

Я.М.Миркин, председатель Совета директоров ИК «Еврофинансы», директор Института финансовых рынков Финакадемии, д.э.н., проф.

В поисках точного ответа

Финансовые цунами открывают новые окна возможностей. Наступательная Россия 2001 – 2007 гг. была рождена в 1998 г. Кризис, занесенный с международных рынков в 2008 г., должен дать старт глубоким изменениям в финансовой конструкции экономики, обеспечивающим национальную безопасность, содействие росту и инновациям. Доказать эффективность государства в создании нового центра влияния на денежной карте мира.

Государство – это люди, действующие на основе теорий и идей, которые они разделяют. Всё смешалось в умах в части финансов. Пренебрежение к ним как к бухгалтерии, идущее из 1930 – 1980-х гг. Неприязнь к спекуляции, проценту и сверхдоходам, не имеющим на поверхности отношения к производству. Желание закрыть биржи, оторванные от реальности, и зажечь нормальной жизнью. Любовь к легким деньгам. Благоговение перед финансовыми небоскребами и их жителями, управляющими валютным курсом, процентом, денежной массой, налогами и ценами. Вера в рынки, которые сами себя отрегулируют. Доверие только к чужим рецептам и их применение без разбора к собственному организму.

В итоге, заканчивается второе десятилетие экспериментов без наркоза на российских финансах. Инфляционный шок 1991 – 92 гг. Финансовые пирамиды 1993 -94 гг. Финансовая стабилизация 1995 – 97 гг., оставившая страну без денег. Превращение в пыль более 600 чековых фондов. Создание спекулятивной модели финансового рынка в 1995 – 1997 гг. по всем сегментам: акции, госдолг, валюта, деривативы, банки, нерезиденты. Как следствие, острейший кризис 1997 – 98 гг., чуть не сломавший рыночную экономику. В 2000 - 2007 гг. - классический сценарий финансовой политики, готовящий кризис (повторен десятки раз за рубежом). 2004 г. – банковский кризис, первое предупреждение. 2008 г.: капитуляция рынка акций и острейшие системные риски на денежном рынке, по всему спектру долгов и финансовых институтов.

Что дальше?. Все эти «черные понедельник» и «пятницы» убеждают в необходимости новых идей и глубокого изменения политики на финансовом рынке, в основе которой вместо мифов и экстремальных скоростей, вместо священного слова «нерезидент» должны быть разумный эгоизм (если другие страны и рынки - эгоисты), собственные (с учетом партнерских) интересы, взвешенность, рост, либеральность и открытость наравне с защитой от внешних и внутренних шоков, прямые инвестиции. Другая экономическая школа, находящаяся в основе идеологии, которой руководствуется власть.

Для начала важно согласие общества в простых истинах. Деньги, как энергия и вода, кровь экономики. Платежная инфраструктура и безопасные дороги равны в своей значимости. Биржа и ядерная энергетика – сестры в своей сложности, значимости в экономике и угрозам, которые они несут. Финансовые рынки – не менее жесткое средство влияния, чем геополитика, армия, внешняя торговля. Национальный проект «Финансовая площадка Россия» (аналог – Германия, 1990-е

гг.), если бы он был запущен, обладает той же значимостью и требует тех же усилий государства, что и восстановление образования, науки, критических технологий, обеспечивающих безопасность страны.

Статус «национального проекта» определяется клубком задач, которые нужно решить. Переход к новой модели финансового рынка и политики денежных властей в России, основанных на внутреннем спросе, на росте монетизации и снижении цены денег, на капитализации финансовых институтов, на создании налоговых стимулов сберегать и инвестировать. Строительство рубля как свободной валюты. Ослабление зависимости от горячих денег нерезидентов. Создание режима, «загоняющего» прямые иностранные инвестиции в приоритетные отрасли. Снижение цены денег. Борьба с немонетарной инфляцией.

Одна из целей проекта – социальная стабильность, диверсификация собственности в пользу среднего класса. В центре внимания должны быть финансовые активы среднего класса, его имущество в бизнесе, земля и недвижимость, безопасно передаваемые следующим поколениям, вместо того, чтобы быть утраченными каждые 30 – 40 лет. Все то, что на словах мы ценим, но всей практикой экономики – пренебрегаем. За этим - создание массового инвестора, новых институтов личных и коллективных инвестиций, прорыв к доступности информации. Необходимый рост числа крупных прозрачных компаний, имеющих листинг на бирже.

