

Департамент стратегического анализа

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДОКЛАД

**Фондовый рынок:
пределы роста и глубина
падения**

**Авторы: д.э.н. И.А. Николаев
Т.Е. Марченко**

Тел.: 737-53-53
Факс: 737-53-47
E-mail: strategy@fbk.ru



Москва, октябрь 2008

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ	3
ПОНЯТИЕ КАПИТАЛОЕМКОСТИ ВВП	4
СООТНОШЕНИЕ КАПИТАЛОЕМКОСТИ И РОСТА ВВП	5
ДИНАМИКА КАПИТАЛОЕМКОСТИ ВВП МИРА	15
РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК (ВЕСНА-ОСЕНЬ 2008 ГОДА)	18
ПРЕДЕЛЫ РОСТА КАПИТАЛОЕМКОСТИ ВВП	20
МЕХАНИЗМ ВЛИЯНИЯ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ	25
МЕРЫ ПО СТАБИЛИЗАЦИИ	29
ВЫВОДЫ	33
ПРИЛОЖЕНИЕ: ДИНАМИКА ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ	34

Введение

Состояние фондового рынка является важнейшим показателем, характеризующим здоровье экономической системы. В таком случае сегодняшнее здоровье российской экономики вызывает очень серьезные опасения.

С мая 2008 года, когда были зафиксированы максимальные значения капитализации российского рынка акций, по октябрь снижение совокупной капитализации составило 62%¹.

В этой ситуации важно понять:

- было ли предопределено такое падение показателей или этого можно было избежать;
- насколько вообще хорош принцип «чем больше капитализация – тем лучше»;
- почему наступает насыщение капитализации рынка и что необходимо делать, чтобы избежать этого;
- какова взаимосвязь между ростом капитализации рынков и экономическим ростом и что следует ожидать в случае обвала рынков;
- что может усугубить ситуацию на фондовых рынках;
- какова может быть глубина падения фондовых индексов;
- насколько серьезна угроза для перспектив экономического роста в условиях снижения фондового рынка и т.д.

Актуальность этих вопросов предопределяется сегодня в России целым рядом обстоятельств.

Следует признать, что, несмотря на пока еще недостаточное развитие важных рыночных институтов, фондовый рынок уже стал одним из важнейших в этом ряду. Это значит, что перспективы социально-экономического развития страны в значительной мере зависят от того, что будет происходить с акциями российских компаний.

Претензии на создание в Москве мирового финансового центра также заставляют анализировать реалистичность таких намерений.

Все это предопределило актуальность настоящего исследования.

¹ Данные взяты по капитализации классического рынка акций РТС, максимальное значение за 2008 год составило 1431 млрд. долл. США (19.05), минимальное составило 54,5 млрд. долл. США (06.10).

Понятие капиталоемкости ВВП

Макроэкономический анализ фондового рынка является в настоящее время явно недоиспользуемым инструментом в оценке перспектив как фондового рынка, так и экономики в целом. Традиционно значительно большее внимание в оценке текущих перспектив национального фондового рынка уделяется зарубежным показателям: динамике соответствующих показателей на иностранных биржах, новым показателям по перспективам (итогам) экономического роста, занятости и т.п.; решениям центробанков по изменению ставок рефинансирования (учетных ставок). Наконец, важное значение придается геополитическим событиям и даже погоде, так как нередко те же ураганы в Мексиканском заливе влияют на мировую цену нефти и, таким образом, на стоимость акций нефтяных компаний.

Между тем динамика и значение соотношения капитализации рынка акций и номинального ВВП имеет чрезвычайно большое значение для оценки стратегических перспектив фондовых рынков.

Показатель *капитализация рынка акций / ВВП* – не имеет пока установившегося наименования. Одно из используемых в настоящее время названий – показатель насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами.

ФБК предлагает свое наименование:

Капиталоемкость ВВП – отношение совокупной капитализации рынка акций национальных компаний к объему номинального ВВП.

Экономический смысл данного показателя заключается в соизмерении размеров национального рынка акций и экономики.

Важное исходное предположение состоит в том, что **определенному уровню развития экономики должен соответствовать и вполне определенный показатель совокупной капитализации национального фондового рынка.**

Соотношение капиталоемкости и роста ВВП

Важнейший вопрос – чем предопределяется динамика капиталоемкости ВВП? – находит свой ответ в анализе соответствующих данных по различным странам. Этот же анализ позволяет сделать выводы о соотношении капиталоемкости ВВП и темпов прироста ВВП.

Детальный анализ изменения показателей капиталоемкости ВВП по крупнейшим странам мира требует выбора надежного источника статистической информации. Капиталоемкость ВВП рассчитывается по отдельным странам Мировым Банком (World Bank - WB). Можно также получить расчетные показатели капиталоемкости ВВП по странам, основываясь на информации Всемирной Федерацией Бирж (World Federation of Exchanges - WFE) о капитализации рынков акций отдельных бирж и Международного Валютного Фонда (International Monetary Fund – IMF) о размерах номинального ВВП (Таблица 1).

Таблица 1. Капиталоемкость ВВП (%)

год		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Россия	WB	4	10	32	8	37	15	25	36	53	45	72	107	116
	WFE/IMF	5	9	32	7	21	17	28	34	44	40	34	84	99
	расхождение	1	-1	0	-1	-16	2	3	-2	-9	-5	-38	-23	-17
США	WB	93	109	137	155	180	155	138	107	131	140	137	148	144
	WFE/IMF	94	108	129	145	181	155	137	106	129	139	139	146	144
	расхождение	1	-1	-8	-10	1	0	-1	-1	-2	-1	2	-2	0
Велико- британия	WB	124	146	150	167	200	179	151	119	136	131	137	160	141
	WFE/IMF	124	143	155	171	198	184	152	111	137	127	145	149	139
	расхождение	0	-3	5	4	-2	5	1	-8	1	-4	8	-11	-2
Индия	WB	36	32	31	25	41	32	23	26	47	55	68	89	155
	WFE/IMF	36	34	31	27	42	32	23	26	49	58	71	93	166
	расхождение	0	2	0	2	1	0	0	0	2	3	3	4	11
Германия	WB	23	28	38	50	67	67	57	34	44	44	44	57	64
	WFE/IMF	23	27	38	50	67	67	57	34	44	43	44	56	63
	расхождение	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	-1	-1
Италия	WB	19	20	29	47	61	70	47	39	41	46	45	55	51
	WFE/IMF	19	20	29	46	61	70	47	39	41	46	45	55	51
	расхождение	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Канада	WB	62	79	89	88	121	116	98	78	103	119	131	134	165
	WFE/IMF	62	79	89	88	119	106	85	78	102	118	131	133	153
	расхождение	0	0	0	0	-2	-10	-13	0	-1	-1	0	-1	-12
Бразилия	WB	19	26	29	19	39	35	34	24	42	50	54	67	104
	WFE/IMF	19	26	29	19	39	35	34	24	41	50	54	66	104
	расхождение	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	-1	0
Китай	WB	6	13	22	23	31	48	40	32	42	33	35	91	190
	WFE/IMF	6	14	22	23	30	48	40	32	31	23	18	43	138
	расхождение	0	1	0	0	-1	0	0	0	-11	-10	-17	-48	-52
Япония	WB	70	67	52	65	104	68	55	54	72	80	104	108	102
	WFE/IMF	67	65	51	63	102	68	55	53	70	77	100	105	99
	расхождение	-3	-2	-1	-2	-2	0	0	-1	-2	-3	-4	-3	-3

Источник: World Bank "World Development Indicators", International Monetary Fund "World Economic Outlook Databases", World Federation of Exchanges Data "Domestic market capitalization", ФБК

Явное занижение расчетных данных по сравнению с показателями Мирового Банка (Россия, Китай) в большинстве своем объяснимо: для расчетов по стране во избежание двойного счета брались данные по капитализации только крупнейшей биржи или бирж, пересечения листингов которых были исключены. Так, для России использование данных только по РТС привело к существенному занижению показателя в 2005-2007 гг., когда ее листинг имел существенное расхождение с листингом ММВБ. Аналогичная ситуация по Китаю. Оставшиеся расхождения не столь существенны, ими в целях анализа допустимо пренебречь.

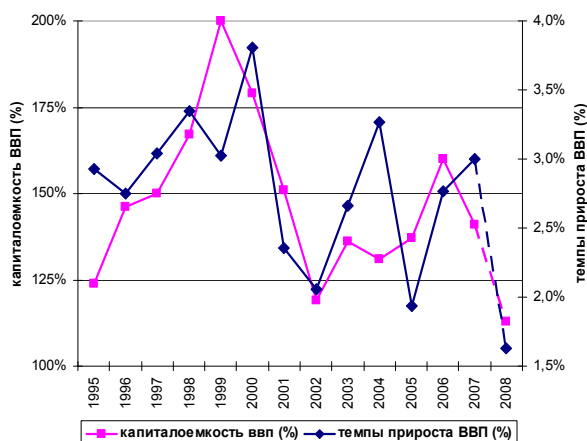
Для максимально адекватного сравнения данных по странам использовалась статистика Мирового Банка. На 2008 год данные рассчитаны ФБК на основе статистики WFE и NYSE-Euronext (Euronext-Paris) о капитализации рынков акций отдельных бирж и прогнозов IMF относительно страновых темпов экономического роста.

Рассмотрим динамику капиталоемкости ВВП и темпов прироста ВВП по анализируемым странам подробнее.

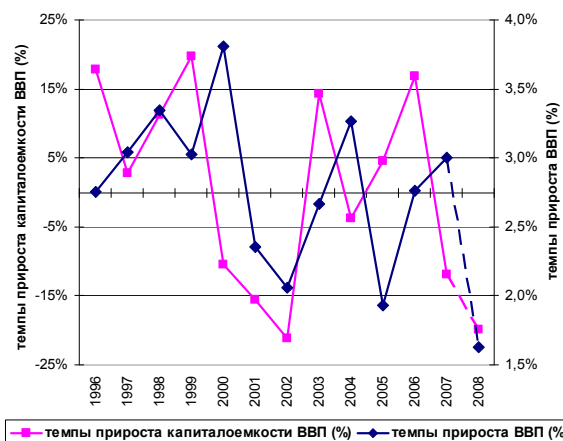
Страны большой восьмерки

Великобритания.

