

Я.М.Миркин, д.э.н., проф., председатель Совета директоров ИК «Еврофинансы», зав. кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ

Российский рынок ценных бумаг: риски, рост, значимость

Отечественный рынок капиталов, созданный в считанные годы, имеющий единую инфраструктуру в одиннадцати часовых поясах и не уступающий по технологиям другим рынкам, является **национальным достоянием**, формирует финансовую базу экономического роста наравне с экспортным сектором экономики. Это - рынок, приобретающий зрелость, всё большую конкурентоспособность, хотя и сохраняющий черты рискованного и проблемного **emerging market**.

1992 – 1994 г.: рынок «на фронтьере» - младенчество

Старт рынка в 1990 – 1992 гг. – это смесь идей, людей, первых рыночных институтов с громкими именами. Это было время «международных» и «центральных» бирж. Известны случаи, когда утром на площадке велись биржевые торги, а вечером там начиналась дискотека. Одна из «московских центральных» бирж находилась в староарбатской коммунальной квартире, с продавленными диванами, сохранившимися от старых хозяев. Уже в 1993 – 1994 гг. в России официально существовали более 60 фондовых и товарно-фондовых бирж, фондовых отделов товарных бирж (более 40% их мирового количества) (вслед за 700 товарными биржами, учрежденными в 1990 – 1991 гг.). Повсеместная скупка ваучеров (с 1992 г), массовые суррогаты и предъявительские ценные бумаги (все бесследно исчезли из обращения), финансовые пирамиды и их крахи делали биржи «уличными» (ЦРУБ). Статистический годовой оборот всех фондовых бирж не превышал нескольких млн. долл. США. Их неликвидность и нежизнеспособность привели к тому, что с 1992 г. начались эксперименты бирж с деривативами.

К октябрю 1994 г. были зарегистрированы более 2700 инвестиционных институтов – финансовых брокеров, инвестиционных консультантов и ИК (за год количество увеличилось в 2,7 раза), более 3000 страховых компаний (рост количества в 30 раз с октября 2003 г.), созданы на волне приватизации более 660 инвестиционных фондов (абсолютное большинство с конца 1990-х гг. не существуют), несколько десятков НПФ. Выжили немногие.

Вместе с тем в эти годы был дан старт тем институтам и сегментам фондового рынка, которые стали в дальнейшем его профессиональной основой. В 1992 г. создана ММВБ, стартовавшая валютными аукционами, с 1993 г. – рынком ГКО, основанным на зарубежных аналогах и не уступающим им (организация, информационные технологии). В 1993 – 1994 гг. был запущен международный проект, которому суждено было стать РТС. Рынок государственных ценных бумаг составлял 6-7 млрд. долл. США (рыночная стоимость), формируя профессиональную структуру фондового рынка.

1995 – 1998 г.: от бума до кризиса – аз, буки, веди

В эти годы в России утвердилась современная инфраструктура фондового рынка (ММВБ + РТС как национальные системы со связанной с ними депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктурой). Сложилась смешанная модель рынка (универсальные коммерческие и инвестиционные банки как равные участники). Утвердилась двойственная система регулирования на основе зарубежных аналогов (скрещение модели США (Комиссия по ценным бумагам + СРО) и модели центрального банка - регулятора). Быстро вырос сегмент АДР на российские акции (Нью-Йорк, Берлин), стартовали корпоративные еврооблигации. Риски деривативов привели к прекращению всех крупных бирж, учрежденных в 1992 – 1994 гг. (РТСБ / Российская биржа, МЦФБ, МТБ и др.). В российские финансовые активы вошли глобальные инвесторы (более 90% оборотов РТС и более 30% вложений в ГКО через ММВБ к моменту кризиса формировали нерезиденты).

Уникальным сегментом, возникшим как ответ на кризис неплатежей и политику низкой монетизации, стал объемный вексельный рынок, наполняя оборот суррогатами денег и становясь при этом прототипом рынка коммерческих бумаг / секьюритизированного краткосрочного долга реального сектора.

С 1995 г. (начало разогрева рынка) до осени 1997 г. (пик, затем азиатский кризис) рынок быстро наращивал обороты, постоянно увеличивалось число инвестиционных институтов, расширялся круг обращающихся ценных бумаг (более 300 эмитентов) (табл. 1).