Российский финансовый рынок – один из самых рискованных в мире. Поэтому неизбежны рекапитализация финансового сектора, консолидация его инфраструктуры. Запуск компенсационных фондов. Утяжеление надзора за рисками в финансовых институтах.

Придется создавать свой вариант венчурной индустрии и финансовых рынков для инноваций. Бессмысленно копировать модель США. Мы - другие.

Российский рынок крайне нуждается в эффективном центре управления полетами. Нужно честно признать, что ведомства – финансовые регуляторы не справились с задачей мониторинга и ослабления системных рисков. Даже сейчас, когда нужно не только заливать банки деньгами, но и начинать публичные расследования, кто и как манипулирует финансовым рынком, предупреждая его новые обвалы, на это не хватает ни идей, ни операционной способности.

Поэтому горячая тема - расширение операционной способности финансовых регуляторов, достройка правового ядра рынка и системы правоприменения. Борьба с манипулированием и инсайдерством, обеспечение честности цен финансовых активов. Создание мониторинга рисков финансовых кризисов, «министерства по чрезвычайным ситуациям» в финансовом секторе. Ужесточение контроля за системными рисками внебиржевого оборота, вексельного рынка, рынка деривативов.

На внешнем фронте – создание в России нового финансового центра для стран СНГ, Центральной и Восточной Европы, развивающихся рынков. Не только мы за деньгами в Лондон и Нью-Йорк, Сингапур и Дубай, но и к нам за ресурсами. Программа «двойного паспорта» для денег и финансового бизнеса из постсоветского пространства. Кроме нового «Сити» в Москве, еще и льготные

финансовые зоны в приморских городах (мировая практика огромна). Калининград и Сочи имеют долгосрочную финансовую перспективу.

Ядро «Финансовой площадки Россия» - новая финансовая и денежная политика, направленная на стимулирование роста, инноваций, внутреннего спроса. Нужен отказ от управления такой сложной системой как финансы только по одному критерию – инфляции (имеющей к тому же немонетарную основу).

Первая цель - превращение финансового сектора России в тяжелую денежную машину, занимающую центр шоссе и определяющую скорость и направление движения на развивающихся рынках, в регионе Центральной и Восточной Европы, пространстве СНГ и стран БРИК.

Ключ к этому – рост монетизации экономики, расширение внутреннего денежного спроса. Индикатор «Деньги / ВВП» составлял в конце 2007 г. для Китая 160%, для развитых рынков – 80 – 120%, для России – 38% (по методологии МВФ). Поэтому Банк Китая являлся девятым по величине банком мира, а Сбербанк – 66-м (Banker, 2007). Кредиты экономике в России - 36% ВВП, а в Китае – более 110% ВВП. При такой насыщенности деньгами и кредитами инфляция в Китае в 2 - 3 раза меньше, чем в России.

Мотор монетизации и роста внутреннего денежного спроса – кредитная эмиссия. То есть кредиты Банка России коммерческим банкам под рост долговых требований экономики. Этот механизм работает во всем мире. У нас он появляется только сейчас. Как экстренная помощь государства финансовым институтам. Когда дым и пыль кризиса рассеются, мы увидим в активах Банка России объемные кредиты коммерческим банкам. Важно сделать эту конструкцию постоянной, чтобы не вернуться к механизму эмиссии «выпуск рублей только против горячих долларов и внешних долгов». Чтобы не создать вновь, как в 2000 – 2007 гг., знаменитый режим «валютного совета», уничтожающий эмиссионную способность растущей экономики.

Еще один ключ к «Финансовой площадке Россия» – разлом трагического треугольника «высокая цена денег и валютная доходность финансовых активов – закрепленный курс рубля – открытый счет капиталов». Пока он существует, российский финансовый рынок будет, как воронка, наполняться горячими деньгами, спекулятивной лихорадкой, экстремальными рисками и готовностью к кризисам. Завести деньги, получить сверхдоходность и потом вывести их – это объективная экономическая реальность, в которой бесполезно создавать международный финансовый центр и рапортовать о росте капитализации.

