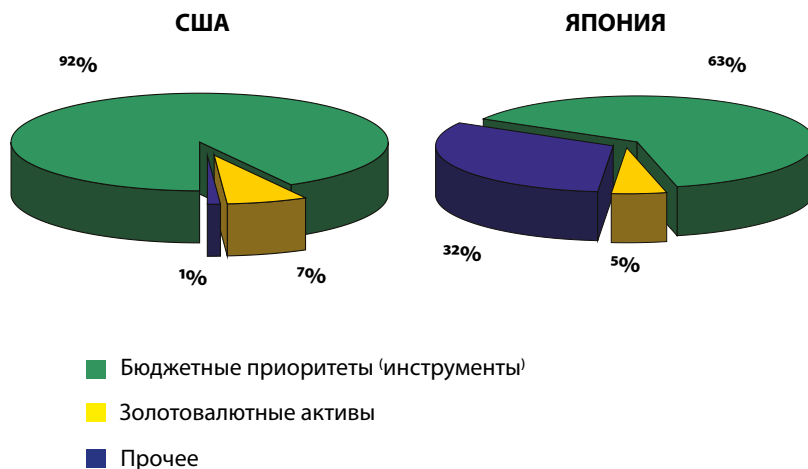


Рис. 3. Формирование денежной базы центральными банками
(конец 2007 г.)
Источник: ФРС США, Банк Японии.

проблем остается много. Например, не работает ставка рефинансирования — важнейший инструмент, который, как известно, может активно использоваться в качестве рычага воздействия на рынок. У нас этот инструмент следует за рынком — не формирует его, т.е. носит, по сути, условный, статистический характер. Но ставка рефинансирования в условиях нашего рынка пока и не может работать, потому что все денежное предложение формируется под приток валюты. Соответственно, связь с реальной ценой и денежным спросом на рынке становится условной. Более того, возникает еще один серьезный вопрос. Рефинансирование — это лишь источник краткосрочной ликвидности, а для устойчивого долгосрочного роста экономики и финансового рынка нужны долгосрочные системные ресурсы.

Так мы выходим на другой не менее важный вопрос — о механизмах денежного предложения, потому что именно эти механизмы есть первооснова для формирования долгосрочных системных ресурсов. Вся денежная база ведущих валют на 80–90% формируется на основе долговых, преимущественно долгосрочных, государственных бумаг. На этом основано формирование всей денежной базы, т.е. всего денежного предложения ведущих валют в ведущих экономиках мира (рис. 3). Причем,

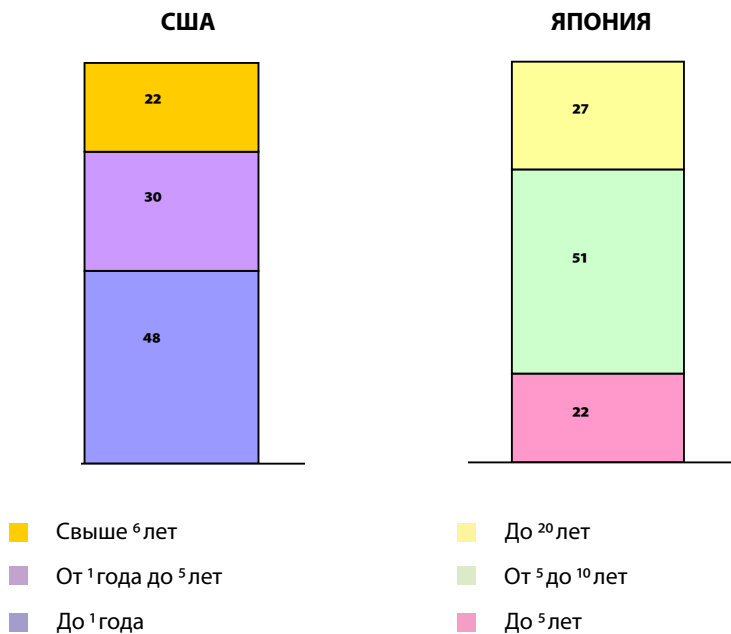


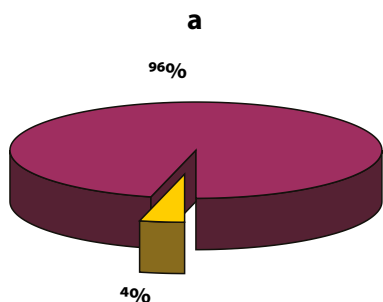
Рис. 4. Структура портфелей бумаг правительства у ЦБ, %

Источник: ФРС США, Банк Японии.

еще раз подчеркну, более половины из них — длинные бумаги, т.е. на срок до 20 лет (рис. 4). Это тот самый первичный импульс, который помогает экономике, мультиплицируя полученные ресурсы, развиваться дальше. Кстати, в результате такой политики не только формируются ресурсы, но и диверсифицируется сама экономика. При нашем механизме, когда денежное предложение осуществляется под приток валюты, сырьевой профиль увеличивается. К примеру, если экспортер продал валюту и получил рубли, то он становится источником рублевого спроса для всей остальной экономики, вынуждая её, экономику, обслуживать его потребности. Поэтому крен в сырьевую сферу только усиливается.

Теперь о самом фондовом рынке — здесь тоже огромный круг проблем. На нашем фондовом рынке в значительной мере преобладают спекулятивные ресурсы и внешние источники фондирования, из-за чего, конечно, возрастает чувствительность к мировой конъюнктуре и растет нестабильность. В такой ситуации большое значение приобретает вопрос о расширении внутренней финансовой основы фондо-

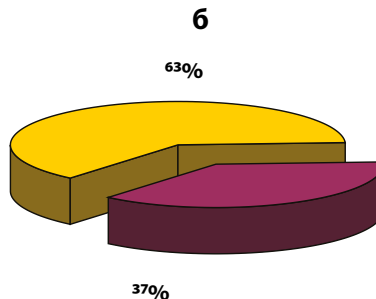
Структура торговли акциями на ММВБ по секторам экономики в I кв. 2007 г., %



■ Энергетика; нефть и газ; металлургия; банки

■ Прочие

Доля указанных отраслей в ВВП по производству в 2006 г., %



■ Отрасли, формирующие основной объем торгов на ММВБ (в соотв. с рис. а)*

■ Прочие

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

Рис. 5. Основные отрасли, формирующие российский фондовый рынок, и их доля в ВВП

Источник: ММВБ, Росстат.

вого рынка. Понятно, что для глобальной стабильности важно усиление национальных рынков, способных стать некими очагами стабильности и иногда даже работать вопреки глобальным тенденциям — это относительно важной дискуссии об автономизации национальных рынков (процессы, характеризующиеся термином «decoupling»).

На нашем фондовом рынке относительно небольшое число эмитентов (восемь-девять), формирующих, по сути, его основу. Более того, доля

этих эмитентов не отражает их места в экономике, поэтому напрашивается неутешительный вывод, что отечественный фондовый рынок не справляется с задачами эффективного механизма перераспределения ресурсов (рис. 5).

Как усилить роль внутренних инвесторов? Что нужно, чтобы притекающие ресурсы становились более долгосрочными? В этой области тоже существует некий опыт других стран. Последуем ли мы, к примеру, по пути Китая, где был введен режим квалифицированного иностранного институционального инвестора, прописывающий как порядок нахождения на рынке, так и порядок репатриации средств, и даже распределения акций на различные виды — к некоторым допускаются лишь резиденты, а к другим — резиденты и нерезиденты? Как вообще мы должны вести себя в будущем и к чему нам готовиться с точки зрения глобальных процессов, когда в развитых странах финансовая сфера и инвестиции все больше рассматриваются с геополитических и стратегических позиций? Напомню, что в созданном недавно Комитете по иностранным инвестициям в США, регулирующем притекающие инвестиции в США, девять постоянных участников. В их состав, кроме четырёх экономических министров, входят министр обороны, министр национальной безопасности, директор национальной разведки (Director of national intelligence), генпрокурор. Ответ на вопрос, в какую сторону все больше склоняется вектор глобальной конкуренции, здесь достаточно прозрачен. Надо ли нам иметь это в виду и соответствующим образом выстраивать собственную линию поведения?

Кто из регуляторов должен в первую очередь реагировать в случае кризисных событий на фондовом рынке? ФСФР? Но ФСФР прежде всего отвечает за правовую, юридическую базу на рынке. Центральный банк? У Центробанка есть мощные рычаги воздействия на рынок, но у нас он официально отвечает за валютный курс и цены. Насколько ответственность Центрального банка предполагает принятие срочных антикризисных мер на фондовом рынке или в других сферах? Достаточно ли у Центробанка полномочий для немедленного вторжения на рынок в случае опасности падения рынка? Или остается возможность для сложных дискуссий о сферах компетенции, пока рынок не упадет? Необходимо четко представлять, какие антикризисные меры закреплены за Центробанком и прописаны в его полномочиях. И эти полномочия нужно в целом увязать с задачами экономического роста и занятости, как это происходит в развитых экономиках.

Важно также, чтобы финансовая сфера была приближена к потребностям реальной экономики, а фондовый рынок стал эффективным инструментом обеспечения экономического роста.

С. П. Капица

Спасибо. Меня привлекло в Вашем докладе, что речь идет, в принципе, об управлении неустойчивой системой, какой и является мировая экономика. О том, как эту растущую, развивающуюся систему удерживать в определенных порядках и какими уже вне рыночными механизмами её стабилизировать. При большом наличии степеней свободы это один из очень сложных вопросов современной прикладной математики и механики. Такой же вопрос, кстати, возникает и в отношении демографической системы. Сейчас пытаются ею управлять, грубо говоря, чисто денежными средствами. Но мировой опыт показывает, что дело вовсе не в этом, а в каких-то более скрытых и неявных механизмах, управляющих развитием больших систем. Здесь есть нечто, наверное, связанное и с настроением людей, и, может быть, с какими-то политическими и психологическими неустойчивостями, способными развиваться в таких системах.

Я говорю с механистической точки зрения об обсуждаемой проблеме, и такой аспект анализа вполне укладывается в повестку рассуждений нашего клуба.

Возможно, у кого-то есть вопросы к Михаилу Владимировичу, прежде чем мы перейдем к другим намеченным выступлениям? Пожалуйста — Александр Иванович Потемкин, президент ММВБ.

А. И. Потемкин

Вообще, кризис тем и хорош, что выявляет слабые стороны системы, позволяет не только увидеть, но еще больше — озаботиться возникшими проблемами и найти какое-то средство, чтобы не допустить их в будущем. С моей точки зрения, по поводу всего, что сейчас происходит, так и хочется сказать: кризис не настоящий, т.е. банкротств нет, дефолтов нет! Мы же знаем, как выглядит эта картина: все кошмары кризиса мы изучили девять лет назад.

С. П. Капица

Это был важный урок.



Фото В. Федорова

А. И. Потемкин

А. И. Потемкин

Да. Но сейчас ничего такого не наблюдается, а извлечь урок из того, что происходит, хочется. Михаил Владимирович, на что, с Вашей точки зрения, надо обратить нам внимание? Я понимаю, что цель Вашего выступления — осветить тревожные моменты. Но все-таки, чему нас должен научить этот кризис?

М. В. Ершов

Под этим кризисом Вы имеете в виду и мировой, и отчасти «легкие иллюстрации» у нас?

А. И. Потемкин

Мне интересен прикладной характер происходящего для России. Поясню свою мысль на примере Азербайджана, где я недавно был. Страны с менее развитыми финансовыми системами в меньшей степени вовлечены в глобализацию и еще меньше были затронуты кризисом. Тем



М. В. Ершов

не менее им интересно, как же на это реагировать? Для них еще более актуальным становится вопрос, как научиться на ошибках других, — благо, что вроде бы не видно пока наших ошибок, раз нет разрушительных явлений на нашем рынке. Поэтому хотелось бы понять, на что непременно надо обратить внимание именно с точки зрения выстраивания российской денежно-кредитной, финансовой политики?