Капиталоемкость и темпы прироста ВВП



Пределы прироста капиталоемкости ВВП



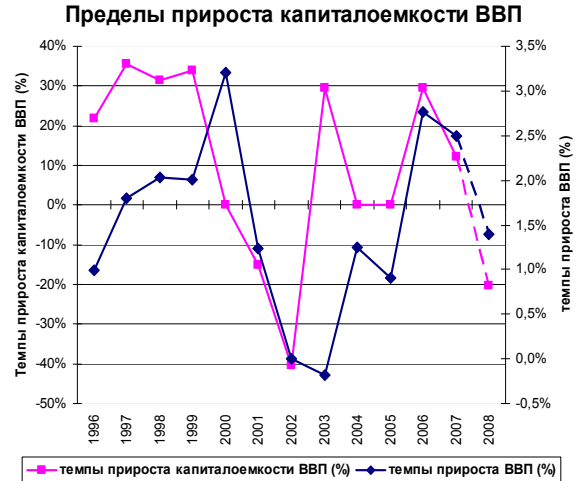
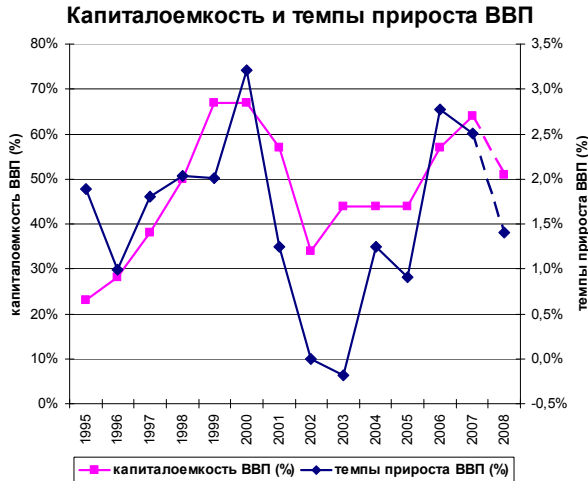
Динамика рассматриваемых показателей демонстрирует, что **не любое наращивание капиталоемкости ВВП, означающее расширение инвестиционных возможностей, может быть усвоено экономикой.** При этом стоит отметить, что финансовый кризис мирового масштаба может существенно снизить способность экономики использовать доступный капитал.

Динамика капиталоемкости ВВП 1996-2007гг. подтверждает наличие изменяющегося порога для данного показателя, превышение которого ведет к сокращению как самого показателя капиталоемкости ВВП, так и темпов прироста ВВП через год. Описанное достижение пиковых значений капиталоемкости ВВП и последующее сокращение темпов прироста ВВП наблюдается в 1999 году при достижении показателем капиталоемкости ВВП уровня **200%**, а в дальнейшем соответственно в 2003 году на уровне 136% и в 2006 году на уровне 160%.

Аналогичное соотношение в изменении показателей верно и для темпов прироста капиталоемкости ВВП и темпов прироста ВВП, с тем лишь различием, что для показателя темпов прироста капиталоемкости ВВП пороговое значение в меньшей мере подвержено влиянию экономической эволюции и для периода 1996-2007гг. может быть установлено на едином уровне, для Великобритании равным **14%**. Превышение темпов прироста капиталоемкости ВВП границы в 14% в 1999 (20%), 2003(14%) и 2006 (17%) годах приводит к последующему резкому сокращения

показателя капиталоемкости ВВП. С лагом в один год эту пиковую динамику повторяют темпы прироста ВВП в 2000, 2004 и 2007 годах.

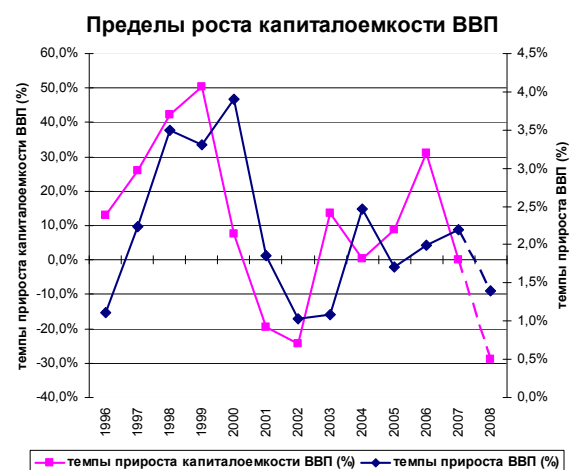
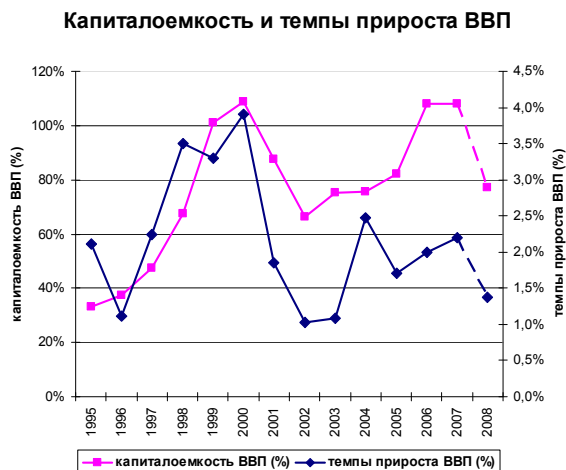
Германия.



Пороговое значение капиталоемкости ВВП в 1999 году составило **67%**, а в дальнейшем соответственно 44% на 2003 год, и 64% на 2007 (на середину 2008 года отмечено сокращение капитализации компаний Германии при небольшом приросте ВВП, что позволяет говорить о наметившейся тенденции к снижению значений показателя капиталоемкости ВВП в 2008 году).

Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП **29%**. Превышение этого уровня в 1997г. (36%), в 1999г. (34%), в 2003г.(29%) и в 2006 (30%) повлекло снижение значений показателя и сокращение темпов прироста ВВП через год соответственно, а после пика капиталоемкости ВВП в 2006 года – даже быстрее, сразу же в течение следующего 2007 года.

Франция

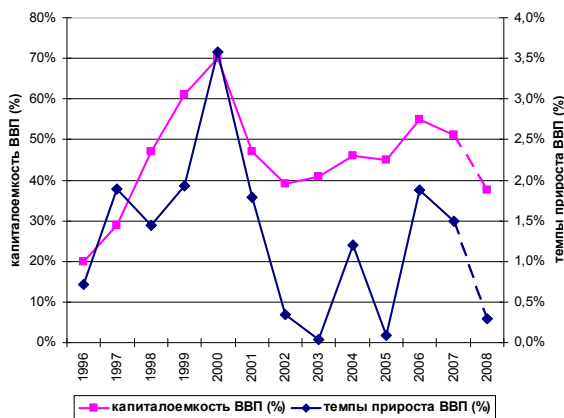


Пороговое значение капиталоемкости ВВП Франции в 2000 году составило **109%**, в 2006-2007 годах - 108%. После достижения таких высоких значений капиталоемкость ВВП значительно снижалась в последующие годы, также как и темпы прироста ВВП.

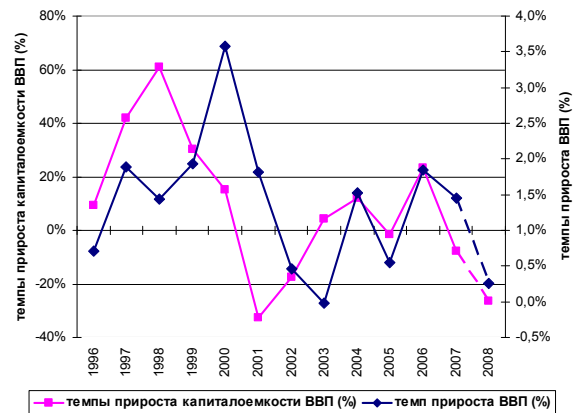
Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП Франции составляет **13%**. Превышение этого уровня темпов прироста капиталоемкости ВВП в 1999г. (50%), 2003г. (13,5%), и в 2006г. (31%) повлекло снижение значений показателя и достижение пика темпами прироста ВВП в следующем же году, т.е. их замедление с лагом в год в 2001, 2005 и 2008 годах.

Италия

Капиталоемкость и темпы прироста ВВП



Пределы прироста капиталоемкости ВВП

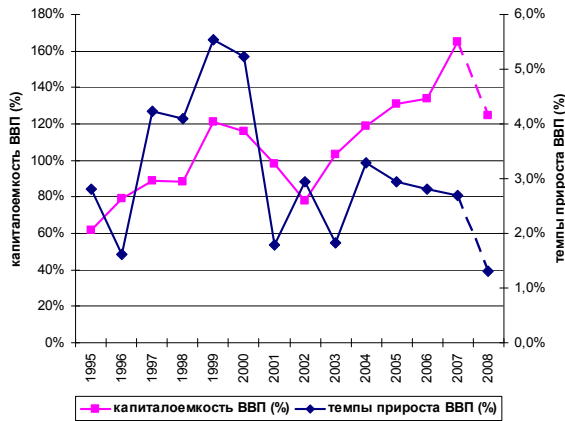


Пороговое значение капиталоемкости ВВП в 2000 году составило **70%**, в 2006 году-55%. После достижения таких значений капиталоемкость ВВП значительно снижалась в последующие годы, также как и темпы прироста ВВП.

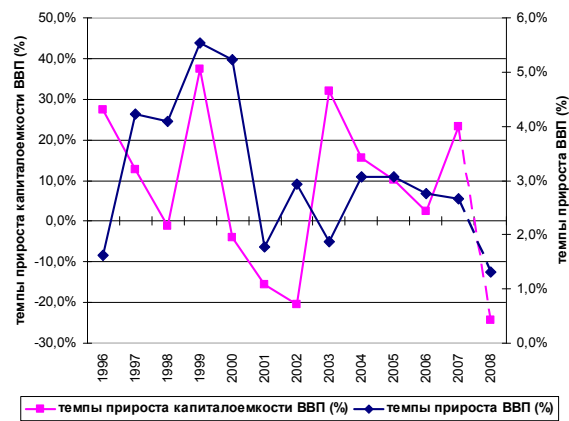
Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП в период азиатского финансового кризиса составило 60%. Его превышение в 1998 году (62%) повлекло снижение значений показателя и сокращение темпов прироста ВВП через два года. Однако, учитывая существенные различия в поведении показателя в течение кризисного периода и периода стабильного развития страны, пороговый уровень темпов прироста капиталоемкости ВВП следует установить ниже. Увеличение темпов капиталоемкости ВВП Италии в 2004 году до 12% и в 2006 году до 22% сопровождался последующим снижением значений этого показателя и сокращением темпов прироста ВВП в последующих 2005 и 2007 годах соответственно. Таким образом, критический уровень темпов прироста капиталоемкости ВВП Италии вряд ли превышает **12%**.