Как демонтировать этот «треугольник» финансовой политики? Одна из его сторон – завышенный, закрепленный курс рубля, подстегиваемый притоком горячей валюты и внешних долгов, эксцессивный рост импорта с подавлением отечественного производителя.

Новая финансовая политика должна включать осторожное среднесрочное снижение курса рубля. Это приведет к улучшению торгового баланса и создаст экономические барьеры для спекулятивного капитала и взрывного роста внешних долгов банков и корпораций.

А как же инфляция? Основной причиной инфляции в России являются факторы, не относящиеся к деньгам. Это - олигополия на товарных рынках,

регулятивные издержки, риски, вынуждающие бизнес закладывать сверхвысокую рентабельность, ценовая политика государства в естественных монополиях. В 1990-е гг. рост цен в России объясняли повышением курса доллара. В 2000-е гг. – его снижением и ростом импортных цен. Куда ни кинь – всюду клин. Бороться нужно с инфляцией издержек, а не с инфляцией спроса. Если политика снижения курса рубля осторожна и проводится без ее публичной пропаганды, то воздействие на внутренние цены будет минимально.

А как же устойчивость рубля на международной арене, наша гордость, основа будущей резервной валюты? В сегодняшних условиях это рыночный миф, который будучи в лоб и сиюминутно примененным, несет угрозу экономике. Доллар в качестве резервной валюты всегда был циклически подвижен, находясь под действием политики денежных властей. В 2001 – 2007 гг. он почти вдвое упал по отношению к евро с тем, чтобы в кризисном 2008 г. вновь потяжелеть. Устойчивость рубля должна основываться на снижении цены денег и борьбе с немонетарной инфляцией внутри страны, на ограничении «горячих денег» нерезидентов и той «прыгучести» рынков, которые они вызывают.

Еще одна сторона «трагического треугольника» - цена денег, невысказанно высокая для экономики (хотя температурающей, но обладающей фундаментальным финансовым здоровьем). Дешевизна кредита на Западе - одна из причин, толкающих российские банки и корпорации к беспрецедентному росту внешнего долга перед кризисом, к закачке долларов и евро и эмиссию под них рублей.

6 – 7% по кредитам в Китае или в Чехии и Польше и свыше 10 - 16% в России – есть разница? Процентная маржа коммерческих банков, достигающая 7 – 10% годовых, не много ли даже для российских рисков и волатильности? 15 – 16% по кредитам в бизнес-планах и ценах реального сектора разве не разгоняют инфляцию? Цена гособлигаций в 5 - 6% - разве это «по рынку», если Банк России и Сбербанк доминируют в этом сегменте? С таким же успехом могло быть и 1 – 2%.

Процент по межбанковским кредитам в 2 - 3%, достигавшийся в 2005 – 2008 гг. в спокойных условиях рынка, и есть истинная базовая цена денег в успешной экспортной экономике России. Причина отрыва от нее всей системы процентных ставок – отсутствие политики центрального банка, направленной на снижение цены денег, как антиинфляционной меры и заградительного барьера для иностранных спекулятивных капиталов.

Эта политика необходима, как воздух. Она должна быть направлена на сокращение ссудного процента до 7 – 9% для населения и в третьем эшелоне экономики, на уменьшение процентных издержек. На превращение не работающей ставки рефинансирования из рудимента финансового рынка в реальный инструмент денежной политики.

Открытый счет капиталов – еще одна сторона треугольника. Рост монетизации и снижение процента должны ограничить поток горячих денег и внешних долгов, идущих в российскую экономику. Но самая лакомая часть этого потока, которую нельзя потерять – прямые иностранные инвестиции. Они несут идеи, технологии, модернизацию производства. В Китае прямые инвестиции в 5 раз превышают портфельные, в России – всего в 1 - 1,4 раза.

Это значит, что вся система экономических стимулов, воздействующих на потоки денег, идущих через счет капиталов, должна быть изменена, сфокусирована на прямые инвестиции, прежде всего в обрабатывающий сектор, в высокотехнологичные компании. Что неизбежно приводит к теме сокращения налогов и запуска программы налоговых льгот.