М. В. Ершов

Вопрос очень объемный, попробую ответить схематично. Некийстораживающий симптом, во-первых, проявляется в напряжении с ликвидностью, возникшем первый раз осенью и после этого часто повторяющемся. Здесь некий эффект сообщающихся сосудов. С одной стороны, какие-то ресурсы из экономики выводятся или стерилизуются,

с другой стороны, экономика растет, а для этого ей необходимо восполнять ресурсы. Поэтому она вынуждена обращаться, я об этом упоминал, к внешним рынкам. Соответственно, экономика становится более завязанной с этими рынками, принимая на себя и проблемы, которые там могут возникнуть. Поэтому здесь важно выстраивать политику таким образом, чтобы сбалансировать источники финансирования собственных внутренних, внутриэкономических процессов. Внешнее финансирование допустимо и необходимо, но внешнее финансирование не должно быть доминирующим. Его назначение — лишь дополнять преобладающие внутренние механизмы.

Важный момент — быстрота реакции антикризисных механизмов в случае возникновения паники на рынках, мгновенность ликвидности, поскольку мы знаем, что кризисы сейчас способны разворачиваться с большой скоростью, охватывая большое количество и отраслей, и предприятий, и компаний.

А. И. Потемкин

Получается, что мы все это выполнили?

М. В. Ершов

Как же мы все это выполнили, если у нас экономика примерно на 50% фондируется извне! И наш трансграничный долг составляет 400 млрд. долл. при денежной массе M2 в 10 трлн. рублей, т. е., по сути, вся денежная масса сформирована из внешних ресурсов!

А. И. Потемкин

Значит, выход все-таки есть: надо сжать долговые...

М. В. Ершов

Надо не сжать, надо сбалансировать, выправить ситуацию — это разные вещи.

С. П. Капица

Позвольте мне вмешаться. До обсуждения практических рекомендаций, я предлагаю продолжить общую дискуссию. Единственно, у меня возникает замечание: в системах регулирования и управления существует давняя дилемма — регулировать по производной или по прямым отклонениям? И то, и другое приводит в итоге к неустойчивости самой системы

управления. На самом деле это очень хитрый и сложный вопрос теории управляющихся систем. Реализуется и то, и другое. Во всяком случае, управляя автомобилем, вы управляете через производную, через наклон колес, скоростью же вы управляете другим способом.

Я хотел бы продолжить выступления и дать слово Олегу Вячеславовичу Вьюгину, председателю Совета директоров МДМ-банка. Прошу Вас, Олег Вячеславович.

О. В. Вьюгин

После выступления Михаила Владимировича я себя чувствую заваленным вопросами, как будто надо мной рухнуло небольшое строение. Поставлено очень много фундаментальных вопросов, и я боюсь, что мы сегодня здесь на них не ответим. Но некоторые позиции я бы обозначил сейчас.

Глобальный кризис — это кризис долговых рынков. В принципе, у мировых инвестиционных фондов деньги есть, они никуда не пропали и активно ищут возможности для инвестирования. Проблемы есть у отдельных банков, у которых напряжены балансы. На их балансах находятся активы, не имеющие цены, поэтому их невозможно продать. А банки потратились на них, привлекая пассивы, но, к сожалению, поскольку треснул ипотечный рынок, возникло такое напряжение. Понятно, что выход из этого положения заключается в том, чтобы рано или поздно каким-то образом идентифицировать цены этих непонятных активов или, если есть такая возможность, списать их. В принципе, выход из этого положения виден, это маленькая проблема.

Глобальная проблема, проявившаяся сегодня, состоит в другом. Глобальная проблема заключается в том, что, вообще говоря, есть два виновника возникшего в мировой финансовой системе напряжения. Первый виновник — несколько государств, активно использовавших курсовую политику, курсы национальной валюты, чтобы составить протекцию своим экспортерам и конкурировать с мощными экономиками Европы и Америки. Это Китай и Япония. Россия здесь — сбоку, Россия попала сюда случайно, потому что экспорт России — сырье и нефть, и заниматься протекционизмом, чтобы продать больше нефти, газа и металла, в общем-то, странно. Тем не менее мы это делали и продолжаем делать, хотя доходы мы в существенной степени забираем через специальное налогообложение выручки от продажи нефти за рубежом. Второй виновник «торжества» — Соединенные Штаты, которые решили, почему бы им этим ни воспользоваться.



О. В. Выюгин

В результате в последние годы сложилась следующая картина: Китай и Япония поощряют через курс низкие затраты своих экспортеров, которые сначала продавали товары Америке, сейчас они уже напали на Европу. В то же время, поскольку эти страны получают большой приток экспортной выручки, аккумулирующейся в резервах центральных банков, — они кредитуют бюджет США, который кормит своих потребителей. Возникает замкнутый круг. Что сделали Соединенные Штаты? Они увеличили бюджет в соответствии с предложением или спросом на ценные бумаги — правильное так сказать. Иными совами, есть спрос на ценные бумаги — будем печатать эти ценные бумаги, увеличивать бюджет: для нас-то это выгодно, мы за счет этого можем воевать в Ираке, еще что-то делать — в общем, демонстрировать мощь. И этот механизм хорошо работал,

и довольно долго работал. По моей оценке, где-то семь лет работал очень хорошо. Но любой стимулятор, даже кофеин, работает до определенного предела, после чего организм, система и пр. начинают разрушаться. Скорее всего, именно это мы и видим сегодня: организм пошел вразнос. Заодно это прихватило банки, потому что при такой мировой ликвидности на протяжении долгих лет было очень легко взять риски на балансы. В конце концов, ошибка произошла, и возник такой кризис.

Естественно, возникает масса вопросов, которые Михаил Владимирович поставил в своем выступлении: что же нам делать? Что в этой ситуации делать России, которая действительно не очень задета этим кризисом *пока*, потому что она будет задета, если реализуется сценарий, описанный многими аналитиками. Сценарий следующий. Из-за кризиса долговых рынков кредитование сильно ограничится, затем произойдет спад цен на жилье в Америке, начнется снижение темпов роста, возможно, произойдет рецессия, начнут падать прибыли компаний, сократится мировой спрос. После этого, вероятно, в российских компаниях произойдет спад прибыли, поскольку фондовый рынок живет по принципу: если компания производит прибыль — все в порядке; если компания демонстрирует ухудшающиеся результаты — начинается постепенное бегство инвесторов с рынка. Если осуществится этот сценарий, то, возможно, в следующем году наш фондовый рынок перестанет вести себя так, как, на мой взгляд, он разумно себя проявлял в последнее время. Такая ситуация возможна, и это единственное, чем может Россию поразить этот кризис.

Снижение цен на нефть? Возможно. Но если ФРС (Федеральная резервная система. — *Ред.*) будет продолжать такую же политику, как сегодня, то цена-то на нефть может и не снизиться, но она будет измерена в долларах — слабых по отношению к другим валютам. Вызовы для России в связи с этой политикой на самом деле находятся не на фондовом рынке. Да, на фондовом рынке могут быть проблемы, но они не будут фатальными для экономики в целом. В банковском секторе — да, могут быть проблемы, потому что сейчас в результате ограниченного доступа на рынке капитала для банков сокращаются сроки пассивов в банковской системе, потому что у нас единственный надежный длинный источник пассивов — это депозиты населения, все остальное — пока не очень длинные деньги. И иностранные займы как раз давали длинные пассивы российским банкам.

Сейчас иностранные займы будут сокращаться, и, собственно, из-за этого возникает напряжение на денежном межбанковском рынке,

потому что банки в очень хороших условиях, которые были до августа, наращивали длину активов, и вдруг оказалось, что пассивная часть по срокам начала сокращаться. Как себя ведет классический банк в такой ситуации? Он начинает финансироваться на денежном рынке, чтобы закрыть разрыв, — именно это мы и видим сегодня. Разрыв пока, кстати сказать, не очень большой: ну берут в РЕПО 300 млрд. — это не так много, честно говоря. Вот если бы брали триллион, тогда я бы обратил на это внимание.

А. И. Потемкин

Если бы Вы сейчас были первым зампредом Центрального банка, Вы бы так не сказали.

О. В. Вьюгин

Это понятно, тем не менее ситуация пока такова.

Это о том, как может быть задета Россия непосредственно. Но я считаю, что существуют другие, более серьезные вызовы.

Первое. Если такой «компот» будет продолжаться и дальше, то Россия попадает в очень странное положение. С одной стороны, она фактически проводит политику фиксированного курса, т. е. принимает приток экспорта, выручки от экспорта в резервы Центрального банка. С другой стороны, Россия понимает, что это влечет за собой инфляцию, что и происходит на самом деле. У нас повысилась инфляция именно потому, что курс, безусловно, не балансирует платежный баланс с точки зрения генерируемых потоков — как текущих, так и капитальных. Отсюда возникает вопрос, должны ли мы платить инфляцией сегодня за такую глобальную ситуацию, или тактически это правильно, и лучше сейчас заплатить инфляцией, чтобы потом обойтись без каких-либо проблем? Это серьезный вопрос.

Второе. Понимаете, отбирая доход от выручки нефти и, наверное, газа, — возможно, в стабилизационный фонд, неважно, как это назвать, — государство фактически изымает часть накоплений в государственный бюджет. По логике эти деньги, конечно, можно резервировать, но понятно, что государство их будет тратить. А что делает государство, когда тратит такие деньги? Начинает покупать активы. В результате мы наблюдаем в нашей экономической политике четко выраженную тенденцию, когда ситуация провоцирует государство к серьезной скупке активов в разных видах — через институты развития, через фонды.

Таким образом, мы фактически занимаемся национализацией экономики. Правда, честно, за деньги, все как положено. Но такая политика может привести к тому, что у нас будет как бы экономика Советского Союза, но коммерческая.

В чем состояла проблема советских предприятий — в том, что они ничего не могли делать самостоятельно: цены менять было нельзя, ресурсы поставляли только по плану и продавали их тоже только по плану. Шаг, на который надо было решиться тогда, — либерализовать рынок ресурсов и цен, и получились бы коммерческие государственные предприятия, которые, наверное, работали бы более эффективно. Собственно, такую модель можно строить.

Но специалисты, экономисты говорят, что, вообще говоря, инновационный прорыв и эффективные экономики держатся сейчас совершенно на других принципах. Постиндустриализацию повторять бессмысленно, нужно создавать следующий уровень механизмов экономической конкуренции. Сейчас в умах передовых экономистов, особенно на Западе, такие модели существуют, их формулируют, но построены они, безусловно, не на «национальных чемпионатах», не на опыте Южной Кореи или Китая. Они построены на других принципах. Этот вызов мешает правильному ходу мыслей и правильному построению политики, которая действительно вывела бы Россию к конкурентоспособной экономике.

На мой взгляд, и платить инфляцией сегодня за спор между Азией и Америкой вряд ли стоит. Европа же не платит. Мы говорим, что в Европе экономика сильнее, но у нас есть такой, хотя бы временный, выход — это стабилизационный фонд. Частично деньги мы стерилизуем и таким образом препятствуем голландской болезни или слишком сильному конкурентному давлению со стороны международных производителей. В принципе, мне кажется, было бы правильно Центральному банку сделать шаг вперед. Конечно, не вводить плавающий курс в классическом понимании, а, скажем, осуществлять покупку валюты ровно в той мере, в какой можно, чтобы контролировать инфляцию. В Центральном банке есть специалисты, которые запросто посчитают денежную программу под заданный уровень инфляции и довольно хорошо это делают, они, что называется, собаку на этом деле съели. Из этой денежной программы будет видно, сколько можно купить валюты. Если это произойдет, то появится и процентная ставка — вот, собственно, и шаг вперед. И этот шаг нам надо сделать.