Канада

Капиталоемкость и темпы прироста ВВП



Пределы прироста капиталоемкости ВВП

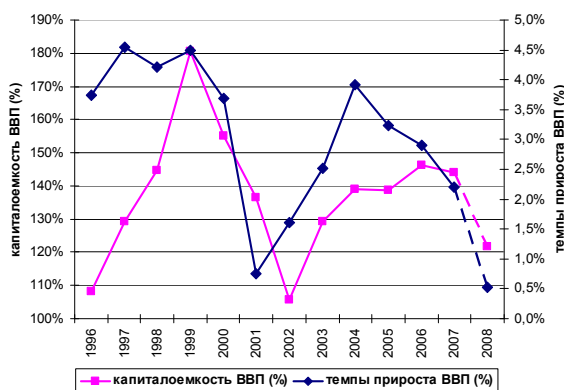


Финансовый кризис 1998 года в меньшей степени отразился на экономике Канады, чем на экономике крупнейших стран Западной Европы. Пороговое значение капиталоемкости ВВП в 1999 году составило 121%, а на 2007 год **165%**.

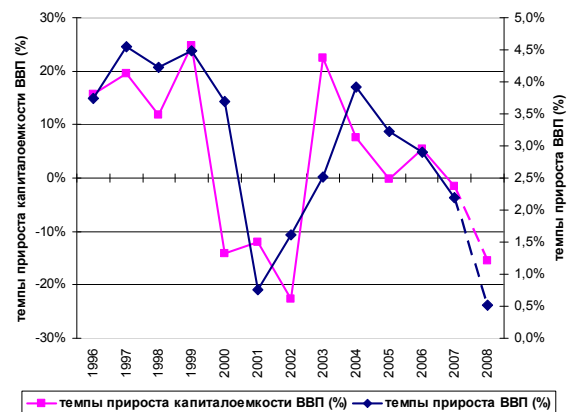
Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП находится на уровне **23%**. Превышение этого уровня капиталоемкости ВВП в 1999г. (38%), в 2003г. (32%) и в 2007 г. (23%) повлекло снижение значений показателя и сокращение темпов прироста ВВП в течение последующего года (2000 и 2007г.) или через год соответственно(2005г.).

США

Капиталоемкость и темпы прироста ВВП



Пределы прироста капиталоемкости ВВП

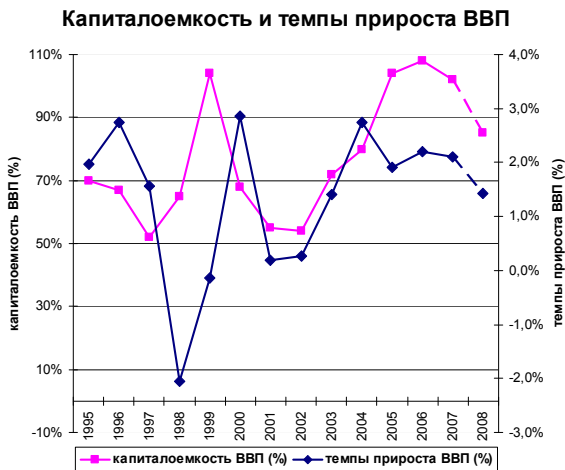


Пороговое значение капиталоемкости ВВП США в 2000 году составило **181%**, в 2006 году - 146%. После достижения таких высоких значений капиталоемкость ВВП значительно снижалась в последующие годы, также как и темпы прироста ВВП.

Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП США составляет **20%**. Превышение этого уровня темпов прироста капиталоемкости ВВП в 1997г. (20,5%), 1999г. (25%), в 2003г. (22%) повлекло снижение значений показателя. В 2006 году увеличение темпов прироста капиталоемкости было значительно более меньшим (5%), однако это наложилось на замедление

темпов прироста экономики в течение нескольких лет, что и предопределило изменение динамики. Изменялись в соответствующие годы предсказуемым образом и темпы прироста ВВП: в течение следующего же года в случае ускорения роста показателя в 1997 году, в течение следующих двух лет после роста капиталоемкости ВВП в 1999 году, с лагом в один год после пика в 2003 году, на фоне снижения темпов прироста ВВП в 2006 году.

Япония

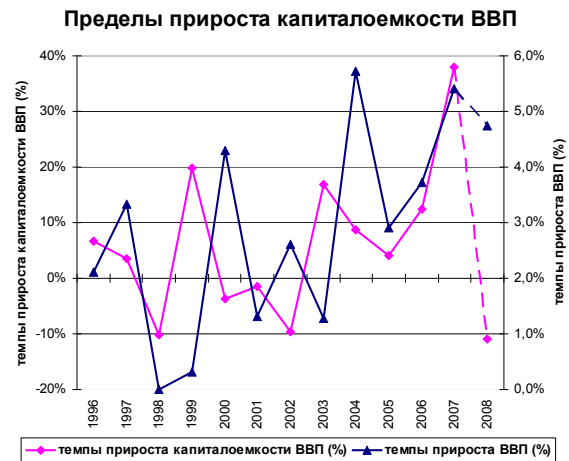
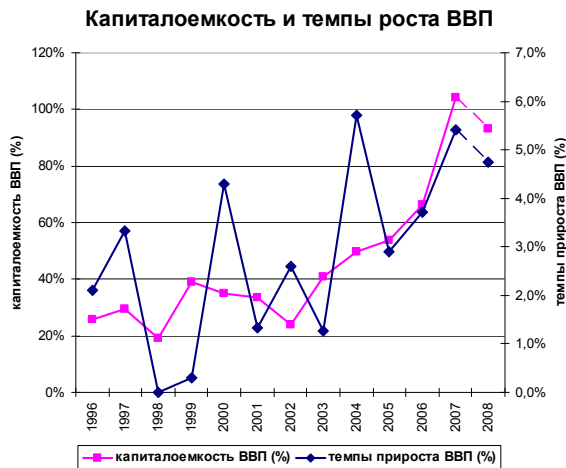


В кризисный период пороговое значение капиталоемкости ВВП Японии может быть установлено на уровне 104%. Превышение этого уровня в 1999 году (104%) повлекло последующее падение значений показателя и практически одновременное сокращение темпов прироста ВВП. Такая быстрая реакция темпов прироста ВВП, возможно, определяется особенностями экономики Японии, для которой свойственна одна из самых высоких в мире норм накопления капитала, что способствует увеличению скорости насыщения экономики капиталом. В 2000-х годах пороговое значение закрепилось на уровне **108%**, которое было достигнуто в 2006 году, после чего отмечается снижение значений показателя и общая тенденция сокращения темпов прироста ВВП с 2,7% в 2004 году до прогнозных 1,4% в 2008 году.

Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП наблюдается на уровне **29%**. Его превышение в 1999 (60%), в 2003 (33%) и 2005 (30%) годах привело к снижению темпов прироста ВВП через год соответственно в 2001, 2005 и 2007 годах.

Страны БРИК

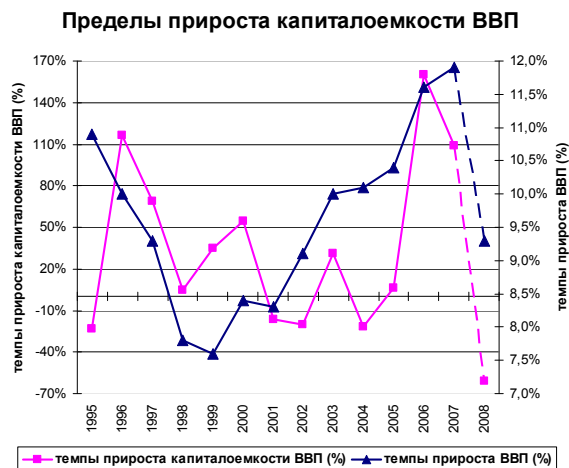
Бразилия



Пороговое значение капиталоемкости ВВП в 1997 году составило 29% и 39% в 1999 году, а после нескольких лет устойчивого экономического развития - **104%** (в 2007 году). Все три скачка капиталоемкости ВВП сопровождались снижением темпов прироста ВВП в течение следующего года (1998 и 2008г.) или через год (2001г.)

Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП составляет **16%**. Превышение этого уровня капиталоемкости ВВП в 1999г. (20%), 2003г. (17%) и в 2007г. (38%) повлекло снижение значений показателя и сокращение темпов прироста ВВП через год в 2001 и 2005 годах или в течение следующего года (2008г.) соответственно.

Китай



Пороговое значение капиталоемкости ВВП Китая составляет **190%**. Подъем этого показателя в 2000 году до 48% вызвал лишь понижение собственных значений показателя и сокращение темпов прироста ВВП всего на 0,1% в течение 2001 года. В 2006 году повышение капиталоемкости ВВП Китая до 91% не имело отрицательного воздействия на экономику страны,

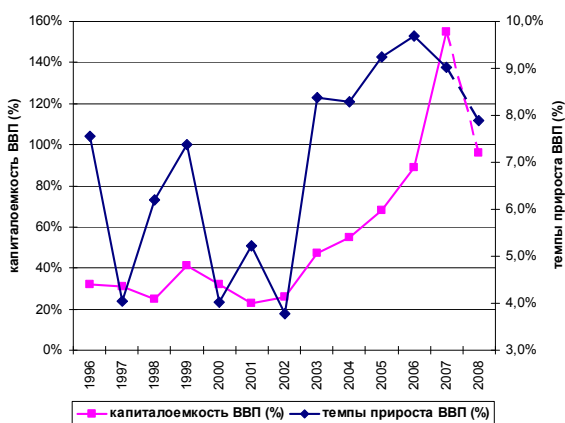
но скачок в следующем году значений этого показателя до 190% имел следствием существенное снижение темпов прироста ВВП (согласно прогнозу IMF – более чем на 2% в 2008 году).

Еще более существенного замедления прироста китайской экономики следует ожидать в 2009 году: по прогнозу ФБК, он не превысит 6%.