Таблица 1

Динамика ключевых показателей рынка ценных бумаг России*

Показатель	1995	1997	1998
Динамика рынка акций (индекс РТС), % на конец года, 1.09.95 = 100, значение закрытия	100 (1.09.1995)	572 (исторический максимум – 6.10.97)	58,9
Капитализация рынков акций (РТС), млрд. долл.*	2,7 (1.09.1995)	134,2 (6.10.97)	11,0
Объем торгов акциями в год, млрд. долл. (ММВБ + РТС)	0,2 (сент. – дек.)	25,4	11,0

Долговые обязательства Правительства РФ	6,4	85,8	27,4
Корпоративные облигации	0,1	0,3	0,1
Векселя непогашенные (балансовая оценка)	11,8 (1996)	17,4	6,4
Количество брокерско - дилерских компаний (данные ФКЦБ России), на конец месяца, шт.***	3176 (апрель 1995)	5045 (апрель 1997)	1628 (июнь 1999)
Количество кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций (данные Банка России), на конец года, шт.	2295	1697	1572
Фондовые биржи и организованные внебиржевые рынки, на которых концентрируется более 90% объема торгов, шт.	2 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)

*ЦБР, Минфин, BIS, ММВБ, РТС, оценки автора

При этом год от года нарастал **кризисный потенциал**. В 1990-е гг. на российском рынке ценных бумаг достигнуто одно из самых высоких в мире значений рыночного риска, в 1995 – 2000 гг. коэффициент вариации составлял более 50%. Рынок попал в типичную ловушку для **emerging markets Латинской Америки и Азии**.

Дело в том, что формула финансовой политики 1995 – 1998 гг. - «низкая монетизация + растущий госдолг, рост доли государства во внутреннем кредите» + высокая инфляция + сверхвысокий процент + сверхвысокие налоги при дефиците бюджета + фиксированный валютный курс, ограничивающий экспорт товаров и стимулирующий приток «горячих денег» под сверхвысокую доходность + либерализация счета капиталов для спекулятивных иностранных инвесторов».

Множеством финансовых кризисов показано, что все это делает внутренний рынок подверженным потокам «горячих денег», зависимым от нерезидентов, стремящихся к сверхдоходности, крайне волатильным, манипулятивным и олигополистическим, подверженным спекулятивным атакам и паническим реакциям бегства капиталов. В 1995 – 1998 гг. российский рынок открылся для нерезидентов (рынок акций РТС с расчетами в долл. США за границей + свободный вход-выход нерезидентов на рынок ГКО с конвертацией капиталов из валюты в рубли и наоборот (1997 – 1998 гг.) + возникающий рынок АДР / ГДР). Рынок был (и остается) сильно коррелированным с рынками Латинской Америки, демонстрировал экстремальную волатильность, одну из самых высоких в мире.

Поэтому после первого удара (азиатского кризиса октября 2007 г. с «финансовой инфекцией», переданной на большинство формирующихся рынков) российский финансовый рынок попал в кризисные экстремумы весны - лета 2008 г., соединившие низкие цены на нефть, бегство нерезидентов из акций и кризис государственного долга с массовым выходом иностранцев из ГКО. Как это много раз происходило в Латинской Америке и Азии, острая фаза кризиса была связана с бегством капиталов из страны и

валютными долгами банковского сектора и, как следствие, с нарастающей невозможностью покрыть требования на обмен валюты по фиксированному курсу (с конечной девальвацией валюты, вспышкой инфляции и ростом цен).

Как и на других рынках Азии и Латинской Америки, одной из причин кризиса стал механизм квази-иностранных инвестиций под сверхвысокую доходность, при котором банки – резиденты во всё большем размере заимствовали валюту за рубежом, конвертируя ее в национальную валюту и вкладывая ее под высокий процент на внутреннем рынке, прежде всего в ГКО, обращая ее затем (после погашения рублевых обязательств) в иностранную валюту и погашая свои долги перед иностранными кредиторами, фиксируя сверхвысокую доходность на внутреннем рынке. При девальвации валюты тяжесть таких обязательств неизмеримо возрастает (при том, что одновременно в активах балансов банков образовались «черные дыры» инвестиций в ГКО и акций). Банковская / платежная системы были поставлена на грань коллапса (неликвидность и банковская паника).