С. П. Капица

Следующий выступающий — Борис Борисович Рубцов, профессор кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ. Это уже больше теоретическая экономика, чем практическая.

Б. Б. Рубцов

Прозвучала мысль, что в современных условиях наблюдается тенденция к огосударствлению и стремлению направить государственные ресурсы на приобретение тех или иных активов. Это однозначно плохо. Позволю себе рассуждения на эту тему.

В данном случае мы как раз сталкиваемся с проблемой провала рынка. Наш фондовый рынок замечательно развивается, капитализация к ВВП составляет 100% — вполне неплохие показатели. Но если посмотреть структуру нашего фондового рынка и капитализацию компаний, которые должны, с моей точки зрения, определять лицо современной развитой экономики, например, машиностроительную отрасль (оставим в стороне химическую промышленность, компании связи и пр.), то на машиностроительные компании в России приходится только 1% капитализации.

Основная функция фондового рынка, как и финансового рынка в целом, — это все-таки мобилизация ресурсов для инвестиций, перераспределение накоплений в пользу инвестиций. В России же относительно многочисленные размещения акций последних лет — и первичные публичные размещения, и вторичные публичные размещения небольшого количества акций — проводились либо банками, либо компаниями нефтедобывающего сектора, торговли, связи. Практически не было размещений компаний высокотехнологичных отраслей обрабатывающей промышленности. В структуре средств, привлекаемых российскими компаниями с помощью выпуска облигаций, примерно такая же картина: где-то треть, наверное, это банки, в значительной мере торговля; металлургия и компании обрабатывающей промышленности, по последним данным, составляют 8–10%.

Все у нас, как будто, хорошо: народ покупает машины, кредит получает в огромных количествах, но меня не покидает ощущение, что что-то все-таки не так, потому что я не вижу серьезных прорывов в области технологий. И это говорит о том, что нет инвестиций в отрасли, которые могут реально вывести нашу страну на передовые позиции. Почему-то как раз здесь фондовый рынок не работает.



Б. Б. Рубцов

В этом случае, очевидно, необходимы государственные действия, связанные с перенаправлением денежных ресурсов в конкретные отрасли. Другое дело, как это осуществлять. А осуществлять это надо, используя механизмы фондового рынка, поскольку они позволяют более эффективно использовать ресурсы, в отличие от государственных инвестиций, которые уходят, как вода в песок. Этот вопрос требует конкретного обсуждения и проработки.

То, что делает и ММВБ, и РТС, создавая новые инновационные секторы, — «СТАРТ» и «ИРК», — один из шагов в этом направлении, но далеко недостаточный, потому что пока результаты с точки зрения привлечения в этот сегмент российских эмитентов очень скромные. Возможно, основная проблема кроется не на фондовом рынке, и есть другие глубинные причины.

С. П. Капица

Вопрос у Револьда Михайловича Энтова, заведующего сектором финансового рынка ИМЭМО РАН, академика РАН.

Р. М. Энтов

Борис Борисович — один из самых известных у нас специалистов, автор книг по финансовым рынкам. Тезис о провалах рынка очень интересен — речь идет о провалах рынка вообще? В любой стране финансовые рынки испытывают провал? Или это провал российского финансового рынка?

Б. Б. Рубцов

В данном случае российского финансового рынка.

Р. М. Энтов

Может быть, можно что-то сказать, почему в других странах этого нет, а в России есть?

Б. Б. Рубцов

Это глубокий теоретический вопрос, на который я не отвечу, потому что, очевидно, основная причина здесь не в самом финансовом рынке, а в чем-то другом.

А. И. Потемкин

Можно замечание? Олег Вячеславович, наверное, правильно предлагает сейчас каким-то образом справиться с инфляцией. Но если это сделать так, как он говорит, как Вы думаете, от машиностроения у нас что-нибудь останется? Если будет усиленное укрепление курса? Уж очень неожиданно прозвучали два, с моей точки зрения, противоположных варианта развития. Может быть, они и находятся в гармонии...

Б. Б. Рубцов

Вопрос курсовой политики я не затрагивал в своем выступлении. Но я как раз не думаю, что это отрицательно повлияет на российское машиностроение.

М. В. Ершов

Александр Иванович, небольшой комментарий. Посмотрим, конечно, что может получиться в результате удорожания рубля, устойчиво наблюдаемого в последние годы, и какие могут возникнуть неожиданные

негативные последствия. Но, во-первых, несмотря на увещевание, что экономический рост не сегодня-завтра прекратится, пока экономика продолжает расти. Да, есть некие настораживающие моменты, связанные с ростом импорта и т.п., но это параллельные издержки, пусть даже и важные. Во-вторых, то, о чем я упоминал, — может быть, кто-нибудь потом прокомментирует более подробно, — для меня самого удивительно, что рост происходит на базе опережения обрабатывающих отраслей по сравнению с сырьевыми, хотя раньше наблюдалось прямо противоположное. И наметились качественные изменения, связанные с внутренним спросом, когда именно факторы внутреннего спроса и инвестиций становятся неким локомотивом, вытягивающим этот рост. Посмотрим, может быть, что-то такое накапливается, а потом рванет. Но пока, по крайней мере внешне, мы видим вполне заслуживающие внимания позитивные тенденции. Посмотрим, как будет дальше.

С. П. Капица

Мне кажется, сейчас мы подошли к очень важному моменту: что делать с нашей крупной финансовой системой, с рынком — регулировать его внешними обстоятельствами или надеяться на внутренние силы, которые приведут к коррекции возникшей неустойчивости? Этот вопрос, по-моему, имеет давнюю историю. Все говорят об управляемом рынке. Мне вспоминается дискуссия, о которой я здесь уже рассказывал, когда у меня в передаче на телевидении это было центральной темой в разговоре двух крупных экономистов — Николая Николаевича Иноземцева и Василия Васильевича Леонтьева. Это было почти 25 лет назад.

У нас есть два человека, которые могли бы ответить на этот вопрос: Владимир Дмитриевич Миловидов, руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) и Михаил Иванович Сурцук, заместитель начальника департамента инвестиционного анализа и отношений с инвесторами компании «ЛУКОЙЛ». Кто из вас хотел бы начать эту дискуссию?

М. И. Сурцук

Прежде всего, хочу сказать, что я выступаю в личном качестве и высказываю свою точку зрения как частный инвестор, внимательно наблюдавший в этом году за фондовым рынком.

У нас очень странный фондовый рынок. Едва назначили нового президента Сбербанка — первое, о чем он заявил, что собирается вывести акции Сбербанка на Лондонскую фондовую биржу. Может быть,



Фото В. Федорова

А. Д. Воскресенский и Р. М. Энгов

стоило бы подумать об увеличении доли отечественных инвесторов на российском рынке?

Насколько отечественный фондовый рынок зависит от внешних рынков? Если учесть, что доля иностранцев в активном обращении составляет более $2/3$, независимого национального рынка у нас, по сути, нет. Насколько он регулируется? В этом году, как никогда прежде, было видно, что наш фондовый рынок очень хорошо регулируется. Но — извне. Регулирующие меры не вполне очевидны для неквалифицированных инвесторов, но если постоянно следить за рынком, можно заметить, что, когда акции некоторых крупных компаний подходят к определенным рубежам, рынок выстраивается вслед за ними, и эти рубежи не пробиваются.

Недавно компания Goldman Sachs объявила о том, что потери ликвидности в финансовом секторе могут достичь 2 трлн. долл., учитывая, что обесценение собственно ипотечных активов составит примерно 400–500 млрд долл., которые в свою очередь с финансовым рычагом до десяти были использованы для обеспечения производных финансовых инструментов.



Фото В. Федорова

М. И. Сурцук

Сокращение ликвидности иностранных инвесторов и определяет динамику российского рынка в текущей ситуации. Происходит осторожная продажа акций, имеющих очень хороший фундаментальный потенциал роста, усиливающаяся при попытках подъема. Это вполне объяснимо: у инвестфондов проблемы с балансовыми показателями, и они понемногу подтягивают ликвидность в материнские компании. Поэтому я не думаю, что в следующем году нас ожидает существенное снижение капитализации, во всяком случае в долларах, потому что нет заинтересованных в этом. Вырасти нашему рынку не дадут, но и глубокого падения, я считаю, не будет.

С. П. Капица

Сейчас я хотел бы дать слово Алексею Эрнестовичу Рыбникову, генеральному директору Фондовой биржи ММВБ. Если можно, я попро-

сил бы Вас иметь в виду вопрос, отражающий интересы, так сказать, сословий, с которыми я связан, — вопрос об инновациях: как финансировать эту область? Об этом очень много говорят, но, насколько я знаю, ничего не происходит.

А.Э.Рыбников

Сегодня прозвучало много тем о фондовом рынке, которые все время на слуху. Это и уход российских эмитентов, и размещение их на зарубежных площадках, и вопрос о том, что фондовый рынок пока не стал полноценным средством перераспределения капиталов в экономике, не стал средством эффективной трансформации сбережений в инвестиции, и что физических лиц работает на фондовом рынке мало. Действительно, как ни считай, только 1–1,5% населения покупает ценные бумаги напрямую или через систему коллективных инвестиций. Это, конечно, крохи. Говорили и о задачах фондового рынка, например, о финансировании инноваций и т. д.

Я не претендую на то, что могу предложить магический рецепт, как избавиться от всех проблем. Но все-таки считаю, что некое решение по многим направлениям, связанным с фондовым рынком, способное дать реальный прорыв российскому рынку и задать вектор его развития на ближайшие 10–15 лет, существует. Это решение я условно называю «модель развития российского фондового рынка». Поясню, о чем идет речь.

Сегодня внутри страны у нас сложилась фактически конкурентная модель, когда несколько инфраструктурных групп, каждая из которых включает биржу, депозитарий, расчетную организацию, конкурируют между собой. Мы воюем друг с другом за одних и тех же клиентов, эмитентов, мы воюем за одних и тех же инвесторов, брокеров, при этом с нами на нашей же территории конкурируют глобальные площадки. Я думаю, что мы вступаем уже в полосу, когда эта внутренняя конкуренция становится препятствием, и возникают системные ограничения, которые не дают возможности нашему рынку эффективно и быстро двигаться вперед. Заложником этой внутренней конкурентной борьбы стала проблема создания центрального депозитария, не имеющая положительного решения в течение длительного времени. Сложно ожидать радикального снижения издержек для участников рынка в условиях, когда им приходится платить за разные технические платформы в каждой из наших инфраструктурных организаций.



А. Э. Рыбников

Наличие нескольких бирж внутри страны посылает конфликтующие сигналы эмитентам. Куда ему, эмитенту, идти? На какую площадку? На ту, где к нему будут предъявлять меньшие требования по корпоративному управлению и где ему легче разместиться, или, наоборот, на площадку, где эти требования высокие, но зато он всем сможет рассказать, в каком качественном месте разместил свои акции? СТАРТ на РТС и наш Сектор инновационных и растущих компаний (ИРК) — как разобраться, что лучше? Индекс ММВБ или индекс РТС — на что ориентироваться частному инвестору? Таких вопросов множество.

Сейчас мы начинаем втягиваться в серьезную дискуссию, соответствует ли эта конкурентная модель потребностям российской экономики на современном этапе в условиях глобализации. В условиях, когда во всем мире наблюдается консолидация инфраструктурных

организаций, нам имеет смысл обсуждать консолидированную модель финансового рынка внутри страны. Я не говорю о создании единой биржи, но очень поддерживаю то, что в свое время говорил Владимир Дмитриевич Миловидов, — идею холдинга, который мог бы объединять торговые площадки уже на основе собственности. Естественно, что тогда автоматически решается проблема центрального депозитария и многие другие вопросы, связанные с функционированием фондового рынка. Возможно ли это?