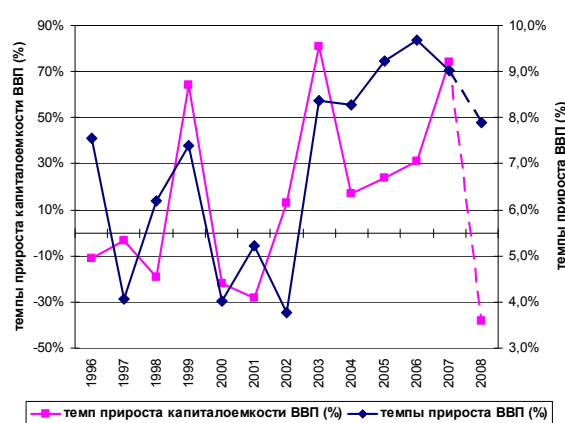
Пороговое значение прироста капиталоемкости ВВП Китая в 1996 году составило 117%. К 2006 году такой порог уже смогли преодолеть, но прирост капиталоемкости ВВП в течение 2006 года до 160% и в течение 2007 года до **109%** оказался чрезмерным даже для такой крупной экономики как Китай. Это привело к снижению рассматриваемого показателя в течение первой половины 2008 года и к сокращению темпов прироста ВВП Китая.

Индия

Капиталоемкость и прирост ВВП



Пределы роста капиталоемкости ВВП



Пороговое значение капиталоемкости ВВП Индии в 1999 году составило 41% соответственно, а в 2000-х годах существенно выросло до **155%** в 2007 году. После такого значительного увеличения капиталоемкости ВВП Индии за 2007 год в первой половине 2008 года наблюдается резкое снижение значений, как самого показателя, так и темпов прироста ВВП.

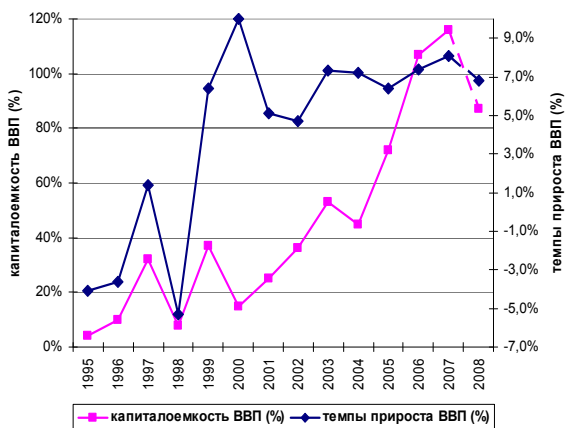
Пороговое значение темпов прироста капиталоемкости ВВП Индии лежит между 31% и **64%**. При приросте этого показателя на 31% в 2006 году значения показателя капиталоемкости ВВП продолжили увеличиваться, но одновременно отмечается снижение темпов прироста ВВП. Увеличение темпов прироста капиталоемкости ВВП Индии в следующем году до 74% повлекло еще большее снижение темпов прироста ВВП и сокращение значений темпов прироста его капиталоемкости. Отмечается аналогичное снижение темпов прироста капиталоемкости после их бурного увеличения до 64% в 1999 году, сопровождающееся снижением темпов прироста ВВП. Интересно соотношение динамики анализируемых показателей в период с 2003 по 2006гг. Скачок темпов прироста капиталоемкости ВВП в 2003 году до 81% и последующее их сокращение происходят на фоне неизменного увеличения темпов прироста ВВП, а так же при наблюдаемом росте капитализации, ВВП, капиталоемкости ВВП. Такое соотношение в изменении темпов показателей может быть связано с тем, что резкий прирост капиталоемкости ВВП в течение 2003 года был связан с ожиданиями предстоящих выборов, а его последующее сокращение – победой левой партии. Фондовый рынок более чувствительно отреагировал на политические новости, чем экономика страны в целом, чем и был вызван такой скачок в темпах капиталоемкости ВВП Индии. Его политическая природа позволила ВВП продолжить расти с увеличивающимися темпами.

Анализ динамики капиталоемкости ВВП для стран большой восьмерки и БРИК показал наличие характерных особенностей изменения данного показателя, а также его взаимосвязь с динамикой темпов прироста ВВП. А именно: **чрезмерное наращивание темпов прироста капиталоемкости ВВП неминуемо ведет к резкому замедлению ее темпов прироста, а нередко и к сокращению значений данного показателя.** Это в свою очередь обуславливает аналогичное **достижение пика темпами прироста ВВП и последующее их сокращение** в том же году или с лагом преимущественно в один, реже в два года.

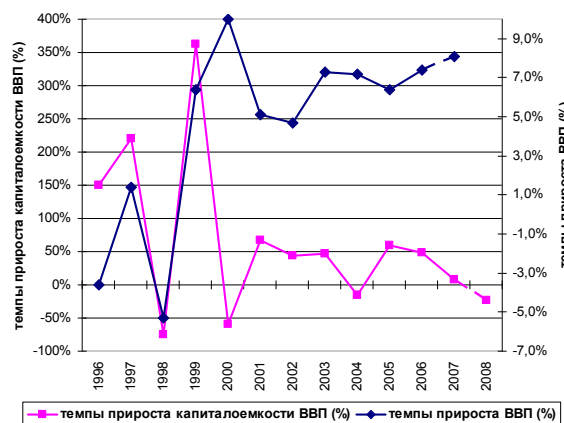
Россия

Пороговое значение капиталоемкости ВВП России в 1997 году составило 32%, а в дальнейшем соответственно 37% в 1999 году, 53% на 2003 году и **116%** на 2007 год.

Капиталоемкость и темпы прироста ВВП



Пределы прироста капиталоемкости ВВП



Анализ динамики темпов прироста капиталоемкости ВВП России показывает, что отечественный рынок один из наименее плавно развивающихся рынков среди рассмотренных групп стран. За период 1996-2008 гг. отмечается два резких скачка в темпах прироста капиталоемкости ВВП и два менее существенных, но имеющих последствия. Дважды был превышен уровень темпов прироста капиталоемкости ВВП в 200%: в 1997г. он составил 220%, в 1999г. - 363%, что повлекло последующее снижение значений показателя и согласуется с сокращением темпов прироста ВВП в течение 1998 и 2001гг. соответственно. Менее высокие скачки темпов прироста капиталоемкости в 2001 году до 67% и в 2005 году до 60% также согласуются как с последующим снижением значений самого показателя, так и со снижением темпов прироста ВВП в течение тех же 2001 и 2005 гг. Поэтому, представляется вполне разумным отметить пороговое значение темпов годового прироста капитализации ВВП для экономики России на уровне **60%**, несмотря на наличие более высоких значений показателя.

Необходимо отметить, что в 2006-2007 годах, хотя темп прироста капиталоемкости несколько снизился, он все равно оставался достаточным, что и обеспечило достижение максимального значения показателя.

Объективности ради требуется учитывать, что на динамику российских показателей заметное влияние оказывали известные экономические и не только экономические события. Бесспорно, что падение показателя капиталоемкости ВВП в 1998 году было связано с августовским дефолтом.

Изменение в динамике 2004 года – это влияние дела «Юкоса».

Тем не менее, исключая подобного рода форс-мажоры, пример России наглядно подтверждает выявленную ранее на примере других стран закономерность: **перекапитализация фондового рынка, выведение соответствующего показателя на неадекватно высокий уровень обязательно имеет следствием его резкое снижение, сопровождающееся падением темпов прироста экономики.**

Достигнутый Россией в 2007 году показатель капиталоемкости ВВП в 116% почти в 2 раза превысил показатель Германии (64%), еще больше – Италии (51%). Он был всего лишь немногим менее показателей США (144%) и Великобритании (141%) (Таблица 2). Это был явно не российский уровень показатель, что со всей очевидностью показали события 2008 года.

Таблица 2. Капиталоемкость ВВП (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Россия	10%	32%	8%	37%	15%	25%	36%	53%	45%	72%	107%	116%	87%
США	108%	129%	145%	181%	155%	137%	106%	129%	139%	139%	146%	144%	121%
Великобритания	146%	150%	167%	200%	179%	151%	119%	136%	131%	137%	160%	141%	113%
Канада	79%	89%	88%	121%	116%	98%	78%	103%	119%	131%	134%	165%	125%
Япония	67%	52%	65%	104%	68%	55%	54%	72%	80%	104%	108%	102%	85%
Германия	28%	38%	50%	67%	67%	57%	34%	44%	44%	44%	57%	64%	51%
Франция	38%	47%	67%	101%	109%	88%	66%	75%	76%	82%	108%	108%	77%
Италия	20%	29%	47%	61%	70%	47%	39%	41%	46%	45%	55%	51%	38%
Китай	13%	22%	23%	31%	48%	40%	32%	42%	33%	35%	91%	190%	74%
Индия	32%	31%	25%	41%	32%	23%	26%	47%	55%	68%	89%	155%	96%
Бразилия	26%	29%	19%	39%	35%	34%	24%	41%	50%	54%	66%	104%	93%

* - прогноз

Источник: WB

Таблица 3. Темпы прироста капиталоемкости ВВП (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Россия	150%	220%	-75%	363%	-59%	67%	44%	47%	-15%	60%	49%	8%	-24%
США	16%	20%	12%	25%	-14%	-12%	-23%	22%	7%	0%	5%	-2%	-15%
Великобритания	18%	3%	11%	20%	-11%	-16%	-21%	14%	-4%	5%	17%	-12%	-20%
Канада	27%	13%	-1%	38%	-4%	-16%	-20%	32%	16%	10%	2%	23%	-24%
Япония	-4%	-22%	25%	60%	-35%	-19%	-2%	33%	11%	30%	4%	-6%	-17%
Германия	22%	36%	32%	34%	0%	-15%	-40%	29%	0%	0%	30%	12%	-20%
Франция	13%	26%	42%	50%	8%	-20%	-24%	14%	0%	9%	31%	0%	-29%
Италия	5%	45%	62%	30%	15%	-33%	-17%	5%	12%	-2%	22%	-7%	-26%
Китай	117%	69%	5%	35%	55%	-17%	-20%	31%	-21%	6%	160%	109%	-61%
Индия	-11%	-3%	-19%	64%	-22%	-28%	13%	81%	17%	24%	31%	74%	-38%
Бразилия	7%	3%	-10%	20%	-4%	-2%	-10%	17%	9%	4%	12%	38%	-11%

* - прогноз

Источник: WB, ФБК

Динамика капиталоемкости ВВП мира

Результаты странового анализа динамики капиталоемкости ВВП естественным образом ставят вопрос о возможности проведения соответствующего исследования применительно к миру в целом. Актуальность подхода предопределяется мировым кризисом образца 2008 года.