Спасение пришло из центрального банка (поддержание ликвидности банков), затем с октября – ноября 1998 г. – от роста экспорта (в связи с девальвацией) и цен на нефть, газ и другое экспортное сырье.

1999 – 2007 гг.: рост, риски, диверсификация (отрочество рынка)

После кризиса осени 1997 г. - лета 1998 г. были сохранены и продолжали развиваться две национальные торговые системы - ММВБ и РТС, выжили наиболее крупные и успешные игроки, устояла и была укрупнена инфраструктура российского фондового рынка (примерно 110 регистраторов, более 100 депозитариев (конец 1999 г.). Кризис содействовал «естественному отбору» (от 30 до 50% профессиональных участников, до 80 – 90% лицензий прекратили существование).

Дешевизна финансовых активов при том, что сырьевая экономика России стала выглядеть перспективной на фоне растущих цен на сырье, начиная с конца 1998 г. привела к очередному **повороту потоков «горячих денег» нерезидентов** - уже в пользу отечественного рынка. Несмотря на обрушение в США мыльного пузыря «новой экономики» в 2000 - 2001 гг. с последующим падением большинства развитых и формирующихся рынков (2002 - середина 2003 г.) и несмотря на финансовые кризисы в Аргентине и Турции в 2000 – 2002 гг., российский фондовый рынок динамично рос, демонстрируя при этом сверхвысокую волатильность. Начиная с 2003 г. **линия роста (таблица 2)** была поддержана повышательной тенденцией международных рынков, наряду с укреплением внутреннего спроса на финансовые активы, связанным с потоком

нефтяных денег в экономику России (рост монетизации, резкое сокращение доли государства во внутреннем кредите, расширение финансирования внутренней экономики при диверсификации финансовых инструментов).

Крупным **качественным изменением рынка** стала его **диверсификация**:

-функциональная – рынок, сохранив свои спекулятивные свойства, стал выполнять **инвестиционную функцию** (рост объемов, удлинение сроков и удешевление корпоративных облигаций, первые IPO, попытки финансировать высокотехнологичные компании через специальные сегменты), **функцию оценки бизнеса и перераспределения прав собственности** (реструктурирование и выход компаний на рынок для управления капитализацией, развитие рынка слияний и поглощений, резкое расширение прямых иностранных инвестиций, внедрение корпоративного управления, МСФО и раскрытия информации по международным стандартам, расширение практики кредитных рейтингов), **функцию управления рисками** (через растущие срочные рынки РТС и ММВБ);

-продуктовая - возникновение сегментов корпоративных облигаций, ипотечных ценных бумаг, паев инвестиционных фондов, обращающихся на бирже, структурированных финансовых продуктов, опционов менеджеров, в будущем – российских депозитарных расписок и др.); возникновение двойного IPO (Лондон – Москва);

-институциональная - становление отрасли институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов, фондов целевого капитала благотворительных организаций, связанных с ними управляющих компаний); формирование сегмента полносервисных инвестиционных банков и связанных с ними финансовых групп; создание системы ипотечного финансирования; структуризация рынка андеррайтинга и финансового консультирования эмиссий; консолидация фондовых бирж в две национальные сети (группы ММВБ и РТС), изменение концепции биржи (вместо некоммерческой организации – акционерное общество, ориентированное на прибыль); создание мегарегулятора в 2005–2007 гг. (оставшееся незавершенным); массовый выход на рынок компаний средней капитализации (облигации, отдельные IPO); появление нескольких сот тысяч розничных инвесторов, активно управляющих своими портфелями на публичном рынке);

-технологическая – введение интернет-трейдинга с 1999 г., создавшего массовый рынок мелких спекулянтов и арбитражеров; распространение систем электронного документооборота / банкинга; диверсификация технологий торговли и инфраструктурных услуг в автоматических биржевых циклах.

Количественная динамика развития фондового рынка в 1999 – 2006 гг. характеризуется в **таблице 2**. В 1998 – 2006 гг. примерно в 30 раз выросли значения фондовых индексов, почти в 40 раз – обороты рынка акций, восстановились рынки государственных и муниципальных ценных бумаг, создан заново сегмент корпоративных облигаций. В 2005 – 2006 гг. обороты ММВБ и РТС превысили обороты на АДР на российские акции (в конце 1990-х - 2004 гг. зарубежные рынки на российские АДР (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт - Берлин, Вена) существенно превосходили по своим оборотам российские, что ставило под сомнение конкурентоспособность внутреннего рынка, вызывало утечку торговой активности за рубеж).