Налоговая нагрузка на отечественную экономику на порядок тяжелее, чем в Китае. Индикатор «Доходы расширенного правительства + Внебюджетные фонды / ВВП» в России составляет более 40%, в Китае - 20% (2007). Налоговый пресс равен старым европейским экономикам, с их ежегодным ростом в 1 – 2%. Это одна из причин того, почему в России доля ВВП, идущая на накопление, 24%, в Китае – 45% (2006, Всемирный банк).

Не так важно, как устроены НДС, НДФЛ, ЕСН, налог на прибыль и каковы их налоговые ставки. Эти магические 13, 18, 26, 30 и так далее. Важен их общий вектор, заведомо выводящий Россию в зону низких темпов. Во всех быстрорастущих странах налоговое бремя ниже. Стоит обвалиться нефтяным ценам (нет ничего в мире более волатильного), неизбежно столкнемся с торможением.

При этом прямому инвестору – нерезиденту еще хуже, чем россиянину (налог на дивидендные доходы – 15% вместо 9%, налог на доходы физических лиц - 30% вместо 13%). Не используется множество известных в мире налоговых льгот для иностранцев. Тех самых льгот, которые отправляют их деньги прямым в длинные инвестиции, в капиталы инновационных компаний, в импорт технологий.

Виной миф о несправедности налоговых льгот как института. «Равенство налогоплательщиков» и «отсутствие налогового арбитража» оборачиваются утратой времени и темпов. В Китае десятки льгот, нацеленных на высокие технологии. Результат – доля высоких технологий в экспорте в 3 раза выше, чем в России (30% и 9%) (2006, Всемирный банк). Важно вернуть стимулирующую функцию налоговой политике, балансируя ее с фискальной.

Оборотная сторона высоких налогов – эксцессивные государственные резервы. Налоговые доходы, пройдя бюджетный профицит и внебюджетные фонды, успокаиваются в валютных резервах. В Китае, крупнейшем сберегателе мира, валютные резервы примерно равны ВВП, идущему на прирост капитала, в России – в 1,4 раза выше (2007). Наша страна держит в 3,6 раза больше валютных резервов, чем США, Великобритания, Германия, Франция и Италия, вместе взятые (август 2008, ЦБР). Ее валютные резервы составляют 8% от мирового объема, а ВВП – всего 2,4%. Это деньги, выкачанные из экономики.

Денежных запасов государства (фондов и резервов в системе публичных финансов и монетарных властей) не должно быть больше, чем нужно. При такой финансовой политике они могут быть относительно сокращены. Пусть в небольших долях, но использованы для инвестиций в собственную экономику на публичном рынке акций и корпоративных облигаций.

Что же дальше? После того, как будет пройдено «дно» кризиса 2007 – 2009 гг., неизбежен подъем мировой экономики в 15 - 20 лет (длинные циклы). В первые годы по инерции, пусть с ранами и изъятиями, будет восстановлена моноцентричная модель финансового мира, основанная на Нью-Йорке и Лондоне.

Много денег, много инвестиций, много кризисов 2-го и 3-го порядка. Выигрыш тех, кто, опираясь на чужой опыт, генерирует идеи сам, не копируя, тщательно соблюдая свои интересы.

Для России это означает неизбежность крупного финансового маневра. Вместо формулы «много изымать, много резервировать, медленней расти, зависеть от цен на нефть и денег нерезидентов» лучше «умеренные налоги, точечные налоговые льготы – монетизация, низкая цена денег, осторожное снижение курса рубля, прямые иностранные инвестиции, оптимальные госрезервы - быстрый рост, акцент на инновации – усиление собственных финансовых мощностей».

Конечно, финансовый ландшафт подвержен эрозии, быстро растет роль зоны евро, Китая, России, Индии и Бразилии. Вместе с тем в 2009 – 2011 гг. мы неизбежно увидим восстановление, хотя и с правками, денежной модели мира, сложившейся шаг за шагом в XX веке. Начнется новый, 15 – 20-летний подъем мировой экономики (знаменитые экономические волны Н.Кондратьева), с масштабным притоком длинных денег и инвестиций, который нельзя пропустить.

Каким должен быть ответ на эти конкурентные вызовы?

Нельзя допустить восстановления в третий раз спекулятивной модели российского финансового рынка, основанного на низкой монетизации (и, как следствие, слабых банках), сверхвысокой доходности, закреплённом курсе рубля и горячих деньгах иностранных инвесторов.