Показателю капиталоемкости ВВП мира не свойственно простое увеличение во времени, скорее уровень его критических значений связан со степенью развития экономики (Таблица 4, Рисунок 1).

Таблица 4. Капиталоемкость ВВП мира (%) за период 1913-2008

Год	Капиталоемкость ВВП мира (%)
1913	41%
1929	39%
1938	44%
1950	32%
1960	30%
1970	35%
1980	23%
1988	58%
1989	66%
1990	47%
1991	51%
1992	46%
1993	58%
1994	58%
1995	61%
1996	68%
1997	78%
1998	91%
1999	118%
2000	102%
2001	90%
2002	73%
2003	88%
2004	93%
2005	98%
2006	112%
2007	122%
2008*	83%

* - прогноз

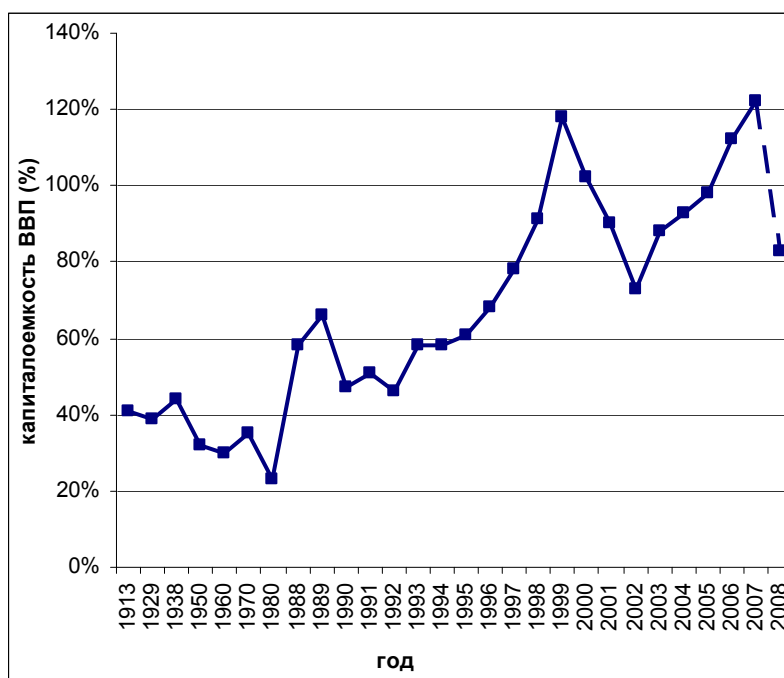


Рисунок 1
Капиталоемкость ВВП мира (%)

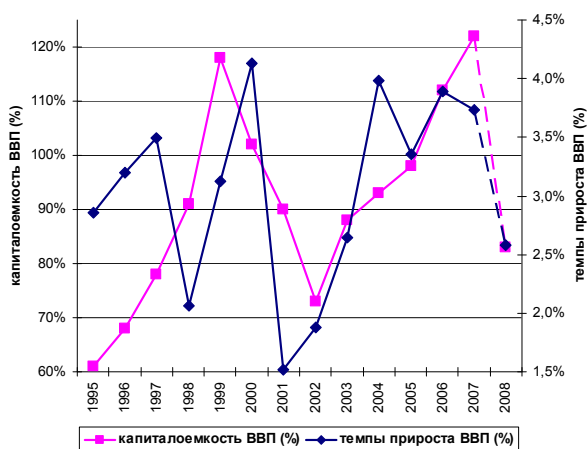
Источник: Данные за 1913-1980гг. - Рубцов Б.Б. «Тенденции развития мировых фондовых рынков», данные за 1988-2007 – WDI World Bank, данные на 2008 год - по расчетам ФБК с использованием данных WFE по капитализации бирж мира на август 2008 года и прогнозы IMF темпов прироста ВВП мира на 2008 год.

Две мировые войны в течение 20 века существенно замедляли развитие финансовых рынков, о чем свидетельствуют более низкие значения капиталоемкости ВВП. Так, в начале 20 века, в 1913 году, капиталоемкость ВВП мира составляла 41%, после первой мировой войны и некоторого периода стабилизации – в 1929г. составила все еще меньшую величину – 39%, к 1938г. восстановилась и даже выросла до 44%, после второй мировой войны упала до 32% в 1950г. и достигла уровня 1913 года только к 1990 году.

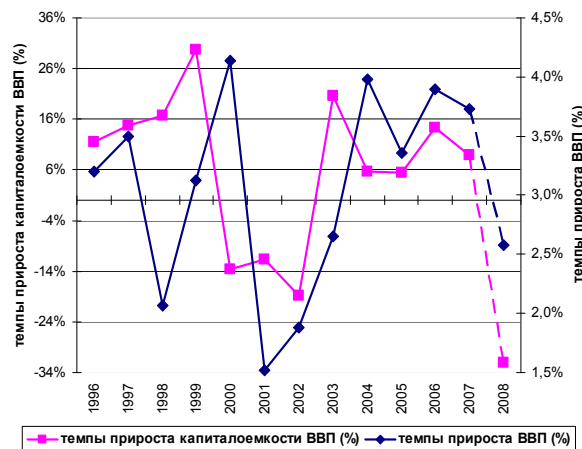
Форсированные темпы развития финансовых рынков в 90-е годы вывели этот показатель на новый уровень. Однако его зашкаливание до 118% в 1999 году, отражающее чересчур оптимистичные представления инвесторов о возможностях экономического развития в целом, что не соответствовало реальному развитию мировой экономики, не задержалось надолго. Крах множества компаний «новой экономики», основанных на использовании новейших IT-технологий, и, прежде всего, интернет-технологий, макроэкономические проблемы (инфляция, безработица, дефицит платежных балансов и государственных бюджетов, международные долги) и замедление темпов роста экономики развитых стран и некоторых развивающихся, обозначали мировой спад. На этом этапе показатель капиталоемкости ВВП снизился до 73% к концу 2002 года. Новый взлет показателя капиталоемкости ВВП приходится на 2007 год (122%) с последующим снижением. Критические уровни этого показателя во многом согласуются с общеэкономическими условиями функционирования финансовых рынков.

Таким образом, **пороговое значение капиталоемкости ВВП мира при современном уровне развития финансовых рынков и мировой экономики находится на уровне примерно в 120%.**

Капиталоемкость и темпы прироста ВВП



Пределы прироста капиталоемкости ВВП



Динамика капиталоемкости ВВП согласуется с динамикой темпов прироста ВВП: достижение пиковых значений первого показателя в 1999 и 2007 годах соответствует существенному падению темпов прироста ВВП мира в последующих 2001 и 2008 годах.

Динамика темпов прироста капиталоемкости ВВП мира тесно коррелирует с экономическими колебаниями: азиатским кризисом 1997-1998 годов, мыльным пузырем «дотком» 2000-2002 гг., новым финансовым кризисом и экономическим спадом 2007-2008 гг. Критический уровень темпов прироста может быть установлен на уровне 14%. Его превышение в 1999г. (30%), 2003г. (21%) и 2006г. (14%) согласуются с последующими снижениями темпов прироста мирового ВВП (2001, 2005 и 2008 гг. соответственно).

Данные по динамике капиталоемкости ВВП мира, подтверждающие объективное существование определенных пороговых (критических) значений данного показателя, заставляют

по-другому взглянуть на системные причины мирового финансового кризиса 2008 года. Принято считать, что если бы не американский ипотечный кризис 2007 года, угрозы для мировых финансовых рынков не было бы. Проведенный анализ, результаты которого свидетельствуют о ключевом значении для фондовых рынков показателя капиталоемкости ВВП, говорит о другом: **мировой финансовый кризис 2008 года явился результатом глобальной перекапитализации рынков, а не ипотечного кризиса в США 2007 года, явившегося всего лишь катализатором разрастания кризисных явлений.**

Российский фондовый рынок (весна-осень 2008 года)

Индекс РТС, достигнув максимального значения в мае 2008 года – 2 498,1 (19 мая), потом начал свое снижение.

Именно в мае-июне 2008 года проявились и первые признаки ухудшения макроэкономической ситуации. Стало очевидным, что инфляция выходит из под контроля. Причем здесь более важное значение имела даже не динамика потребительской инфляции, а рост цен производителей промышленных товаров. В апреле 2008 года цены выросли на 4,5%, в мае – на 3,5%, в июне – на 4,9%, в июле – на 5,4%.

Такой колоссальный рост цен производителей не мог не отразиться на динамике инвестиций в основной капитал, имеющей важнейшее значение для перспектив экономического роста. Первое заметное снижение в динамике данного показателя произошло в мае 2008 года – прирост на 13,5% по сравнению с 23,9% годом ранее. Потом был июнь –8,7% по сравнению с 25,9% в июне 2007 года и июль – 9,9% по сравнению с 25% соответственно. Наконец, августовский показатель 2008 года составил 7,9% (годом ранее – 17%).

Неудивительно, что началось торможение экономического роста: если в I квартале ВВП вырос на 8,5% по сравнению с соответствующим периодом 2007 года, то во II квартале – на 7,5%. Причем замедление это было обусловлено, прежде всего, спадом в динамике промышленного производства. Июньский рост в промышленности замедлился до 0,9%. В июле 2008 года было несколько лучше – прирост на 3,2%. Но и этот показатель значительно уступает июлю 2007 года – прирост на 10,3%.

Показатель прироста промышленности в августе 2008 года – 4,7% – выглядит не слишком соответствующей динамике других показателей. Столь относительно высокий показатель в условиях, когда в предшествующие месяцы беспрецедентно высоко выросли цены производителей, когда сформировалась устойчивая тенденция к снижению роста инвестиций в основной капитал, требует дополнительных объяснений.

Августовское (2008 года) ускорение роста промышленности в значительной мере объясняется спецификой выпуска и учета важнейших видов продукции. Изменение динамики производства одних видов продукции ввиду их небольшого веса в общей стоимости продукции крайне незначительно влияет на рост объема продукции обрабатывающих производств. Например, хотя прирост производства плащей и составил 48,7%, динамика не этого и тому подобных показателей предопределила общее увеличение производства обработки на 6,5%.