Таблица 2

Развитие фондового рынка России в 1999 – 2006 гг.*

Показатель	1998	1999	2003	2006
Динамика рынка акций (индекс РТС), % на конец года, 1.09.95 = 100, значение закрытия	58,9	175,2	567,3	1921,9
Объем торгов акциями в год, млрд. долл. (ММВБ + РТС)	11,0	5,5	76,3	582,8**
Объем торгов корпоративными облигациями (ММВБ), млрд. долл.	0,14	0,5	10,8	156,1*
Объем торгов долговыми обязательствами Правительства РФ и ЦБР (ММВБ), млрд. долл.	70,0	4,5	12,5	41,6
Объем торгов долговыми обязательствами субъектов РФ и муниципальных образований (ММВБ), млрд. долл.	0,1	0,0	5,4	21,7
Брокеры – дилеры – участники торгов ММВБ (секция фондового рынка), на конец года, шт.	317	372	517	546 (начало года)
Брокеры – дилеры – участники торгов РТС (классический рынок), на конец года, шт.	91	141	172	172
Паевые фонды	18	26	149	619
Количество управляющих компаний	11	13	56	183
Фондовые биржи и организованные внебиржевые рынки, на которых концентрируется более 90% объема торгов, шт.	2	2	2	2

*ЦБР, Минфин, ММВБ, РТС, НЛУ, оценки автора

**World Federation of Exchanges

Фондовый рынок России в сравнении с рынками - конкурентами

Одним из итогов развития финансового сектора в России в 90-е годы стало создание *фондового рынка, более крупного по размеру*, чем рынки – конкуренты стран Центральной и Восточной Европы и Центральной Азии (65 – 75% от совокупных оборотов по региону).

Глобальные инвесторы рассматривают финансовый рынок России и его конкурентоспособность в составе *группы стран BRIC (Brazil, Russia, India, China)*, основываясь на гипотезе о схожести *России и Бразилии* (экономика, социально-

политическое устройство, природа рисков), *Китая и Индии* (крупные переходные экономики, интегрируемые в мирохозяйственный оборот, имеющие черты сходства с Россией в новейшей истории). Ценным является сравнение динамики финансовых рынков *России и Турции*, учитывая активную конкуренцию между ними за влияние на постсоветском пространстве.

Таблица 3

Сделки с акциями на финансовом рынке России в сравнении с другими странами BRIC и Турцией*

Страна	2005	2006	2005	2006
	Объем торгов акциями в год, млрд. долл.		Капитализация рынка акций на конец года, млрд. долл.	
Китай	392,7	1159,0	286,2	917,5
Индия	473,7	638,1	553,1	818,9
Россия	145,5	582,8	330,1	968,0
Бразилия	165,3	276,1	474,6	710,2
Турция	199,2	222,7	161,5	162,4
Доля России в суммарных показателях по группе, %	10,6	20,2	18,3	27,1
Страна	Объем торгов акциями в год / ВВП, %		Капитализация рынка акций / ВВП, %	
Китай	17,5	43,8	12,8	34,7
Индия	60,8	73,0	71,0	93,7
Россия	19,0	59,2	43,2	98,3
Бразилия	18,7	25,9	53,8	66,5
Турция	55,0	55,4	44,6	40,4

*Данные World Federation of Exchanges. Данные по объему торгов: Индия – NSI + Bombay, Китай – Shanghai + Shenzhen, Турция – Istanbul, Бразилия – Sao Paulo. Данные о ВВП – IMF World Economic Outlook Database October 2007. Данные о капитализации – Россия (РТС), Китай – Shanghai.

Как показывают данные *таблицы 3*, российский рынок акций расширил свою долю по оборотам в группе BRIC + Турция до 20% в 2006 г., по капитализации – до 27%, существенно опередив ближайшего конкурента – Бразилию (страны сопоставимы по многим параметрам). Самая высокая в группе капитализация рынка к ВВП, сопоставимая с индустриальными странами – предмет для дискуссий (отсутствие корректировки на низкий free float, возможная перегретость рынка, его готовность к новому масштабному падению?).