Учитывая, что в инфраструктуре очень много так называемых stakeholders (англ. «владельцы доли». — *Ред.*), т. е. групп людей, организаций, имеющих свои интересы в инфраструктуре (акционеры существующих инфраструктурных организаций, государство, пользователи этой инфраструктуры), любая выбранная модель (будь то какая есть, и пусть она развивается дальше, или, наоборот, консолидированная) должна получить поддержку этих заинтересованных сторон. Есть ли у консолидированной модели шансы получить поддержку stakeholders? Я считаю, что есть, потому что в этой модели акционеры могут увидеть для себя рост стоимости своих владений, своих долей в инфраструктурных организациях.

Для государства создание конкурентоспособной внутренней консолидированной инфраструктуры — это в том числе средство предотвращения ухода российского рынка за рубеж. Современная, построенная по правильным международным нормам инфраструктура дает возможность иностранным инвесторам эффективно работать внутри страны. И не нужно будет покупать российские бумаги через Лондонскую биржу, если российская инфраструктура будет вполне способна предоставлять такой же уровень сервиса, как за границей. Пользователям, конечно, объединение ликвидности и центральный депозитарий нужны, поэтому я считаю, что шанс договориться и построить такую консолидированную инфраструктуру с учетом интересов всех заинтересованных сторон есть. С этим нельзя затягивать, потому что все это нас самих уже начинает тормозить.

Подводя итог, скажу, что, по моему личному мнению, самая важная сейчас задача для развития фондового рынка, на которую имеет смысл бросить все силы и внимание, состоит в том, чтобы договориться и построить соответствующую инфраструктуру рынка. И я рад, что эта тема сейчас активно обсуждается на самых разных уровнях. Чем быстрее мы эту дискуссию пройдем и перейдем к практическим шагам, тем лучше.

С. П. Капица

А как эта инфраструктура работает на создание инновационного капитала, о котором я говорил?

А. Э. Рыбников

Фондовый рынок — источник средств для предприятий, средств для трансформации сбережений в инвестиции, для финансирования инновационной деятельности, средств для перераспределения капиталов между разными отраслями экономики. А инфраструктура — это система кровеносных сосудов фондового рынка. Фондовый рынок функционирует, потому что его обслуживает эта самая инфраструктура. И от того, как она отстроена, насколько она эффективна, насколько дешева и конкурентоспособна, насколько позволяет вести операции нашим брокерам внутри страны, зависит работа фондового рынка.

С. П. Капица

Это я понимаю, но с прежним упорством спрашиваю, куда же, как говорится, ехать с этим инструментом? Может быть, нам об этом расскажет Владимир Дмитриевич Миловидов, руководитель ФСФР?

А. Э. Рыбников

Все инструменты есть уже на фондовой бирже здесь — нужны условия, чтобы они хорошо заработали.

В. Д. Миловидов

Я первый раз принимаю участие в столь замечательном собрании Никитского клуба, внимательно слежу за ходом дискуссии и хочу понять, насколько она научно формализована или свободна и допускает некие вольности. Пока я не совсем еще ощутил жанр, но хочу начать с того, что за этим столом я нахожусь под впечатлением двух обстоятельств. Во-первых, под впечатлением слов Сергея Петровича (я потом скажу, что имею в виду) и, во-вторых, оттого что напротив меня сидит Револьд Михайлович Энтов. Оба эти обстоятельства действуют на меня особым образом.

Я давно знаком с Револьдом Михайловичем. Я понял, чего не хватает российскому финансовому рынку — это то, о чем Револьд Михайлович говорил еще тогда, когда российского финансового рынка не было: на этом финансовом рынке не хватает физиков и математиков. И когда мы, будучи аспирантами, штудировали учебники, Револьд Михайлович



Фото В. Федорова

В. Д. Миловидов и А. И. Потемкин

подавал нам пример (здесь присутствуют некоторые из его аспирантов; я не был его аспирантом, но работали мы рядом) тем, что читал книги, где была куча интегралов и производных. Мы на это все смотрели, затаив дыхание, и понимали, что ничего в этом не понимаем.

И Вы абсолютно правы, Сергей Петрович, когда сказали, что относиться к экономике в целом нужно как к сложным системам. Одними деньгами, только с точки зрения денег оперировать в этой сфере, наверное, нельзя. Сегодня финансовым рынком управляют как минимум две категории лиц. Первая категория — экономисты, которые стараются влиять на ситуацию на финансовом рынке (к счастью, на фондовом не пытаются, потому что ресурсов нет) через экономический индикатор, через движение финансовых ресурсов, через интервенции, как это делает Центральный банк. Пытаются действовать через процентные ставки, т.е. через некие денежные агрегаты. Вторая категория — юристы, воздействующие на ситуацию на финансовом рынке, влияя на перераспределение прав собственности, на интересы, права.

Возвращаясь к тому, что я сказал, на нашем рынке не хватает физиков и математиков, поэтому с подходом как экономистов, так и юристов взгляд всегда остается смещенным в одну сторону. А система сложная, не однозначная. На нее влияют и психологические факторы, и факторы, которые, вообще говоря, сегодня не могут быть оценены ни с экономической, ни с юридической точки зрения. И при всем совершенстве — я абсолютно искренно об этом говорю, — при всем достигнутом на данном этапе совершенстве нормативной базы российского законодательства его надо развивать дальше. Неслучайно в западных странах, как сказал Михаил Владимирович в своем выступлении, интерес и к инвестициям, и к финансовому рынку проявляют не только представители экономических и юридических, но и специальных институтов, т. е. представители спецслужб. Потому что, мне кажется, один из глобальных вопросов состоит в том, что сегодня в мировой экономике существует дилемма между весом материального богатства и весом финансового богатства, выражающего это материальное богатство. Мы видим (я говорю не в точных терминах, а на уровне ощущений), что западная развитая экономика — это в значительной мере финансовая экономика, экономика финансовых активов. Это экономика, в которой фактически движение богатства, движение, скажем, национального продукта или благосостояния в значительной степени измеряется финансовыми инструментами, финансовыми активами.

В России мы действительно преуспели за последние годы и вышли на относительно высокую для нас планку, если можно так выразиться, «финансизации» материального богатства — высокую, но существенно меньшую, чем в западных странах. И мне интересен был прозвучавший сегодня вопрос, что для нас означает этот кризис и повлияет ли он как-то на нас? А у меня возникает вопрос, как он влияет на них, на их экономику? Потому что мы видим, что сегодня при многомиллиардных потерях банков в США никто из окна не выбросился и волосы на себе не рвал. Кого-то уволили, наверное, сотрудники в конце года бонусов не получают, но катастрофы-то не произошло. *(Реплика из зала: Владимир Дмитриевич, но еще выбросятся!)* Не знаю. Я не уверен, потому что я не знаю до конца ответа на вопрос, как работает финансовый кризис в условиях абсолютно финансовой экономики, где доминируют финансовые активы, где на одном конце этой финансовой экономики происходит существенное падение стоимости финансовых активов, а у кого-то — прибавление. Например, совсем недавно в прессе были публикации

о том, что некоторые хеджфонды в США, в Европе заработали на этом колоссальные деньги.

Имея дело сегодня с финансовыми экономистами, когда доминируют финансовые активы, сложно сказать, что наблюдаемый кризис — катастрофа. Может быть, он, наоборот, послужит очищением, и мы увидим через некоторое время такой бурный рост новых финансовых активов, что нам будет не угнаться. Влияет это на нас? Наверное, влияет.

Я поддерживаю коллег в том, что, конечно, денежно-кредитная политика, сопровождаемая в последние годы созданием стабилизационного фонда, способствовала амортизации финансовых влияний, плюс тот факт, что наша экономика еще недостаточно финансовая. Потрясения той экономики пока на нас влияют очень опосредованно. Да, мы их чувствуем. Но я не думаю, что мы их чувствуем существенно, потому что у нас другой объем богатства и в других формах.

Я себе позволил несколько произвольных теоретических отступлений, но отмечу, что сегодня российский финансовый рынок, мне кажется, достаточно защищен в силу причин, о которых я сказал. К тому же у нашего рынка очень большой запас роста, потому что соотношение между материальным и финансовым богатством в нашей экономике еще очень невелико, и в этом смысле емкость нашего финансового рынка очень большая.

Правильно было сказано о необходимости развивать инфраструктуру. Все наши финансовые институты, созданные сегодня, готовы принять объемы капиталов, в разы большие, чем существующие сегодня. Да, их нужно совершенствовать. Да, их можно регулировать, направлять куда-то. Но сегодня российский финансовый рынок, обслуживая значительные потоки капитала, так или иначе смотрит на трансграничные перетоки. Он пока не обращен к движению внутреннего капитала, внутреннего инвестиционного спроса. Внутренний инвестиционный спрос еще только появляется на рынке. Поэтому, я думаю, что наша перспектива — создание инфраструктуры, совершенствование институтов российского финансового рынка, расширение его емкости, прозрачность российского финансового рынка.

Олег Вячеславович, по поводу Вашей фразы о том, что, может быть, в следующем году завершится цветение российского фондового рынка. Я бы посмотрел на это с оптимизмом: пусть завершится цветение, и рынок начнет приносить плоды нашей экономике и нашим участникам.

М. В. Ершов

Владимир Дмитриевич, можно задать вопрос? Если он покажется Вам некорректным с точки зрения Ваших функциональных обязанностей, — может быть, на него ответит Олег Вячеславович как человек, у которого сейчас руки больше развязаны. Вопрос следующий: насколько Вы считаете удовлетворительной существующую систему координации действий основных регуляторов финансового и фондового рынков, в целом монетарных властей? Какие дополнительные рычаги Вам как руководителю ФСФР были бы необходимы, чтобы иметь возможность оперативно воздействовать на рынок при возникновении негативных тенденций? Что необходимо, чтобы Вы как важный участник финансового рынка могли почувствовать, что владеете ситуацией на рынке?

С. П. Капица

Владимир Дмитриевич, Вы будете в целом отвечать на все вопросы? Тогда, пожалуйста, вопрос Александра Зиновьевича Бондурянского, проректора Московской консерватории.

А. З. Бондурянский

Простите, вопрос абсолютного дилетанта, но, насколько я понимаю, когда происходит финансовый кризис, как сейчас в США, банки выбирают какие-то приоритетные направления инвестиций, правильно? Чем объяснить, что в условиях этого кризиса — я недавно вернулся из США — там в это время большие инвестиции были вложены в фундаментальную науку, в университеты, в академическое искусство? Отсюда другой вопрос: я так понял, что у нас все хорошо, т.е. кризиса нет, — тогда можно ли объяснить, почему в трехлетнем бюджете до 2010 г. уровень ассигнований на культуру снизился с 2% ВВП до 0,9%? Получается, у нас кризиса нет, а денег становится меньше; у них кризис, но денег становится больше. Для меня это загадка.

С. П. Капица

Вопрос у Алексея Дмитриевича Воскресенского, декана факультета политологии МГИМО. Пожалуйста, Алексей Дмитриевич.

А. Д. Воскресенский

Тоже, возможно, дилетантский вопрос. Сегодня говорили о том, что на состояние неустойчивости фондового рынка влияют внешние



А. З. Бондурянский

и внутренние экономические факторы. Можно ли оценить, как на экономические факторы влияют внутриполитические, т. е. неэкономические факторы?