Напротив, увеличение производства турбин газовых в августе 2008 года в 3,3 раза в значительной мере предопределило рост, как обрабатывающих производств, так и промышленности в целом. Турбины газовые – продукция специфичная: очень дорогая и с достаточно длительным циклом изготовления. Ждать ежемесячного столь колоссального прироста данной продукции не приходится. Значит, показатель роста промышленности снова заметно снизится.

Таким образом, именно обостряющиеся макроэкономические проблемы (инфляция, спад инвестиций в основной капитал, замедление роста промышленности и т.д.) стали основой для разворота в мае – июне 2008 года перекапитализированного фондового рынка России. Рынок, когда капиталоемкость ВВП достигла своего порогового значения, был готов к такому развороту. Это и произошло.

Однако обвальное падение российского фондового рынка в августе-октябре 2008 года произошло потому, что сформировавшийся понижательный тренд был значительно усилен еще рядом факторов: мировой финансовый кризис, «Мечел», события на Кавказе, заявление о выходе из ряда соглашений по ВТО. Результат: максимальное падение фондового рынка, если сравнивать с другими странами мира. С 19 мая по 6 октября индекс РТС упал на 65, в то время как в основном страновые фондовые индексы упали на 25-30% (Приложение).

Столь значительная разница между глубиной падения российского фондового рынка и мировых рынков является дополнительным доказательством того, что **мировой финансовый кризис явился лишь дополнительным мощным стимулом к падению российского фондового рынка. Фундаментальные его причины: перекапитализация российского фондового рынка и ухудшение макроэкономических показателей.**

Пределы роста капиталоемкости ВВП

Страновой анализ динамики показателя капиталоемкости ВВП показал, что на разных стадиях экономического развития существуют своего рода *пороговые значения капиталоемкости ВВП*, превышение которых приводит к резкому изменению динамики данного показателя. В развитых странах, в которых есть уже своя достаточно долгая история развития фондовых рынков, таких пороговых значений выделяется несколько. Среди них выделяются и максимальные значения (*исторические экстремумы* – так называются данные значения, к примеру, в Национальном докладе «Риски финансового кризиса России: факторы, сценарии и политика противодействия», подготовленного Финансовой академией при Правительстве РФ в 2008 году).

Естественным в данном случае является вопрос: чем предопределяется величина, этих «пороговых значений» - «исторических экстремумов»? Ответ на данный вопрос чрезвычайно важен для оценки перспектив роста капитализации фондового рынка и, соответственно, для прогноза экономического развития страны.

Неадекватно высокая капитализация фондового рынка и, соответственно, критический показатель капиталоемкости ВВП свидетельствуют о том, что экономика вступила в такую фазу своего развития, когда фондовый рынок стал чрезвычайно чувствительным к разного рода внешним факторам. Такую экономику можно назвать «неуверенной» экономикой.

Фондовый рынок подходит к такому порогу в состоянии перекупленности. Это означает, что многие инвесторы вкладывались в акции, проводили IPO только для того, чтобы перепродать ценные бумаги в дальнейшем. Именно такие инвесторы очень чувствительны к разного рода внешним факторам в условиях, когда рынок начинает тормозить в росте своей капитализации.

Когда фондовый рынок находится в таком состоянии, достаточно начатой «игры на понижение», проявлений макроэкономической нестабильности (раскручивание инфляции, заметное падение темпов роста инвестиций в основной капитал и т.п.), политических осложнений, трудностей на мировых финансовых площадках и т.п., чтобы в динамике фондовых рынков произошел разворот.

Глубина и тяжесть падения рынков зависит от состояния экономики и причин, которые вызвали изменение настроения инвесторов.

1. Если просто возобладали «медвежьи» настроения, или поворот был спровоцирован болезненными внешними или необязательными внутренними факторами, то падение фондовых рынков вряд ли будет катастрофическим (20-30%).
2. Если причиной разворота стало серьезное ухудшение макроэкономических показателей, да к тому же добавляются внешние негативные факторы, падение будет больше по сравнению с конъюнктурным (30-50%).
3. Если причина в макроэкономике, и для экономического оздоровления эффективных мер не предпринимается, а набор внешних и необязательных внутренних негативных факторов очень широк, то падение может быть очень глубоким (50-90%).

Падение фондового рынка в России – это как раз 3-й случай.

Рассматривая пороговые уровни капиталоемкости ВВП развитых стран, невозможно не заметить, что в США и Великобритании они значительно выше (максимальные значения приближаются к 200%), чем в Японии(101%), Германии(67%), Италии(70%). Интересно положение Канады между двумя блоками развитых стран с очень высокими и весьма умеренными критическими значениями капиталоемкости ВВП.

Анализируя состав стран в этих двух блоках, напрашивается объяснение такого разделения в виду наличия разных типов финансовых систем в этих странах. США, Великобритания и Канада относятся к так называемой англо-американской финансовой системе, основанной на финансировании главным образом посредством рынка ценных бумаг, наиболее

активным сегментом которого здесь является рынок акций. Германия, Италия и Япония имеют финансовые системы континентально-европейского типа – основной источник финансирования в них – банки, а на рынке ценных бумаг преимущественное развитие получили долговые инструменты. Показательным в этом отношении является сравнение числа сделок с акциями и облигациями за месяц для этих стран (Таблица 5). К примеру, максимальный объем сделок на рынке акций наблюдается на американских биржах (455 млн. сделок в месяц), довольно высок на лондонской и канадской фондовых биржах (13 и 12 млн. сделок в месяц соответственно), ниже на немецкой и итальянской фондовых биржах (9 и 4 млн. сделок в месяц). Обратная картина наблюдается при рассмотрении активности на рынке облигаций: наибольшее число сделок отмечено на немецкой и итальянской биржах (109 и 144 тыс. сделок в месяц), существенно ниже на лондонской и канадской (17,8 и 9,6 тыс. сделок соответственно).

Таблица 5. Число сделок с акциями и облигациями на биржах различных стран, перечень которых упорядочен согласно числу сделок

Название фондовой биржи	Число сделок с акциями (тыс. штук)	Число сделок с облигациями (тыс. штук)
American exchanges	455 033,4	n/a
American SE	n/a	n/a
Nasdaq	153 401,2	n/a
NYSE Group	301 632,3	n/a
London SE	13 927,9	17,8
TSX Group	12 414,6	9,6
Deutsche Börse	8 963,6	209,9
Borsa Italiana	4 259,6	144,0

Источник: WFE, август 2008

Это объяснение справедливо с экономической точки зрения: ввиду большей востребованности рынка акций в англо-американской финансовой системе (число сделок с ними существенно выше), капиталоемкость ВВП достигает больших размеров, поскольку и сделок с акциями в странах, обладающих таким типом финансовой системы, больше.

Средние же значения капиталоемкости Канады объясняются тем, что Канада и ее финансовая система не так сильно развита, как в США и в Великобритании. О чем свидетельствует рейтинг Всемирного Экономического Форума (WEF) развития финансовых систем мира (Таблица 6). Канаде принадлежит пятое место, тогда как США – первое, Великобритании – второе. Принадлежность же к англо-американскому типу финансовой системы Канады позволяет существенно обогнать по значениям капиталоемкости ВВП более развитые финансовые системы Германии (третье место) и Японии (четвертое место).

Таблица 6. Рейтинг финансовых систем мира по уровню их развития

Страна	Место	Оценка (1 – 7)
США	1	5.85
Великобритания	2	5.83
Германия	3	5.28
Япония	4	5.28
Канада	5	5.26
Франция	6	5.25

Швейцария	7	5.23
Гонконг	8	5.23
Нидерланды	9	5.22
Сингапур	10	5.15
Австралия	11	4.98
Испания	12	4.90
Швеция	13	4.75
Ирландия	14	4.72
Норвегия	15	4.66
ОАЭ	16	4.61
Бельгия	17	4.56
Австрия	18	4.55
Корея	19	4.55
Малайзия	20	4.48
Финляндия	21	4.45
Италия	22	4.38
Израиль	23	4.14
Китай	24	4.09
ЮАР	25	4.00
Кувейт	26	3.93
Саудовская Аравия	27	3.90
Бахрейн	28	3.89
Таиланд	29	3.82
Чили	30	3.79
Индия	31	3.63
Панама	32	3.61
Венгрия	33	3.53
Пакистан	34	3.46
Чехия	35	3.43
Россия	36	3.40
Египет	37	3.32
Индонезия	38	3.31
Турция	39	3.30
Бразилия	40	3.28
Польша	41	3.27
Словакия	42	3.25
Мексика	43	3.21
Колумбия	44	3.21
Казахстан	45	3.13
Перу	46	3.06
Аргентина	47	3.04
Филиппины	48	3.03
Вьетнам	49	3.03
Нигерия	50	2.76
Украина	51	2.73
Венесуэла	52	2.71

Источник: The Financial Development Index 2008 Rankings, WFE

Таким образом, особенности финансовой системы значительным образом определяют величину порогового значения капиталоемкости ВВП.

Россия, как свидетельствует рейтинг, занимает 36-е место по развитости своей финансовой системы. И с таким показателем Россия по показателю капиталоемкости, достигнутому в 2007 году (116%), обогнала большинство развитых стран мира. Это был явно не уровень нашей страны, что и предопределило дальнейшую динамику показателя.

Уровень порогового значения капиталоемкости ВВП зависит от вполне определенных параметров состояния фондового рынка. К примеру, важное значение имеет показатель free float (доля акционерных капиталов, находящихся в свободном обращении²). Россия относится к странам с очень небольшим free-float (до 10-15%). Но небольшой free-float – это существенный ограничитель для развития финансовых рынков, для роста капиталоемкости ВВП. Если с такой крайне незначительной долей акционерного капитала, находящегося в свободном обращении, достигается уровень показатель капиталоемкости ВВП в 100% и более, то вероятность разворота финансового рынка значительным образом возрастает. Разворот российского рынка в мае 2008 года подтвердил отмеченную закономерность.

Важнейшее значение также имеет то, насколько представительным в экономике той или иной страны являются сектор публичных компаний (открытых акционерных обществ). Относительно большее число таких компаний означает и относительно большую совокупную капитализацию национального фондового рынка той или иной страны и, соответственно, относительно более высокое пороговое значение капиталоемкостей ВВП.