Рост и волатильность

Трудно найти рынок, который бы рос в 1999 – 2006 гг. с такой скоростью и с такими рисками, как российский (*таблицы 4 - 5*).

Таблица 4*

Сравнительная динамика курсовой стоимости акций на ключевых финансовых рынках мира

Страны	Фондовые индексы	2001	2006	2006 / 2001, %
Индия	BSE-500	1005	13787	1372
Россия	RTS	260	1922	739

Мексика	IPC	6372	26448	415
Польша	WIG	13922	50412	362
Бразилия	IBovespa	13577	44473	328
Турция	ISE National 100	13783	39117	284
Корея	KOSPI	694	1434	207
Япония	TOPIX	1032	1681	163
Китай	SSE Composite Index	1646	2675	163
Франция	SBF 250	2981	3940	132
Великобритания	FTSE All Share	2524	3221	128
Германия	CDAX	5160	6596	128
США	Nasdaq Composite	1950	2415	124

FE, RTS, на конец года, округлено до целых чисел

Таблица 5*

Волатильность российского рынка акций в 1999 – 2006 гг.

	1999		2000		2001		2002	
	Рост	Падение	Рост	Падение	Рост	Падение	Рост	Падение
Максимальные отклонения от предыдущего экстремума индекса РТС, %	+170	-48,3	+50,6	-46,2	+70,7	-23,0	+64,2	-26,4
	2003		2004		2005		2006	
	Рост	Падение	Рост	Падение	Рост	Падение	Рост	Падение
Максимальные отклонения от предыдущего экстремума индекса РТС, %	+79,5	-25,3	+37,9	-33,8	+76,5	-11,1	+56,7	-30,1

Как следствие, *противоречивость ситуации*: очень значительный потенциал роста капитализации рынка при сверхвысоких рисках.

Могут ли быть улучшения в конструкции рынка?

Рост конкурентоспособности российского финансового рынка во многом зависит от того, будет ли проводиться политика создания регионального финансового центра «Финансовая площадка – Россия» (аналоги – государственные программы в Германии, Канаде, Великобритании, Ирландии); будет ли сделана попытка создания на территории России финансовых оффшоров в одной или нескольких портовых свободных экономических зонах (пример – свободные банковские и финансовые зоны, созданные в юрисдикции Британского Содружества); будет ли реально проводиться программа интеграции с рынками капитала стран СНГ (программы «единого паспорта» для эмитентов, финансовых инструментов и профучастников из этих стран). Конкурентоспособность рынка должна повышаться программой реструктуризации отрасли (повышение капитализации инвестиционных институтов, введение надзора за

финансовыми рисками, завершение создания мегарегулятора с ростом его операционной способности, дальнейшая консолидация фондовых бирж, депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктуры (концепция “Russian Exchanges”). Происходящий разогрев рынка увеличивает системные риски – огромное значение приобретает создание системы их мониторинга, планов чрезвычайных действий для вмешательства в ситуации, когда начинает разрастаться финансовый кризис. Должна быть решена многолетняя проблема отсутствия правоприменения в отношении действий на финансовом рынке, нарушающих честный и справедливый характер ценообразования (что неизбежно при олигополистической структуре инвестиционных банков и институциональных инвесторов). Отсутствуют системы общедоступной информации и статистических публикаций, привычные для развитых рынков. Не отстроена система налоговых стимулов для долгосрочного, неспекулятивного инвестирования в ценные бумаги. Макрофинансовая политика по-прежнему, как в конце 1990-х г., нуждается в нормализации.

Список решений, позволяющих увеличить конкурентоспособность российского рынка, можно продолжать многими страницами.

Близость к критическим параметрам?

Последние 200 лет пронизаны долгосрочными циклами динамики финансовых активов, близкими к кондратьевским и т.п. циклам. В рамках оценки **близости финансовых рынков к перегреву** анализ долгосрочной динамики рынков акций США и Великобритании (в сравнении с рынком акций России) показывает следующее (индикатор **Капитализация рынка акций / ВВП, график 1**).