Впервые эта модель сложилась в 1995 – 1998 гг., будучи основанной на долларизации экономики (Россия – крупнейший в мире потребитель наличных долларов), эксцессивном наращивании государственного долга, свободной игре нерезидентов на внутреннем рынке акций и внебиржевых срочных сделках с валютой.

В 2000 – 2008 гг. эта модель была восстановлена второй раз. При дефицитности инвестиций в экономике денежные власти и Минфин направляли профициты бюджета и платежного баланса как «избыточную ликвидность» за рубеж, в доллары США, фунты стерлингов, евро. Чтобы закрыть эту «черную дыру» в инвестициях крупнейшие российские корпорации и банки стали наращивать внешний долг, в тех же западных валютах. Уникальное сочетание открытого счета капиталов, экстремальной доходности и закреплённого курса рубля стало втягивать на внутренний финансовый рынок самые горячие деньги мира.

Все это происходило под наши громкие отчеты о росте капитализации (а на самом деле – мыльного пузыря). В таких экономиках, как российская, если акции стоят больше 100 -120% ВВП, готовься к кризису. Доказано не единожды и на многих рынках. Тому примером десятки кризисов, спекулятивных атак, финансовых инфекций по всему миру.

Центральный банк одной рукой выводил деньги, заработанные бюджетом на нефти, за рубеж под лозунгом борьбы с инфляцией. Но тут же другой рукой замещал их рублями, выпущенными против спекулятивных иностранных инвестиций и корпоративного внешнего долга, заходящих в страну, как вода в воронку. Отказываясь от кредитной эмиссии безналичных рублей под рост

экономического оборота. От выполнения важнейшей функции денежных властей всего мира, связь которой с валютными операциями вторична.

Итог – чрезмерная зависимость российского финансового сектора от нерезидентов, его способность вместо смягчения негатива, идущего с западных рынков, наоборот, его двукратно усиливать (нижняя точка индекса Доу-Джонса – минус 40%, индекса РТС - минус 80% (конец октября к январю 2008 г.). Это неслыханно, и, на самом деле, стыдно – иметь такое бедственное состояние финансового сектора, такой обременительный процент для населения при буме экспортных цен на нефть, газ и металлы и фундаментальном здоровье бюджета.

Сейчас нам дана третья попытка. Впереди длинный рост, приход инвестиций, всё большая насыщенность деньгами, рисками, финансовыми институтами и инструментами. Более сложная финансовая машина. В 2008 г. насыщенность экономики деньгами, ценными бумагами, продуктами финансового инжиниринга к моменту кризиса была невелика, 30 - 40% ВВП (кроме акций). В будущей точке кризисного перегрева, к которой неизбежно придут финансовые рынки, работая с рисками, все денежные составляющие экономики будут варьироваться в пределах 80 -140% ВВП. При такой финансовой зрелости будущий кризис можно сравнить с разрушением ядерного реактора, 2008 г. – взрывом парового котла.

Поэтому важно не допустить воссоздания – в третий раз – спекулятивной модели рынка, основанной на несбалансированном использовании денег нерезидентов и выкачке из стране ликвидности, под которую «нет инвестиций». Следующий острый кризис может привести не к драме 1998 г., не к пьесе абсурда 2008 гг., а к трагедии 1917 г. Толпы на улицах и политические риски – уроки Аргентины, Турции, Индонезии, Таиланда, Южной Кореи и многих других стран.

Уже в этом году на книжных рынках Запада, в стенах МВФ и Всемирного банка появится много обложек с титулами «Уроки кризиса» и «Новая финансовая архитектура». Нужно и нам сделать выводы на будущее. Жестокость штормов 1998 и 2008 гг., глубина деформации рынков Запада показывают, что должна быть изменена идеология, с которой мы строим рынки, внесены серьезные коррективы в экономическую школу, доминирующую в российских финансах.

Не дай бог стать закрытой крепостью. Но и сразу сломать все стены – это значит подвергнуть всем ветрам слабый рынок, в экономике с низкой монетизацией. Кризис 2008 г. показывает, что моментная либерализация счета капиталов в 2004 г. имела тот же эффект перегрева, что и допуск нерезидентов к ГКО в 1997 г.