Большой публичностью как раз и отличаются финансовые системы англо-американского типа. Таким образом, это является дополнительным объяснением того, почему пороговые значения капиталоемкости ВВП могут достаточно существенным образом отличаться в самых развитых странах.

Степень защищенности прав собственности, антимонопольные механизмы, реформирование инфраструктуры, уровень либерализации цен и т.п. – все это также имеет значение с точки зрения того, какой уровень показателя капиталоемкости ВВП является для экономики той или иной страны пороговым. Очевидно, что развитость институтов рыночной экономики сегодня в России по-прежнему существенным образом отстает от уровня экономически развитых стран.

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) практикует институциональный подход в оценке динамики переходных экономик. Динамика этого процесса показана в сопоставлении со стандартами рыночной экономики развитых стран с учетом того факта, что «чистой» рыночной экономики не существует.

Оценки показателей даются по бальной шкале от 1 до 4+, где 1 характеризует практически полное отсутствие процесса перестройки жестко построенной плановой экономики, а 4+ свидетельствует о достижении действующих в промышленно развитых странах стандартов рыночной экономики.

С точки зрения оценки финансовых рынков наибольший интерес представляют показатели «Реформирование банковской системы» и «Реформирование небанковских финансов организаций». Для России в 2007 году оценки данных показателей составили соответственно 3- (2,7 – по новой шкале, начиная с 2007 года) и 3 (3,0).

Выставленные экспертами ЕБРР оценки развитости рыночных институтов финансовой системы страны по итогам 2007 года представляются достаточно справедливыми. При такой степени развитости ключевых экономических институтов претендовать на уровень капиталоемкости ВВП в 100% и более было неправильно. Экономика данной степени развития не могла и не смогла «переварить» достигнутый уровень капиталоемкости ВВП.

Таким образом, существуют объективные факторы, предопределяющие пределы роста ВВП. Игнорирование данных факторов приводит к резкому, подчас обвальному падению

• ² Определение ММВБ free float

фондовых индексов. Пример России в мае-октябре 2008 оказался в этом отношении весьма показательным.

Расхождения в пороговых значениях капиталоемкости ВВП развитых и развивающихся стран имеют фундаментальные основания:

- различия в развитости финансовых систем;
- неодинаковая структура корпоративного сектора экономики;
- различия в развитости рыночных институтов.

Механизм влияния на экономический рост

Страновой сравнительный анализ соотношения капиталоемкости и роста ВВП показал, что **снижение показателя капиталоемкости ВВП обязательно сопровождается замедлением темпов прироста экономики** (Таблица 7). Это может происходить в тот же год, когда начинает падать капиталоемкость ВВП. Более того, ухудшение макроэкономических показателей, выражающееся в падении темпов прироста ВВП, само может выступать катализатором для перелома ситуации на фондовых рынках.

Однако, как правило, **замедление темпов экономического роста происходит с лагом в один год после переломного года в динамике капиталоемкости ВВП.**

Темпы прироста ВВП могут не только снизиться, оставаясь положительным, реально их падение и до отрицательных значений. Так было, к примеру, в Германии (2002 год), Италии (2003 год), Японии (1998 год) и др.

Отмеченная закономерность позволяет сегодня с большой долей уверенности прогнозировать **замедление экономического роста в Китае**. Негативная динамика, как отмечалось выше, уже проявилась в 2008 году. **Еще в большей степени замедление роста экономики будет отмечено в Китае в 2009 году.**

Таким образом, феномен Китая, демонстрировавшего на протяжении почти 15 лет чрезвычайно высокие темпы роста экономики (в среднем за год прирост ВВП составляет 10,1%), фактически закончился. Экономика страны оказалась, как и следовало ожидать, неготовой к перекапитализации национального фондового рынка. Произошел разворот, в том числе в траектории экономического роста.

Россия сегодня также подтверждает отмеченную закономерность: достижение капиталоемкости ВВП пороговых значений обязательно ведет к перелому в динамике данного показателя и, соответственно, к снижению темпов роста экономики.

Темп прироста ВВП в России в 2007 году, когда и капиталоемкость ВВП достигла своего максимального значения, составил 8,1%. В 2008 году следует ожидать пока еще незначительного ухудшения экономической динамики: прирост ВВП составит 6,5 – 7%. Однако уже в 2009 году рост экономики резко затормозится: если и удастся сохранить положительные темпы, то вряд ли прирост ВВП будет больше 4%.

Действие механизма замедления темпов роста экономики при снижении капиталоемкости ВВП представляется следующим.

Резкий рост капиталоемкости ВВП, сменяющийся ее падением, сигнализирует о перекупленности рынка, неоправданном завышении цен на акции и предстоящей их корректировке, о смене настроений инвесторов в сторону увеличения предложения таких бумаг и сокращения спроса на них. Таким образом, обозначенные процессы всесторонне способствуют замедлению экономического роста посредством следующих механизмов.

1. Снижается деловая активность компаний, поскольку уменьшаются возможности фирм к поиску новых деловых партнеров, к получению новых источников финансирования. Снижение цен на акции становится поводом для пересмотра международных рейтингов надежности и стабильности функционирования компаний. Популярный механизм IPO становится фактически невозможным для привлечения инвестиций. Ухудшается динамика инвестиций в основной капитал. Кредитные ресурсы становится трудно получить.
2. Резко снижается активность инвестиционных институтов. Повышенный риск торговли ценными бумагами в период спада на фондовом рынке вызывает уменьшение объемов торгов ценными бумагами, поскольку краткосрочные и нередко среднесрочные инвестиции становятся невыгодными и инвесторы стараются зафиксировав прибыли обменять ценные бумаги на деньги. Такой процесс способствуют снижению доходов как самих бирж, так и дилеров, брокеров, инвестиционных компаний и подразделений банков, чьи прибыли

определяются премиями за доходные операции на фондовом рынке. Происходят массовые увольнения занятых в брокерско-диллерских компаниях. Например, в результате взрыва *мыльного пузыря* технологических компаний крупнейшая брокерско-диллерская компания Америки Merrill Lynch уволила 15 тыс. служащих.

Итог: уменьшается рост части ВВП, производимой инвестиционными институтами и инвестирующими в ценные бумаги подразделениями других институтов .

3. Получение кредитов сталкивается со значительными сложностями. Отрыв цен на акции от реальной стоимости бизнеса опасен тем, что в период «нагрева» рынка инвесторами и не только часто берутся кредиты под залог акций, что после начала снижения курсов акций, при возрастании требований брокеров и банков **вернуть кредиты**, приводит к ухудшению финансового состояния должников или к их разорению и банкротству. Такой процесс в свою очередь увеличивает и долю невозвращенных кредитов банкам и снижает их доходы. У банков начинаются проблемы с ликвидностью, что со всей очевидностью продемонстрировала российская ситуация сентября-октября 2008 года. На фоне таких изменений сокращаются штаты отделений банков, занимающихся ценными бумагами. В Европе в виду снижения цен на акции в 2000-2002 гг. наибольшим образом пострадали: швейцарский банк CSFB и немецкий Deutsche Bank. К тому же происходит массовое **обесценение активов** тех институтов, которые держат существенную их долю в акциях, а значит снижается их возможность финансировать производство собственных товаров и услуг. В 2002 году это привело к критическому состоянию страховые компании Великобритании, чья доля акций в активах составляла 60-70%.

Итог: уменьшается рост части ВВП, производимой кредитными организациями, инвестиционными институтами и инвестирующими предпринимателями.

4. В странах с высокой долей участия населения в инвестировании в ценные бумаги (прежде всего Великобритания и США) высока доля доходов частных инвесторов от таких инвестиций, которая сводится к минимальной в период спада на рынке ценных бумаг. На 2000г. в США 40% акционерного капитала принадлежала населению. В результате финансового кризиса за период 2000-2002гг. потери по акциям, принадлежащим населению, составили 4,4 трлн.долл. Сокращение доходов и благосостояния населения ведет к уменьшению спроса, что еще больше снижает доходы фирм и усугубляет их финансовое состояние. В США уменьшения спроса не произошло в 2002 году только благодаря снижению процентных ставок и росту стоимости недвижимости.

Итог: уменьшение роста ВВП в целом и особенно в части производства товаров и услуг потребления.

Замедление темпов роста экономики происходит не только непосредственно по причине снижения капиталоемкости ВВП. Есть и опосредованное негативное влияние.

Резкое снижение капитализации фондового рынка нередко сопровождается ростом инфляции. К примеру, банки повышают ставки кредитования. Государство, направляя огромные финансовые ресурсы в надежде стабилизировать ситуацию на финансовых рынках, также провоцирует ускорение инфляции.

Растущая инфляция сама по себе является мощным тормозом экономического роста, что также со всей очевидностью продемонстрировал российский опыт 2008 года.

Отмеченная закономерность – снижение показателя капиталоемкости ВВП обязательно сопровождается замедлением темпов роста экономики не означает, что проблемы с ростом экономики могут возникнуть только в связи с ухудшением состояния фондовых рынков.

Примеры разных стран доказывают это достаточно убедительно. Так, резкое торможение экономического роста в США в 2000-2001 годах было вызвано не только достижением немногим ранее показателем капиталоемкости ВВП своего порогового значения. Сыграли свою негативную

роль теракты 11 сентября 2001 года, а также скандалы и банкротства крупнейших компаний (энергетический концерн Enron, компьютерная компания EDS, телекоммуникационная компания WorldCom, торговая компания Kmart, авиакомпании US Airways и United Airlines, фармацевтической компании Bristol-Myers Squibb и др.). Скандалы нанесли огромный ущерб экономике США – финансовый рынок потерял сотни миллиардов долларов, страна лишилась десятков тысяч рабочих мест.

Показателен и пример из России 1998 года. Величина капиталоемкости ВВП снизились тогда в 4 раза (с 31,7% до 7,4%). Однако непосредственными причинами падения ВВП явилось не это. Дефолт августа 1998, вызванный непомерным госдолгом и обрушением пирамиды ГКО, мировым азиатским кризисом, падением мировых цен на энергоносители – вот, что повлекло тогда снижение темпов прироста ВВП от +1,4% в 1997 году до – 5,3% в 1998 году.