В. Д. Миловидов

По поводу координации — я, может быть в шуточной форме, но, в принципе, говорил об этом. Деление тех, кто управляет рынком, на экономистов и юристов — в общем-то, и есть ответ на этот вопрос. Федеральная служба по финансовым рынкам — это больше юридическая служба, потому что она не имеет необходимых экономических ресурсов. Поэтому логично, что у ФСФР нет непосредственных экономических рычагов влияния на финансовый рынок. Центральный банк является, в том числе,

и экономическим регулятором. У него есть экономические рычаги, и он влияет на финансовый рынок экономически. В этом смысле наши службы не совпадают, у нас абсолютно разные функции и самостоятельные задачи. Вопрос координации касается больше правовой плоскости, поскольку Центральный банк является еще и регулятором финансового рынка в банковской сфере, и здесь, мне кажется, регулирование сейчас постепенно сближается. Свежий пример: тема допуска иностранных ценных бумаг на российский финансовый рынок (прямой листинг) изначально была идеей ЦБ — сейчас она плавно перекочевала к нам, при полной поддержке со стороны Центробанка. У нас есть взаимный интерес: этот инструмент нужен им, и мы понимаем, что он нужен и нам для финансового рынка.

Что касается второго вопроса об инвестициях в США, — это тоже к теме о том, люди каких специальностей управляют рынком: там среди них, по-видимому, есть не только экономисты, но и физики, и математики. А то, что мы иногда преувеличиваем — в этом я глубоко убежден — катастрофическое положение американской экономики, надо еще посмотреть, с какой конкурентоспособной экономикой мы имеем дело. Меня могут, конечно, поправить более опытные и знающие специалисты, но я бы сказал, что происходящие там процессы требуют очень глубокого изучения.

Р. М. Энтов

Я готов взять часть вины на себя. Среди присутствующих сегодня много тех, включая Михаила Владимировича Ершова, кто когда-то работал или продолжает работать в Институте мировой экономики и международных отношений. Как известно, специализацией Института было придумывание кризисов. Мы этим занимались много десятилетий — по-видимому, не выветрилось.

И. С. Королев

В нашей последней книге «Мировая экономика до 2020 года» мы даем очень благоприятный прогноз для США. Американская экономика в долгосрочном плане, по нашим оценкам, все равно будет расти быстрее европейской. Сейчас мы отошли от кризисного подхода, и нас, наоборот, обвиняют в американоцентризме.

В. Д. Миловидов

Небольшая ремарка. Правильно, конечно, что мы отошли от критики США, но мне кажется, в чем мы сейчас преуспели, так это в том,

что, к сожалению, наша болезнь поисков кризисов перешла на родную почву. И я не хочу говорить о всей экономике, но я говорил, говорю и буду говорить, что по поводу российского фондового рынка было сказано столько плохих слов, которых он, безусловно, не заслуживает. Мы чересчур его принижаем и говорим, что он недоразвитый, плохой, несовершенный. Чересчур! Он, недоразвитый, плохой, недоделанный, смог прийти до отметок объемов торгов, сопоставимых с крупнейшими европейскими биржами. На Фондовой бирже ММВБ объемы оборотов сопоставимы с крупнейшими европейскими площадками. С недоделанной структурой, с конкуренцией между расчетными депозитариями, с непонятными регистраторами — это оборот крупнейших европейских площадок! Поэтому наш фондовый рынок, конечно, нужно еще развивать, но и не надо принижать того, что достигнуто.

С. П. Капица

Мне бы хотелось сделать два замечания. Во-первых, комплекс поиска кризиса — это такая тихая радость от того, что у соседа корова сдохла. Знаете, есть такой комплекс. Но я хочу сказать о другом — о параллели между финансистами и юристами, физиками и математиками. Знаете, в чем заключается разница между физиками и математиками? Математик, подобно юристу, решает задачи, которые можно решать так, как их нужно решать. А физик решает задачи, которые нужно решать теми способами, которыми их можно решить. В этом заключается разный менталитет двух этих наук. По-видимому, нужны и те, и другие. И в этом смысле такая параллель должны быть сохранена и в управлении фондовым рынком.

А сейчас я хочу дать слово Виталию Леонидовичу Тамбовцеву, профессору, заведующему лабораторией институционального анализа экономического факультета МГУ.

В. Л. Тамбовцев

Я хочу сделать некий комментарий к нашему обсуждению. Михаил Владимирович в своем вступительном докладе затронул, с моей точки зрения, два круга не очень близких тем или проблем. Первый круг — это краткосрочные проблемы, связанные с регуляторами, долговым кризисом и пр. Скорость реакции регулятора — вещь важная, но быстро текущая.

Более фундаментальный — второй круг долгосрочных проблем, касающихся не только фондового рынка, но и нашей экономики в целом.

В докладе в той или иной форме прозвучали слова об отсутствии длинных и дешевых денег в должных объемах. В связи с этим небольшое напоминание: у нас объем сбережений примерно в два раза выше объема инвестиций. Куда деваются остальные деньги? И почему они не превращаются в инвестиции? Это теснейшим образом связано с вопросом Сергея Петровича об инновациях, инновационной экономике, развитии обрабатывающих отраслей. В чем дело-то? Это проблема фондового рынка или чего-то более существенного?

Я по образованию экономист-математик, а по роду профессиональной деятельности — экономист-институционалист, поскольку мы занимаемся тем, что средствами экономической теории изучаем правила, в частности законы и юридические правила, — то, что у нас принято называть институтами. Так вот, с моей точки зрения, второй круг долгосрочных проблем в своей нерешенности, и, боюсь, с очень трудной решаемостью, упирается в то, что можно назвать низким качеством российской институциональной среды, т.е. качеством правил, в том числе и юридических, да и неюридических, обуславливающих чрезвычайно высокие риски сколько-нибудь долгосрочных вложений.

Что такое инновационная деятельность, с точки зрения экономиста-институционалиста? Это длинные и рискованные контракты. Так везде — отнюдь не у нас. Везде в любой экономике инновационные процессы — это длинные, сложные, рискованные контракты. В России на эти высокие риски долгосрочных контрактов накладываются риски, рождаемые огромной армией самозванных регуляторов. Я не имею в виду официальных регуляторов, нет. Я не имею в виду ни ФСФР, ни ЦБ. Я имею в виду огромную армию самозванных регуляторов, которые называются «чиновники всех уровней», занимающихся чем угодно по долгу службы, но фактически — регулированием экономики. Они не занимаются инновациями, но «регулируют», и очень сильно.

Пару лет назад мы проводили исследование по межстрановым данным, где пытались выявить связь между качеством институциональной среды, в частности уровнем защиты прав собственности и пр., с одной стороны, и величиной ставки процента среднесрочных заимствований — с другой. Понятно, что на ставку процента оказывает влияние уровень инфляции в стране — это очевидно. Как влияет на ставку процента уровень защиты прав собственности, и вообще, есть ли здесь связь? Связь есть, и достаточно сильная. Качество защиты прав собственности в экономике страны определяет примерно 10% от разницы между став-



Фото В. Федорова

В. Л. Тамбовцев

кой по депозитам и ставкой по кредитам. Это очень много, и показывает, какое значение имеет качество институтов.

Как в связи с этим оценивать перспективы и все, что связано, в частности, с якобы «провалами» фондового рынка, который «не финансирует инновации»? Как реагировать на проблемы с выживанием-невыживанием российской обрабатывающей промышленности? Как реагировать, когда у страны нет объективных конкурентных преимуществ в области развития обрабатывающей промышленности! Их физически нет. В долгосрочной перспективе «мировая фабрика», т. е. центр обрабатывающей промышленности — наш сосед с юга, точнее с юго-востока, — это Китай. И все было бы замечательно для нас, поскольку происходит разделение труда: мы производим сырье — они его обрабатывают. Нестрашно, что наш импорт растет. До тех пор, пока нефти хватает. Но ведь нефтью не ограничивается будущее, во всяком случае, не то будущее, которого бы нам хотелось. Если бы при этом возникали хорошие импульсы к превращению страны в мировую лабораторию, в один из интеллектуальных центров, то пусть бы эта

обрабатывающая промышленность у нас развивалась, как могла, поскольку такое превращение легко компенсировало бы истощение нефти.

Однако, к сожалению, в последнее время происходит прямо противоположное. Возьмите вакханалию с госкорпорациями. Почему вакханалия? Из законопроекта в законопроект переходит такое лакомство для этих самостоятельных регуляторов, как не подотчетность: государство руки к нам не сунь, мы сами все решаем, сами распоряжаемся, а вы нас финансируйте. Это же действия, обратные трансформации России в мировую лабораторию — тому, что только и может обеспечить ее независимость от мировой конъюнктуры, сырьевых рынков и пр. Это действия противоположного характера.

Поэтому второй круг вопросов — долгосрочные проблемы, о которых докладчик говорил, мне представляется гораздо более значимым, чем краткосрочные вопросы. Иными словами, краткосрочные тенденции с точки зрения перспективы не очень важны. А вот то, что за ними очень многие люди, принимающие ответственные решения (не имею в виду присутствующих), не видят долгосрочных проблем, — это действительно важная проблема. Это проблема лиц, принимающих решения. Будучи успокоенными тем, что все так хорошо — и рубль растет, и стабилизационный фонд растет, ну все растет! — они не задаются вопросом, а почему растет и какова перспектива этого роста, каково его качество?

Некоторое время назад в правительстве обсуждалась так называемая КДР — «Концепция долгосрочного развития». К счастью, ее отправили на доработку до начала февраля. Почему эта концепция не была принята и почему «к счастью»? Потому что это был набор проектов, предусматривающих — вдумайтесь, господа финансисты и экономисты! — что через пару-тройку лет темпы инвестиций внутри страны вырастут почти вдвое. Почему так резко? Авторы КДР на это отвечают: «Это не наш вопрос». Еще более интересны положения КДР в связи с инновациями. По той же мистической, никому не известной причине инвестиции частного бизнеса в инновации должны вырасти в десять раз. Это уже из области научной фантастики. Понятно, что в абсолютных объемах это мелочи: частные инвестиции в инновации сейчас у нас составляют около 0,3% от ВВП, а должны увеличиться до 3%. Но по какой причине они так вырастут? Никто, включая авторов КДР, ответа на этот вопрос не знает.

Отсюда значение фактора, с которого я начал, т. е. значение институциональной среды. Удвоенные, а то и утроенные риски длинных и слож-

ных контрактов как раз и могут себя проявить во всей своей красе, препятствуя росту частных инвестиций. И наоборот, если дополнительные риски, рождаемые самодельными регуляторами, вдруг исчезнут, то подобный рост действительно возможен. Но КДР об этом молчит. А ведь это правительственная программа, и не люди с улицы занимались ею, а целое министерство работало. Министерство экономического развития и торговли, кстати.

Вот такие мысли навеял мне чрезвычайно интересный доклад Михаила Владимировича.

С. П. Капица

Виталий Леонидович поставил вопросы с точки зрения реальных позиций.

Сейчас я хотел бы дать слово Ивану Сергеевичу Королеву, заместителю директора, заведующему отделом глобальных экономических проблем и внешнеэкономической политики ИМЭМО РАН.

И. С. Королев

Мы сравниваем наш фондовый рынок как бы на равных с фондовыми рынками развитых стран. В нашей финансовой системе много парадоксов, но есть два фактора, конечно, абсолютно не нормальных и отличающих нас от любого развитого рынка.

Первый фактор: наши частные вкладчики ведущих банков получают отрицательный доход по вкладам, то есть процент их дохода ниже уровня инфляции. Такого нет нигде в мире. В развитых странах доход по вкладам на полпроцента, на процент выше уровня инфляции. Этот фактор очень многое искажает, он заставляет людей вкладывать свои средства в недвижимость, где цены растут колоссально. Это громадный рынок, может быть, по объему больше, чем тот, который регулирует Владимир Дмитриевич.