Важно перестать пользоваться мифами. Не быть простыми копиистами на финансовых рынках. В 1990-е гг. рыночный фундаментализм, жестко примененная неоклассика, идеология МВФ царствовали внутри финансовых регуляторов России. Как следствие, финансовая стабилизация середины 1990-х гг. оставила экономику без живых денег, с суррогатами, с низкой монетизацией и слабыми финансовыми институтами. За ней пришли модель финансового рынка, скроенная под спекулятивных нерезидентов, ГКО, сконструированные по законам пиротехники, и денежно-кредитная политика по стандартам МВФ, неизбежно вызывающая кризис. Примчался и сам финансовый шторм 1998 г. Всё - по образцу Латинской Америки и Юго-Восточной Азии 1990-х гг., и вместе с ними.

Те же идеи ортодоксальной рыночности в 2000-е гг. превратились в настойчивую борьбу с монетарной инфляцией как главным врагом, в вывод нефтяных денег из экономики под лозунгами их избыточности и недостатка в России инвестиционных проектов. Эти средства вкладывались с высокими рисками (50 – 60% резервов Банка России были номинированы в падающих долларах, более 20% направлялись на финансирование ипотечного рынка США, значительная часть - на покрытие дефицитов бюджетов США и еврозоны). Деньги выводились, формировались эксцессивные валютные резервы, а при этом отечественный бизнес, нуждаясь в инвестициях, стремительно наращивал внешние долги, получая базовые деньги длительных вложений где угодно, в Лондоне, Нью-Йорке и Франкфурте, но только не дома. В конце 2007 г. индикатор «Внешний долг банков и корпораций / Денежная масса России» составлял более 70%. Плюс в страну вливались «горячие деньги» нерезидентов (одна треть сделок на рынке акций ММВБ в 2007 г.).

Когда в 1998 г. Гонконг проводил государственные интервенции на рынке акций, чтобы противостоять спекулятивной атаке на свой финансовый рынок, он подвергся резкой критике со стороны международного инвестиционного сообщества. Эти действия были сочтены нелиберальными. Нарушающими свободу рынка.

Сегодняшние меры правительств и центральных банков США и Европейского Союза далеко стоят от либеральности. Это нечто невероятное для рыночника - ортодокса. Самая масштабная за всю финансовую историю интервенция государства в жизнь рынков, выкуп за счет средств налогоплательщиков и печатного станка огромной суммы плохих долгов, которые сделали крупнейшие банки, принимая на себя всё более высокие риски в погоне за прибылями. Де-факто национализация финансовых институтов. То ли социализм, то ли кейнсианство с «Новым курсом», но очень практично и бесконечно далеко от идей свободного рынка и минимума государства в экономике.

Нет пророка в своем отечестве. Но чужие пророки, бывает, несут горький хлеб. Нам предстоит, будучи свободными, находясь в открытом и либеральном экономическом пространстве, искать свои собственные осторожные рецепты, свои личные истории успеха в создании нового центра денежной власти в России. Не только переводить с английского, но и генерировать собственные идеи, не оглядываясь на мифы и догмы, как это с успехом делает сейчас правительства и центральные банки западных стран. Понимая, что находимся в жесткой конкурентной среде, в которой все средства хороши, как показывает примененный к России опыт.

Все это значит - пройти по острию ножа. Рынок, конкуренция и низкие регулятивные издержки высвобождают энергию людей, их способность к инновациям, создают пространство свободы для создания в России центра денежного и экономического притяжения. Государство, обеспечивая защиту, правила, стимулы, крупные проекты в общих интересах, должно вмешиваться, когда свобода действовать неизбежно приводит к сверхконцентрации рисков, угрожающей существованию сообществ и экономик.

За ростом свободы и власти либеральных учений циклически следуют времена мобилизации, кейнсианства или даже авторитаризма в любых его ипостасях.

Нам предстоит быть свободнее и либеральнее самых либеральных. Формировать совершенно иной облик материка Россия, его народа, его ценностей, его рисков. Но вместе с тем использовать машину государства для защиты нас от нас самих и для того, чтобы создать экономику и финансовые рынки с постоянно прирастающими ресурсами, нацеленные на бег, на быстрый рост

Иначе сомнут в третий раз. Первый был в 1997-98 гг. Второй – в 2007-2008 гг. Третий – через 5 – 10 лет.