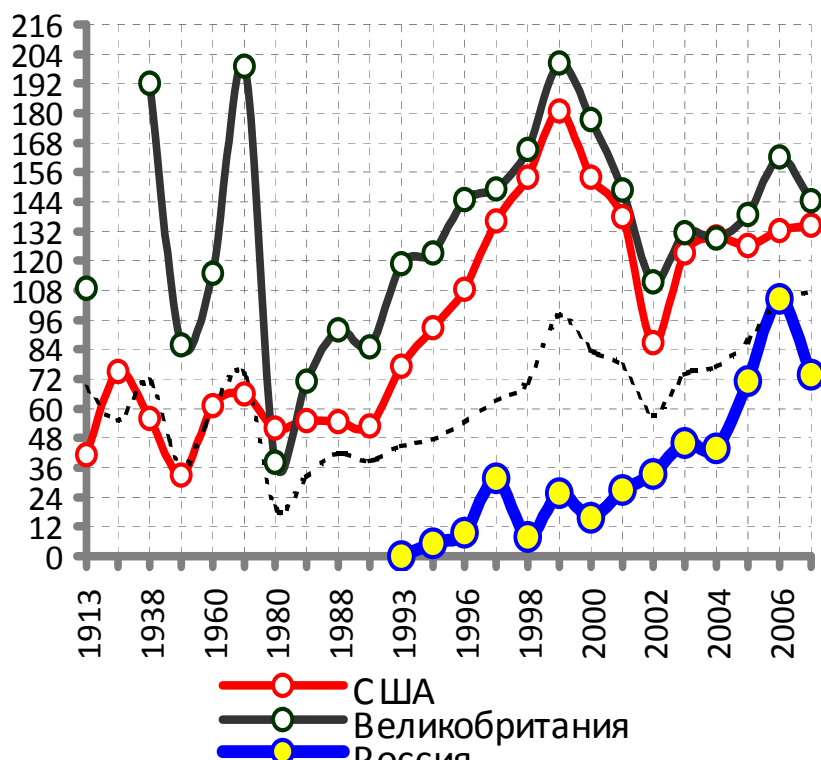


График 1 – Динамика рынков акций США и Великобритании в период 1913 – 2007 гг.

В 1980 – 1990-х гг. произошел **перегрев фондовых рынков**, закончившийся в 2000 - 2001 гг. мыльным пузырем на рынке высокотехнологичных компаний (а до этого в 1997 – 1998 гг. – мыльным пузырем на формирующихся рынках (*emerging markets*)).

При формировании мыльного пузыря на рынке высокотехнологичных компаний фондовые рынки США и Великобритании вышли на **исторические экстремумы** (с позиций переоцененности финансовых инструментов), на соотношения капитализации рынка акций к ВВП, имеющие размерность выше 180 –200%.

Параллельные экстремальные динамики (собственные локальные экстремумы) демонстрировали и другие финансовые рынки. Разрушение мыльных пузырей на формирующихся рынках в 1997 – 1998 гг. (**emerging markets**), а затем на фондовых рынках индустриальных стран в 2000 – середине 2003 гг. сменилось новым ростом (**график 1**), который к концу 2007 гг. привел рынки акций США и Великобритании к границам капитализации, составляющим 130 –150% ВВП, рынки Франции и Германии – к границам своих новых исторических максимумов в зонах 110 –120% ВВП (Франция), 60 – 80% ВВП (для Германия и Франция всегда были характерны меньшие размерности

капитализации, чем в англо-американской модели США и Великобритании, в связи с более концентрированной структурой собственности и расширенной долговой компонентой в структуре финансового рынка).

Параллельно в **новых границах исторических максимумов** растет капитализация рынка акций России, как одного из наиболее крупных формирующихся рынков. Аналогичные процессы происходят и на других важнейших формирующихся рынках, достигающих после кризиса конца 1990-х гг. и медленного восстановления начала 2000-х гг. своих новых исторических максимумов.

В этой связи (и с учетом многих других параметров, анализ которых выходит за рамки статьи) возможно сделать прогноз о том, что **фондовые рынки вступили в середине 2007 – 2009 гг. в зону повышенных системных рисков, сверхвысокой волатильности, находясь в пределах значений, существенно превосходящих обычные границы колебаний вокруг исторических максимумов – минимумов.**

Системные риски финансового кризиса в России увеличивают: сохраняющаяся низкая монетизация экономики; высокая доходность финансовых активов; укрепляющийся рубль при валютной либерализации, открытом счете капиталов и крупных спекулятивных вложениях иностранных инвесторов (по оценке, не менее 30% внутреннего рынка); опережающий рост корпоративных внешних заимствований, значимая часть которых – привлечение средств банками под конвертацию в рубли и получение высокой доходности на внутреннем рынке; быстрый рост деривативов на биржевом и внебиржевом рынке (лучший канал для спекулятивной атаки). В части корпоративного сегмента многое напоминает 1997 – 1998 гг.