Второй фактор лежит на поверхности, но его никто не обсуждает: громадная доля наличных денег в нашем платежном обороте. В частности, рынок недвижимости обслуживают, в основном, наличные деньги. И когда на одном совещании секции экономики я сказал Г.А. Тосуняну (президент Ассоциации российских банков. — *Ред.*), что расчеты по недвижимости через сейфы — это бред какой-то, в средневековье такого не было, он очень удивился, почему? У нас рынок недвижимости — громадный источник легализации денежных средств, потому что все сделки происходят

по мнимым ценам. У нас даже юристы, выступая по телевизору, советуют при купле-продаже квартир не указывать цену, превышающую миллион рублей, чтобы не платить большой налог. Представляете, если бы в Америке такое заявил некий консультант-риелтор, его бы тут же «взяли за жабры». Потому этот платежный оборот — один из факторов инфляции, и с этим, естественно, надо бороться.

У нас не используются некоторые инструменты, существовавшие в России еще в XIX в. и работающие сейчас в Западной Европе. Например, расчеты между физическими лицами по чековой книжке. Это удобно для всех. У нас это невозможно ввести, потому что начнутся злоупотребления и пр. Мне кажется, надо решать такие «простые», но очень важные вещи.

Что касается изменения курсовой политики, о чем сказал О. В. Вьюгин, — это очень важный вопрос. Не надо думать, что наша обрабатывающая промышленность обречена. Мало кто знает, что у нас экспорт текстильной промышленности, во всяком случае три года назад, был больше, чем экспорт легкого машиностроения.

Реплика из зала

У нас его просто нет.

И. С. Королев

Он есть: был сделан значительный объем поставок текстильной продукции на основе давальческого сырья в западноевропейские страны, в том числе в Швецию для полиции, для шведской армии. Есть и базис для развития этих отраслей. Но дело даже не в этом. Представьте — большая страна, где люди в небольших российских городах могут кормиться только за счет того, что работать на текстильной фабрике или перерабатывать сельхозпродукцию. Поэтому, когда мы говорим о курсе, — сразу возникает дилемма: что хорошо для финансового рынка, не значит хорошо для физической реальной экономики. Если взять политику ФРС, то в США и раньше, и теперь всегда думают о реальных задачах, прежде всего о занятости, и меняют процентную ставку, думая, конечно, о своем фондовом рынке, но во вторую очередь. А в первую очередь, естественно, задумываются о занятости, потому что занятость — это политическая стабильность и пр.

Очень важный вопрос, завышен или занижен сейчас курс рубля. Многие считают, — и Олег Вячеславович Вьюгин, и Юрий Алексеевич Данилов, — что курс рубля сейчас все еще занижен, и его надо повышать. С этим я не согласен. Дело в том, что если сравнить курс по паритету покупательной



И. С. Королев

способности (ППС), то у таких недоразвитых стран, к которым мы относимся, он не должен быть равен ППС. Если в Индии и в Китае курс составляет примерно 30% ППС, то при нашей конкурентоспособности труда он должен составлять 50–60%, а у нас сейчас — 70%. Если Центробанк изменит свою политику и вообще пустит рубль в свободное плавание, а курс доллара при этом не начнет расти (я, правда, надеюсь, что он начнет расти), то для каких-то отраслей возникнет не очень хорошая ситуация.

Вы правы, Александр Иванович [Потемкин], машиностроение, как ни странно, — не главное, а главное то, на что мы опять не обращаем внимание. В советское время, во время «оттепели», к нам приезжали видные специалисты в области американского сельского хозяйства. Мы возили их по стране, и вот что они говорили: «У вас от Москвы и севернее объективные условия для животноводства лучшие в мире». И в то же время

у нас это животноводство разрушается. Следовательно, и политика высокого курса рубля, и политика низкого курса — бессмысленно сейчас об этом спорить — должна укладываться в рамки общей экономической политики. Когда же этого не происходит, принимаются фрагментарные решения, и в результате мы имеем то, что имеем. Но в любом случае надо помнить, что при всей важности финансовой, виртуальной экономики никто не отменял real estate. Даже если у нас возникнет какая-то новая, постиндустриальная экономика, все равно определенные, базисные секторы экономики сохранят свое значение. И сохранят во всем мире.

Инновации у нас будут развиваться, когда жизнь в малых городах станет нормальной, будет удовлетворять людей, и производство будет развиваться не только, как когда-то в дореволюционные времена, но еще лучше.

С. П. Капица

Спасибо, Иван Сергеевич. Следующий выступающий — Юрий Алексеевич Данилов, старший советник руководителя ФСФР.

Ю. А. Данилов

Я хотел говорить на другую тему, но Иван Сергеевич своим выступлением немного меня сбил. Иван Сергеевич справедливо сказал, что курсовая политика не должна существовать сама по себе. Она должна обслуживать — сделаю разрядку — *общеэкономическую политику*. В примере с текстильными предприятиями возможны две курсовые политики — ослабление рубля и укрепление рубля. Но, на мой взгляд, более эффективно будет работать политика укрепления рубля, потому что для текстильных предприятий в маленьких городах сейчас в первую очередь нужно не расширение возможностей экспорта, а перевооружение производства. Для этого необходимы инвестиции, а инвестиции пойдут только при сильной национальной валюте.

Теперь о том, что я хотел сказать по основному докладу. Сегодня Михаил Владимирович [Ершов] говорил вопросами, но я знаком с его статьями, которые он активно публикует на протяжении последних семи-восьми лет, и хотел бы коснуться одного из тезисов его работ. Сегодня он прозвучал, правда, немного в завуалированном виде — это тезис о том, что нам нужно, я немного огрубляю, максимизировать, как можно больше расширять денежную массу, чтобы дать экономике возможность развиваться.



Ю. А. Данилов

С моей точки зрения, функция государственной экономической политики в этой области должна формулироваться не как M2, стремящаяся к максимуму, с необходимыми, естественно, ограничениями, а как стремящаяся к максимуму разница между темпами роста M2 и инфляции. Если посмотреть на опыт нашей российской экономики примерно последних пяти лет (с тех пор как финансовый рынок стал более или менее выполнять макроэкономическую функцию трансформации сбережений в инвестиции), видно, что движение соотношения темпов роста M2 и инфляции практически совпадает с движением темпов роста объема частных инвестиций. Это происходит совсем не случайно. Более того, опыт других стран показывает, что если ставить именно такую задачу — максимизировать не M2, а разницу между M2 и инфляцией, —

получаются более высокие результаты и темпов экономического роста, и, вообще говоря, М2 тоже.

Далее — это сегодня прозвучало в обсуждениях, и Владимир Дмитриевич сделал акцент на том, что наш фондовый рынок не такой уж плохой. Я хотел бы по поводу этого тезиса привести конкретные показатели. Докладчик говорил о высокой волатильности российского фондового рынка. А я буквально дня три назад посмотрел коэффициенты, действительно отражающие волатильность российского рынка, по которым было видно, что они снижаются. Более того, в этом году они могут оказаться самыми низкими за всю историю существования российского фондового рынка. Нет, российский фондовый рынок сейчас достаточно устойчив (*в ответ на реплику из зала*). Другое дело, есть внутренний риск, который приведет к разбалансированию всей экономики и финансового рынка, есть риск, что волатильность повысится, а устойчивость снизится. Но опять же, в отличие от выводов Института мировой экономики и того, что Иван Сергеевич Королев говорил на семинаре в ИМЭМО, по контексту доклада я понимаю, что Вы все-таки говорите о росте волатильности российских финансовых рынков с точки зрения внешних факторов. Я же рассматриваю внутренние причины. И внутренние причины возможного повышения волатильности российского рынка акций состоят в том, что снижается free float (доля акций, свободно обращающихся на рынке. — *Ред.*). Снижается за счет того, что государство, по сути, национализировало значительную часть корпоративной экономики. При этом меняется рычаг: с помощью одного и того же доллара теперь можно проделать другие движения на фондовом рынке.

И здесь мне очень близка позиция Виталия Леонидовича Тамбовцева. Действительно, может быть, самая большая опасность — Виталий Леонидович говорил, скорее, об экономике в целом, а я бы сказал опасность для фондового рынка — это агрессивная политика государства. И почему у нас нет машиностроения, почему только 1% капитализации машиностроительных компаний в этой отрасли? Да потому что государство «сожрало» такие компании, как РКК «Энергия», на которую только одну десять лет назад приходилось 3% национальной капитализации, государство «сожрало» АвтоВАЗ (формально он присутствует на рынке, но по другим ценам). Государство не дало выйти на рынок и получить капитализацию авиастроению, судостроению и т.д. На мой взгляд, в этом надо искать причины. Докладчик говорил о концентрации капитализации, но такой проблемы тоже нет. У нас сейчас примерно 60% капи-

тализации приходится на десять крупнейших предприятий, в отличие от 80% буквально пять лет назад. Также и доля нефтегазодобычи в капитализации за эти пять лет снизилась с 75% до 45%. Сейчас у нас другие проблемы. Сегодня у нас проблема низкого free float.

С. П. Капица

Мы переходим к заключительной стадии нашего заседания. Я хочу предоставить слово Александру Ивановичу Потемкину, президенту Московской межбанковской валютной биржи. Пожалуйста, Александр Иванович.

А. И. Потемкин

Я коротко остановлюсь на двух темах, может быть, непосредственно не связанных между собой, но самостоятельно важных — это макроэкономические последствия современного кризиса, в частности, в России, и гуманистические аспекты развития фондового рынка в России.

Отвечая на свой вопрос в начале обсуждения, хочу сказать, что нас этот кризис все-таки чему-то научил. Я попробую с макроэкономических позиций сформулировать, что мне представляется важным, характерным, и что ни в коем случае нельзя упустить.

Олег Вячеславович [Вьюгин] сказал, что 300 млрд. рублей по операциям РЕПО, которые в конце октября прошли как прямые операции Центрального банка со всем остальным финансовым сообществом, — это «семечки», и мы их легко переживем. Вот тут бы я остановился, и попытался коротко обрисовать анатомию влияния мирового кризиса на все, что происходило на российском рынке с августа.

Почему все время в конце месяца объем операций прямого РЕПО с Центральным банком составляет 280, 250, 300 млрд. рублей? Отмечу, однодневных РЕПО, которые надо возобновлять каждый день. Анатомию событий такова, что банкам негде перехватить ликвидность, поэтому в самый тяжелый момент Центральный банк вручает им под залог госбумаг средства на один день. Почему подобное происходит? В пересчете на доллары объемы РЕПО составляют примерно 10 млрд. долл. — это как раз та сумма, которая покинула наши родные пенаты за две недели августа. Когда-то средства пришли в страну в виде легких, дешевых денег, а сегодня ушли. Если хотите, это такая штрафная санкция со стороны международного финансового рынка. И вот сейчас, когда «припекает», — наступает конец месяца, и надо заплатить налоги, зарплаты

и т.д., — то как раз этой суммы все время не хватает. Потом финансовую систему как бы немного отпускает, она начинает искать другие инструменты, позволяющие утолить, хотя бы временно, голод в пассивах.

Это и есть тот самый тяжелый аспект финансового кризиса, который мы сейчас наблюдаем. Он учит нас тому, что надо платить за открытую экономику, платить за глобализацию, платить за возможности, предоставляемые такой открытой экономикой, которая, кстати, с точки зрения и регулирования, и возможностей, у нас сейчас намного более продвинутая, чем, к примеру, китайская. Наша экономика с точки зрения финансового рынка гораздо более открыта: у нас нет, например, ограничений по инвестициям иностранных квалифицированных инвесторов, у нас даже нет такого понятия, все это для нас уже пройденный путь.

Теперь о гуманистическом аспекте фондового рынка. Говорят, что фондовый рынок нам чего-то недодает, он не дает достаточно денег компаниям, недостаточно обеспечивает трансформацию сбережений в инвестиции, в первую очередь в обрабатывающие отрасли. Действительно, — Владимир Дмитриевич [Миловидов] об этом сказал, — во многом фондовый рынок развивается за счет нерезидентов, больше обращает внимание, как он сказал, на трансграничные операции, а не на возможности внутреннего рынка, возможности внутреннего инвестиционного спроса. Так оно и есть. Но, коллеги, давайте посмотрим на это с человеческой точки зрения, с точки зрения наших граждан.

Мы, конечно, очень бы хотели, чтобы наш рынок был устойчивым и самодостаточным, мы бы очень хотели, чтобы наши граждане, какими бы низкими их доходы ни были, шли на рынок и покупали акции, облигации и т.д. Частично мы подобное уже наблюдали на протяжении последних полутора лет при проведении трех больших народных IPO. Я ничего плохого о компаниях, вышедших на народные IPO, сказать не хочу. Это отличные компании, хорошие ценные бумаги — я имею в виду Роснефть, Сбербанк и ВТБ. Они дали нашему рынку, скудному с точки зрения хороших, качественных, ликвидных акций, отличный материал — все три компании обладают великолепной ликвидностью, т.е. в любой момент их акции можно купить или продать. Все они вошли в первую десятку самых ликвидных бумаг, и в этом смысле народные IPO дали великолепный материал для дальнейшего развития нашего фондового рынка. Но что они сделали не совсем так?

Дело в том, что к размещениям были приглашены все граждане. На рынок пошел гражданин с низкими доходами. И теперь, после

покупки акций, скажем, ВТБ, он оказался в ситуации, которая противоположна любому инвестору на фондовом рынке. Если ты пришел на фондовый рынок, то должен быть готов к двум правилам. Первое: ты должен иметь возможность диверсифицировать свои вложения для снижения риска больших потерь, но для этого нужны немалые средства. А если у тебя три копейки, да еще последние, то, как говорил Герман в «Пиковой даме», нельзя жертвовать необходимым в желании получить избыточное. А наш частный инвестор это сделал.

Второе правило: инвестор должен быть готов к достаточно длительному владению акциями. Фондовый рынок — рискованный рынок, акции могут временно упасть, и надо иметь возможности дождаться момента, когда они принесут прибыль. Я имею в виду долгосрочные инвестиции. Если ты к этому не готов, то лучше повесить на своих дверях, как в гостинице, табличку: «С IPO не беспокоить!». Нам нельзя все время выжимать максимум из нашего внутреннего инвестора, из нашего еще очень бедного населения. Я считаю, что все-таки пока для России фондовый рынок — область элитарная.

Сегодня была высказана мысль, что инновационная экономика как раз больше всего нуждается в фондовом рынке. Так ли это? Инновационная экономика, прежде всего, нуждается в фондах, причем в рискованных, в венчурных фондах. А фондовый рынок — это публичный рынок, который привлекает самые открытые, самые демократичные деньги, если хотите. Поэтому пафос моего выступления: «Руки прочь от гражданина с низкими доходами!»

С. П. Капица

У меня такое впечатление, что решением проблемы было бы приписать все казино к фондовым рынкам. Тогда получится уже некая замкнутая система.

А. И. Потемкин

Вы предложили, кстати, великолепную иллюстрацию того, что происходит в Китае. Вы сейчас точно описали модель китайского фондового рынка — закрыть все казино и сказать населению: «Хочешь играть — вот тебе фондовый рынок», и 40 миллионов человек в Китае пошли на фондовый рынок, как один. И там стали возникать пузыри, причем тогда, когда во всем мире наблюдался заметный спад. А мы говорим, надо учиться на китайском опыте.

С. П. Капица

Вот видите, я прочел Вашу мысль.

А. Э. Рыбников

Короткое замечание по поводу казино. Как ни смешно, но когда появился закон о том, что все казино в городе надо закрыть, создать специальные зоны и т.д., ко мне обращались вполне серьезные люди из государственных ведомств с очень серьезным предложением: «А давай-ка мы сейчас на волне закрытия казино продвинем на уровне официальной государственной политики предложение: казино закроем — деньги несите на фондовый рынок».

С. П. Капица

Наконец, заключительное слово нашему докладчику — Михаилу Владимировичу Ершову. Прошу Вас, Михаил Владимирович.

М. В. Ершов

Я попытался своими вопросами спровоцировать обсуждение, которое мне показалось интересным.

Г-н Данилов затронул проблематику, которой я давно занимаюсь, связанную с денежной массой. Эта тема, так или иначе, должна всегда быть объектом внимания, и именно она показала, насколько сильна наша экономика. Почему? Если обратиться к статистике, в начале 1990-х гг. цены выросли в несколько тысяч раз, а денежная масса — в несколько сотен раз (рис. 6, 7), т.е. произошло почти десятикратное сжатие денежной массы. Никакая другая экономика, наверное, такого внутреннего шока не смогла бы выдержать. Да, широко распространился бартер, неплатежи, суррогаты, но экономика, как могла, пыталась отреагировать, осуществляя, по сути, квази-эмиссию, и в итоге выжила. Более того, так уж получилось, что во время дефолта 1998 г. слабая монетарная составляющая экономики ее отчасти спасла. Потому что полунатуральное хозяйство, полубартер в отсутствие финансовой составляющей абсорбировали финансовый шок. Экономика перенесла финансовый кризис, и через год опять стала расти. Что называется, не было счастья, да несчастье помогло.

Сейчас своя специфика. У нас денежная масса ежегодно растет примерно в два-три раза быстрее, чем цены. Последние три года дейст-

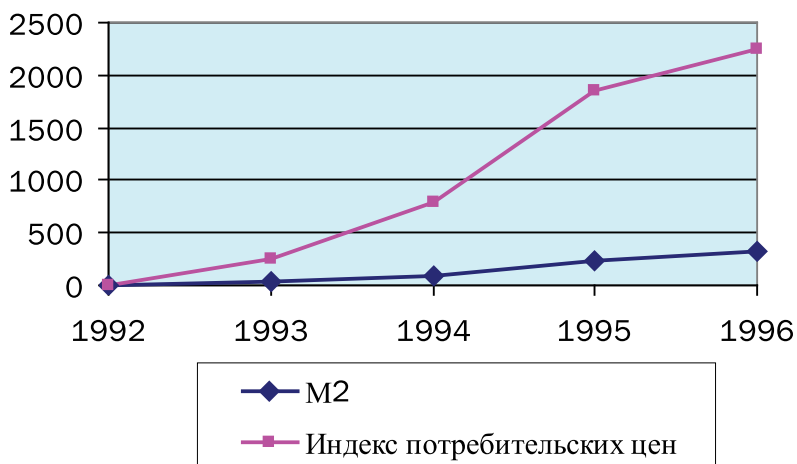


Рис. 6. Индексы потребительских цен и М2 в 1992-1996 гг. относительно уровня 1992 г. (1992 г. = 1)

вительно все это поглощается, может быть, стерилизаторами в виде Стабфонда, т. е. что эмитируется, в немалой степени стерилизуется, поэтому влияние на цены должно быть небольшим. Но интересно, что такая же закономерность наблюдалась и до создания Стабилизационного фонда, когда в начале 2000-х гг. денежная масса росла на 50–60% в год, а цены — на 15–20% и ежегодно происходил двукратный, а иногда трехкратный отрыв роста денежной массы от цен. Видимо, монетизировались те самые бартеры, суррогаты и вытеснялись неплатежи, которые в итоге позволили экономике абсорбировать ликвидность, по сути, на безинфляционной основе (рис. 8).

Теперь о стратегии и тактике на будущее. Наверное, перед нами сейчас стоят следующие задачи: поддержание экономического роста, улучшение его качества при одновременных структурных преобразованиях, превращение нашей экономики в инновационную, в экономику знаний — то, о чем мы все справедливо и правильно говорим (отметим, что часто такие структурные преобразования могут конфликтовать с задачами повышения темпов роста, т. е. темпы роста должны снижаться на этапе серьезных структурных преобразований). Есть и третья цель: эффективная интеграция в глобальное пространство так, чтобы сохранить базовые точки опоры и не потерять наши собственные возможности для поддержания роста. Точнее — быть субъектом глобальной эконо-

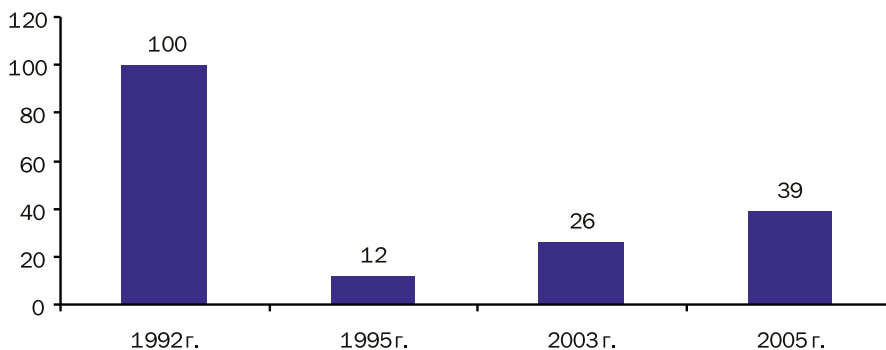


Рис. 7. Сжатие реальной денежной массы в 1992-2005 гг., % (1992 г. = 100%)

номики, быть реальным системообразующим участником, пользоваться преимуществами глобальной экономики, а не выступать в качестве объекта использования для других.

Здесь, конечно, очень важна четкая и слаженная работа всех наших финансовых, денежно-кредитных, монетарных и других регуляторов, которые могли бы эффективно обеспечить этот процесс. Не может такой мощный регулирующий институт, как Центральный банк, заниматься исключительно инфляцией и валютным курсом, хотя это и важно. Потенциал его рычагов гораздо мощнее. Это как если бы великан со стальной мускулатурой метелкой сметал пыль среди упавших глыб после завала в горах. Может быть, тоже нужная работа, но камни-то кто будет растаскивать? Только он, великан, и может это сделать — он силач. Так и здесь. Мы видим, что в развитых экономиках при возникновении таких же сложных задач весь потенциал регуляторов используется по максимуму, и центральный банк часто отвечает за экономический рост и занятость.

Финансовая сфера должна быть ближе к реальной экономике, потому что финансовая сфера зависит от экономики. Поэтому нужно, чтобы они не были оторваны друг от друга. Нужно, чтобы наш фондовый рынок был ближе к реальной экономике, выступая эффективным механизмом перераспределения средств. Иначе, я боюсь, нам будет очень трудно решить долгосрочные системные задачи в условиях нарастающей глобальной конкуренции и открывающихся рынков.