Базовый прогноз на конец 2007 – 2009 гг. следующий:

-всплески системных рисков на финансовых рынках индустриальных стран будут погашаться эксцессивным предоставлением ликвидности со стороны центральных банков и расширенными мерами по абсорбции потерь со стороны квази-государственных финансовых институтов и пулов коммерческих и инвестиционных банков;

-периодическая активизация системных рисков внутри России (на базе излишних концентраций кредитного, процентного, рыночного рисков) будет абсорбироваться на базе денежных потоков, поступающих в страну от сырьевого экспорта, наращенных золотовалютных резервов и резервных фондов;

-наибольшие вероятности цепной реакции и возникновения глобального кризиса лежат в рисках финансового кризиса в **группе формирующихся рынков**, которые будут переданы – через механизм взаимодействия, “финансовой инфекции” – и вызовут бегство спекулятивных капиталов нерезидентов из России, наравне с другими формирующимися

рынками. В связи с объемной зависимостью внутреннего финансового рынка от инвестиций нерезидентов, прежде всего от краткосрочных заимствований и спекулятивных портфелей акций, формируемых в значимой части крупными глобальными инвесторами и международными коммерческими и инвестиционными банками, такое бегство капитала может стать спусковым механизмом для цепной реакции реализации кредитных, процентных и рыночных рисков, относящихся к деятельности резидентов. Таким образом, будет создан потенциал для масштабного финансового кризиса в России.

Российский рынок – что дальше?

Дальше – формирующийся рынок, шаг за шагом переходящий в более зрелые стадии, сопоставимые с рынками, которые сложились в «новых индустриальных экономиках». Рынок очень похожий на многие другие, прежде всего в Латинской Америке, корреляция с которой стабильно выше 0,9. Рынок - очень волатильный, спекулятивный, в значительной мере зависящий от внешнеэкономической и финансовой динамики, с огромным влиянием иностранных инвесторов и финансовых институтов - нерезидентов. Рынок, основанный на высокой концентрации собственности, на олигополии, на объемном участии государства в капиталах и экономической жизни и, следовательно, на пассивном участии населения в инвестициях. Краеугольным камнем этого рынка будут не акции, а долги (мажоритарии не заинтересованы в размывании капиталов, с учетом внешнего долга этот сегмент уже сейчас больше акций) и сделки корпоративного контроля. Как и на других emerging markets, крупнейшие компании будут финансироваться прежде всего за рубежом (АДР + еврооблигации + синдицированные кредиты) и обслуживаться преимущественно западными инвестиционными банками. Появится ли у государства агрессивная политика создания финансовой площадки в России (по аналогии с политикой Германии в 90-х гг.), подкрепленная ресурсами и политической волей, - большой вопрос.

Постоянно действующий стресс сценарий для нашего рынка – политический риск, который может наступить вслед за любым намеком на финансовый кризис (а кризисы, как показывает финансовая история emerging markets, не могут не происходить).

Речь идет об изменении экономического курса государства: а) расширении доли бюджета и государственного сектора, б) ограничении доступа нерезидентов к активам, в) росте регулирования бизнеса; г) полном или частичном отказе от конвертируемости рубля и открытого счета капиталов; д) десекуритизации финансовых активов, прокламации спекулятивной и фиктивной природы фондового рынка; е) введении жесткого регулирования цен и др.

Этот стресс-сценарий объективно ведет к сужению роли финансового рынка в перераспределении финансовых ресурсов на цели инвестиций, подобно тому, как это происходило в СССР в конце 20-х годов, в Иране в конце 70-х годов и во многих других попытках перехода к более закрытым и патерналистским обществам.

В этой связи важнейшая задача – не допустить в ближайшие годы признаков финансового кризиса, каких-либо финансовых стрессов, которые бы стали спусковым механизмом, поводом для рестриктивной политики государства на финансовом рынке.