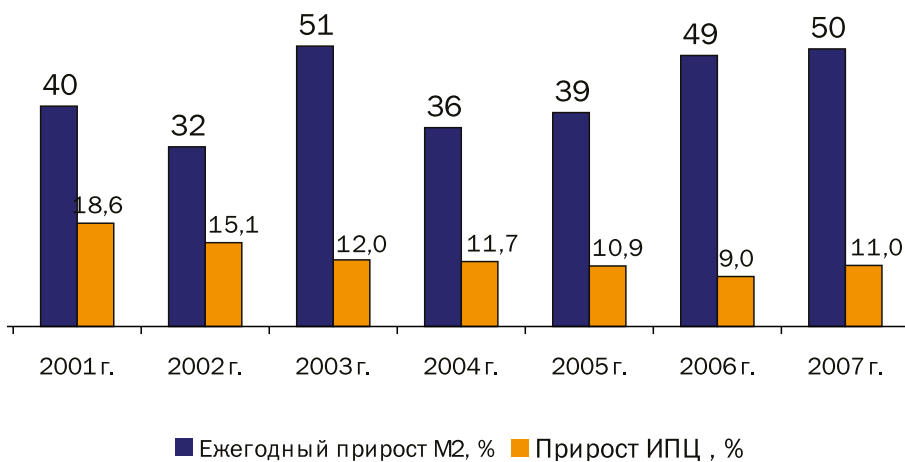


Рис. 8. Ежегодный прирост денежной массы M2 и ИПЦ в 2000–2008 гг., %

Построено по данным: Росстат, ЦБ РФ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 г.»

Но я надеюсь, что и сама практика, и подобные интеллектуальные обсуждения, как сегодня, помогут нам найти решения, отвечающие целям развития нашей экономики.

С. П. Капица

Спасибо, дорогие коллеги! На этом мы завершим наше сегодняшнее заседание. По-моему, сегодня получилась живая и активная дискуссия. Фондовый рынок еще не превратился в казино, но хороший бар и угощение здесь есть. Приглашаем всех к чаю.

Хроника заседаний Никитского клуба

(Звездочкой отмечены опубликованные выпуски Никитского клуба)

2000 г.

- *18.04. «Восприятие современной России за рубежом».
- *27.06. «Глобальные проблемы демографического перехода и Россия».
- 11.07. «Всемирный день народонаселения и демографические проблемы России».
(совместно с Департаментом правительственной информации).
- 17.10. «Социально-экономическая политика и преодоление бедности в России».
(совместно с Департаментом правительственной информации).
- 16.11. «Реальность и перспективы инновационной экономики в России».

2001 г.

- *20.02. «Эволюция российской государственности за 10 лет».
- *01.03. «Конституционная экономика и статус Центрального банка».
- *26.04. «Судебная реформа в России: пределы и возможности».
- 29.05. Встреча с членами Римского клуба.
- 07.08. Концепция диалога цивилизаций ООН
(встреча в Никитском клубе с Личным представителем Генерального Секретаря ООН г. Д. Пикко).
- *08.10. «Воспитание, образование, обучение в гражданском обществе».
- *19.11. «Гражданское общество и государство (механизм взаимодействия)».
- *24.12. «Зарубежье глазами россиян».
(Обсуждение книги Фонда «Общественное мнение»: «Америка: взгляд из России. до и после 11 сентября»).

2002 г.

- *14.02. «Макиавелли — России XXI века».
- *09.04. «Ресурсы для экономического роста: от клише к парадоксам»
(по итогам Международной конференции по финансированию развития. Монтеррей (Мексика), 18–22 марта).
- * 27.05. «Политика и технология зарубежной технической помощи России».
- * 18.06. «Россия в «Большой восьмерке»: путь к Кананаскису и далее».
Заседание с участием российских организаторов встречи G8 в Кананаскисе.

*30.09. «Цивилизационная специфика России: каким аршином мерить?»

15.10. «Опыт валютной интеграции (на примере ЕС) и единое валютно-финансовое пространство СНГ»

С участием директора главной дирекции по экономике и финансам Европейской комиссии Сотериоса Коллиаса.

2003 г.

14.02. **Празднование 75-летия С. П. Капицы, президента Никитского клуба**
Совместно с Президиумом РАН.

27.02. **«Границы настоящего: «ещё» или «уже»?»**

Круглый стол, посвященный 75-летию (по старому стилю) С. П. Капицы.

*05.04. **«Современная миграционная ситуация в мире и России»**

Выездное заседание Никитского клуба в г. Санкт-Петербурге.

09.06. **«Трансформация международной валютной системы: тенденции и сдвиги».**

18.06. «ООН и меняющийся мир»

Совместное заседание — круглый стол с Информцентром ООН с участием заместителя Генерального секретаря ООН Шаши Тарура.

*30.09. **«Экономика знаний: контекст российских проблем»**

Обсуждение доклада академика В. Л. Макарова, директора Центрального экономико-математического института РАН.

*1.10. **«Власть — для развития страны».**

*21.11. **«Международные валютно-финансовые интересы — в чем они?»**

2004 г.

*28.01. **«Какой парламент нужен России?»**

*31.03. **«Старые проблемы на новый лад: российское предпринимательство и общественные стереотипы».**

19–21. 05. Выездное заседание Никитского клуба в г. Уфе.

Участие в научно-практической конференции «Глобализация и национальные интересы России» (ВЭГУ).

*21. 06. **«Повестка дня — 2010»: демонтаж или модернизация социального государства?»**

*22.09. **«Китайский фактор в новой структуре международных отношений и стратегия России».**

*15.12. **«Стратегия развития фондового рынка России».**

2005 г.

- *16.02. **«Человеческий капитал России: эволюция, структурные особенности, будущие вызовы». Часть I.**
- *29–30. 03. **«Человеческий капитал России: эволюция, структурные особенности, будущие вызовы». Часть II .**
Выездное расширенное заседание НК в Твери с участием Администрации Тверской области.
- *11.05. **«Самоидентификация россиян: по крови, по паспорту, по вере, по расчету, по времени... (нужное подчеркнуть, упущенное добавить)».**
- *27.05. **«Самоидентификация российской элиты».**
- *27.09. **«Стратегия энергетики XXI века».**
- 20.10. **«Процессуальная справедливость».** Совместное заседание с Институтом права и публичной политики.
- *20.12. **«Мир вокруг нас: авангард и традиции в единстве и противоречии»**
по случаю 120-летия поэта-философа русского авангарда Велимира Хлебникова.

2006 г.

- 28.02. **«Социальная реальность: творцы и наблюдатели»**
Совместное заседание Никитского клуба и Фонда «Общественное мнение».
- *19.04. **«Глобализация угроз: сколько цен у безопасности?»**
Обсуждение проекта Института национального проектирования «Общественный договор».
- *30.05. **«Развивающиеся компании и фондовый рынок»**
Совместное заседание Никитского клуба и ММВБ. Презентация проекта «Сектор инновационных и растущих компаний ФБ ММВБ».
- *12.10. **«Демографический императив и человеческий фактор»**
Совместное заседание — круглый стол Никитского клуба и Комитета «Экология и здравоохранение» Европейского делового конгресса
- 1–4. 11. **«Университет XXI в.: взгляд с востока и запада Европы».**
Выездное заседание Никитского клуба в г. Брюсселе. Совместный круглый стол с Лувенским католическим университетом при содействии Посольства России в Бельгии.
- 29. 11. **«Университет XXI века: взгляд с востока и запада Европы».**
- 28.12. **«Наш суровый друг М. Е. Салтыков-Щедрин».**

2007 г.

- * 22.03. **«Интеллектуальная собственность в XXI веке: «король умер?»**
- * 18.05. **«Реформы по-русски: исторический контекст современного опыта».**
- 21.09. **«Россия на энергетических рынках Восточной Азии»**
Презентация и обсуждение книги МГИМО «Энергетические измерения международных отношений и безопасность в Восточной Азии»
- 18.10. «Частная собственность: случай России»**
Вступительный доклад — В.Б. Пастухов, юрист, политолог, научный руководитель Института права и публичной политики.
- 20.12. «С другого берега».**
Совместное заседание с Российским академическим молодежным театром, посвященное А. И. Герцену.

2008 г.

- *14.2. **С.П. Капица «Очерк теории роста человечества. Демографическая революция и информационное общество».**

ДЕКЛАРАЦИЯ Никитского клуба

Никитский клуб — это частная инициатива ученых и предпринимателей, обеспокоенных судьбой российского общества и государства. Это стремление объединить интеллектуальные силы России как активный ресурс развития страны. Это гражданская ответственность ученых и деловых людей в общественном диалоге по актуальным для России проблемам.

Миссия Никитского клуба

Клуб видит свою миссию в том, чтобы консолидировать интеллектуальные ресурсы. В условиях системной трансформации власть, как правило, вынуждена действовать не столько по глубоко продуманному плану, сколько по обстоятельствам. Вопросы стратегии и глобальное видение проблем остаются вне поля зрения. Между тем, ошибки будущего рождаются в настоящем. Гражданская инициатива Никитского клуба состоит в том, чтобы общими усилиями научных, политических и предпринимательских кругов помочь обществу осознать себя и сформулировать приоритетные для страны позиции собственной стратегии развития в глобальном мире.

Цели Никитского клуба

- *консолидация* вокруг Клуба ответственных профессионалов;
- *создание* форума для обмена мнениями по важнейшим вопросам жизни общества;
- *содействие*:
 - формированию культуры независимых экспертных оценок и исследований;
 - формированию культуры глобального мышления;
 - формированию идеологии преемственности, социального партнерства, ответственности;
 - осознанию интересов России и вытекающей из них политики в различных сферах жизни;
 - просвещению общества в сфере глобальных тенденций развития цивилизации.

Задачи Никитского клуба

- создание авторитетной независимой организации, формулирующей приоритеты в развитии страны;
- влияние на формирование текущей политики в различных областях жизни посредством непредвзятого и независимого анализа проблемы.

Методологические принципы

В основу работы Никитского клуба положены методологические принципы Римского клуба:

- междисциплинарный подход к современным проблемам страны и человечества;
- глобальная перспектива при исследовании проблем и ситуаций;
- сосредоточение на долгосрочных и комплексных проблемах.

Формы работы

Клуб допускает в своей работе все формы общения, обеспечивающие свободную, квалифицированную и авторитетную дискуссию, включая:

- независимые исследования и доклады;
- круглые столы, конференции;
- печатные издания, в том числе регулярное издание выпусков Никитского клуба;
- СМИ и сеть Интернет.

Президент Никитского клуба **С. П. Капица**

Вице-президент **Ю. А. Рыжов**

Вице-президент,
Исполнительный директор **Н. М. Румянцева**

телефон 705-96-73

факс 204-48-40

эл. почта: *nikitskyclub@micex.ru*

http://www.nikitskyclub.ru

Никитский клуб

Н62 Цикл публичных дискуссий

«Россия в глобальном контексте» Выпуск 34

«Фондовые рынки и денежно-кредитные механизмы в условиях глобализации» — М., 2008.—64 с.

ISBN 5-8341-0086-4

Очередное заседание Никитского клуба, стенограмма которого изложена в данном выпуске, посвящено обсуждению проблем фондового рынка в условиях глобализации. Российский фондовый рынок как формирующийся рынок нуждается в дальнейшем развитии финансовых инструментов и регулирующих институтов, включая нормативное законодательство. Вместе с тем по объему торгов ведущие российские фондовые биржи сопоставимы с крупнейшими европейскими биржами.

Большое внимание участники заседания уделили обсуждению причин глобального экономического кризиса, охватившего западные страны. Какие уроки из этого кризиса должна извлечь Россия, развивая политику открытой экономики?

ББК 65.252; 65.290-93; 65.293

Никитский клуб
Цикл публичных дискуссий
«Россия в глобальном контексте»

Выпуск 34
«Фондовые рынки
и денежно-кредитные механизмы
в условиях глобализации»

Редактор выпуска Н.М. Румянцева, редактор В.Ю. Григорьева
Вёрстка М.Ю. Иванюшин

Подписано в печать 23.04.2008.

Формат 70x100/16. Бумага мелованная. Гарнитура «Гарамон».

Усл.-печ. л. 5,5. Заказ 02660. Тираж 1000.

Отпечатано в ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа».
125009, Москва, Большой Кисловский переулоч, 13

ISBN 5-8341-0086-4

© ММВБ, 2008 г.

© Никитский клуб, 2008 г.