Таким образом, динамика капиталоемкости ВВП имеет важнейшее значение для перспектив экономического развития, но рост ВВП – показатель настолько емкий в плане отражения в нем основных экономических тенденций, что закономерно влияние на него и других факторов.

Таблица 7. Величины снижения капиталоемкости ВВП и изменения темпов прироста экономики (по странам)

Период снижения капиталоемкости ВВП	Величина снижения	Период снижения ВВП	Величина снижения
Великобритания			
2000-2002	81 п.п. (200% - 119%)	2001-2002	1,7 п.п. (3,8% - 2,1%)
2007-2008	47 п.п. (160% - 113%)	2008	1,4 п.п. (3,0% - 1,6%)
Германия			
2001-2002	33 п.п. (67% - 34%)	2001-2003	3,4 п.п. (3,2% - -0,2%)
2008	13 п.п. (64% - 51%)	2007-2008	1,4 п.п. (2,8% - 1,4%)
Франция			
2001-2002	43 п.п. (109%- 66%)	2001-2002	2,9 п.п. (3,9% - 1,0%)
2008	31 п.п. (108%-77%)	2008	0,8 п.п. (2,2% - 1,4%)
Италия			
2001-2002	33 п.п. (67% - 34%)	2001-2003	3,6 п.п. (3,6% - 0%)
2007-2008	17 п.п. (55% - 38%)	2007-2008	1,6 п.п. (1,9% - 0,3%)
Канада			
2000-2002	43 п.п. (121% - 78%)	2000-2001, 2003	3,7 п.п. (5,5% - 1,8%), 1,1 п.п. (2,9% - 1,8%)
2008	40 п.п. (165% - 125%)	2005-2008	2 п.п. (3,3% - 1,3%)

США			
2000-2002	75 п.п. (181% - 106%)	2000-2001	3,7 п.п. (4,5% - 0,8%)
2007-2008	25 п.п. (146% - 121%)	2005-2008	3,4 п.п. (3,9% - 0,5%)
Япония			
2000-2002	50 п.п. (104% - 54%)	2001	2,7 п.п. (2,9% - 0,2%)
2007-2008	23 п.п. (108% - 85%)	2007-2008	0,8 п.п. (2,2% - 1,4%)
Бразилия			
1998	10 п.п. (29% - 19%)	1998	3,3 п.п. (3,3% - 0%)
2000-2002	15 п.п. (39% - 24%)	2001, 2003	3 п.п. (4,3% - 1,3%)
2008	11 п.п. (104% - 93%)	2008	0,6 п.п. (5,4% - 4,8%)
Китай			
2001-2005	16 п.п. (48% - 32%)		постоянный рост
2008	116 п.п. (190% - 74%)	2008	2,6 п.п. (11,9% - 9,3%)
Индия			
2000-2001	18 п.п. (41% - 23%)	2000	3,4 п.п. (7,4% - 4,0%)
2008	59 п.п. (155% - 96%)	2007-2008	1,8 п.п. (9,7% - 7,9%)
Россия			
1998	24 п.п. (32% - 8%)	1998	6,7 п.п. (1,4% - -5,3%)
2000	22 п.п. (37% - 15%)	2001-2002	5,3 п.п. (10% - 4,7%)
2004	8 п.п. (53% - 45%)	2004-2005	0,9 п.п. (7,3% - 6,4%)
2008	29 п.п. (116% - 87%)	2008	1,3 п.п. (8,1% - 6,8%)

Источник: WB, IMF, ФБК

Меры по стабилизации

Снижение показателя капиталоемкости ВВП совсем необязательно сопровождается экстренными мерами по стабилизации положения на фондовых рынках. Однако в острой фазе кризиса правительства вынуждены прибегать к таким мерам.

Среди международных практик поддержания фондового рынка правительственными вливаниями можно отметить попытку ФРС в августе 2007 года вывести на рынок дополнительные 7 млрд. долл., ЦБ Японии - 400 млрд. иен (3,4 млрд. долл.), чуть более ранние вливания центральных банков крупнейших стран, включая ЕЦБ и ФРС, связанные с ипотечным кризисом, в размере дополнительных 350 млрд. долл. Все они не увенчались успехом, рынки продолжили падение.

Но такой результат до сих пор не поставил под сомнение целесообразность действовать именно таким образом. В начале октября 2008 года состоялось решение американских властей о выделении вовсе астрономической суммы в 700 млрд. долларов США.

Россия в сентябре 2008 года для разрешения кризисной ситуации пошла по традиционному пути – были выделены огромные финансовые средства для поддержания ликвидности банковской системы, для ликвидации кризиса на финансовых рынках в целом. В пакете принятых мер: выделение Сбербанку, ВТБ и Газпромбанку 1,3 трлн. рублей на межбанковское кредитование, сокращение норм обязательного резервирования для банков, что добавило до 300 млрд. рублей, и др.

Было обещано выделение 500 млрд. рублей для поддержания фондового рынка. Одновременно стал серьезно обсуждаться механизм задействования в этих целях средств Фонда национального благосостояния.

Однако должного эффекта эти меры не имели, и 7 октября появляется новое решение о выделении 950 млрд. рублей на поддержание банковской системы.

С теоретической точки зрения, на первый взгляд, такие действия являются абсолютно верными. Надо поддержать спрос на акции, и выделение бюджетных средств позволяет это сделать. Однако встает вопрос: насколько долго можно рассчитывать на положительный эффект от подобного рода действий?

В краткосрочной перспективе, по-видимому, альтернативы выделению огромных бюджетных средств нет. Когда всерьез создается угроза еще и полномасштабного банковского кризиса, так как фондовый кризис обескровил с известной долей условности банковскую систему, надо выделять деньги.

Что дальше? Почему только выделение средств на поддержание фондового рынка не является по-настоящему кардинальным решением вопроса?

Рассмотрим свойства кривых спроса и предложения на рынке акций. Сначала следует отметить, что спрос на акции является высокоэластичным. Инвесторы выбирают конкретные акции для вложения своих средств на основе ожиданий о росте соответствующих компаний и соответственно собственных доходов (рост цены акций, дивиденды).

Что касается предложения акций, то следует выделить краткосрочное предложение и долгосрочное. Краткосрочное предложение акций обычно соответствует обороту бумаг за торговый день. На фазе спада рынка оно не обладает свойством эластичности, поскольку все действия с акциями в такой период высоко рискованны и на рынок выходит только небольшая группа инвесторов, склонных к риску. В фазе спокойного, роста, поддерживаемого постоянным и умеренным ростом цен на акции, предложение приобретает большую эластичность.

Опишем происходящее падение рынка акций и на его фоне – предстоящие крупные инвестиции.

Рынок акций быстро рос в течение последних лет и к маю 2008 года достиг высокого уровня спроса на российские акции (рис.1 - линия C0) и соответствующего уровня предложения (рис.1 - линия П0).

Плавное снижение капитализации рынка началось с мая 2008 года. Плавное падение рынка было подкреплено скачкообразными и резкими спадами в августе, сентябре и октябре 2008 года, что увеличило предложение и снизило спрос на акции (рис.1 - линии C1 и П1).

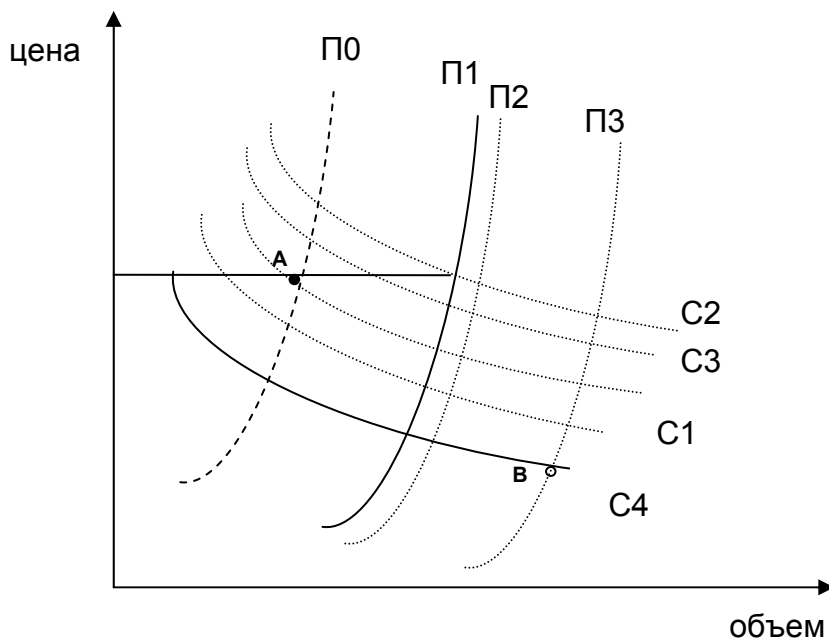


Рисунок 2

Денежное предложение и спрос на акции.

Прежде всего, для поддержания ценового индекса на желаемом уровне будет необходимо удержание спроса на соответствующем высоком уровне. Искусственное поддержание спроса, рано или поздно иссякнет и тогда рынок начнет возвращаться к своим позициям.

Рассмотрим механизм такого возвращения подробнее.

Шаг 1: рост спроса на акции. Согласно экспертной оценке (национальный доклад «Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия», Финансовая академия при правительстве РФ, Москва 2008), доля российских акций, находящихся в свободном обращении на текущий момент не превышает 10-15%. А это означает, что стоимость акций, которые обращаются на рынке находится в пределах **78,5-117,8** млрд. долл. США = капитализация рынка акций (РТС) **785,146** млрд.долл.США * free-float **0,10- 0,15**. В таких условиях инвестирование суммы в несколько миллиардов долларов будет весьма ощутимо для рынка. Более точные оценки стоимости обращающихся акций на рынке можно получить посредством выявления компаний с наивысшим мировым рейтингом и подсчетом их капитализации с учетом free-float.

Увеличение спроса на российские акции, достаточное для роста цен до майского уровня, отражено на рисунке 2 линией C2.

Шаг 2: реакция инвесторов на поддержку фондового рынка правительством: снижение спроса и рост предложения российских акций.

Российский рынок, во многом определяется настроениями западных инвесторов. Вряд ли придется ожидать, что агрессивные действия правительства по «восстановлению»

неоправданно высоких значений ценовых индексов на фондовом рынке будут восприняты позитивно и будут способствовать увеличению инвестиций. Объем спроса иностранных инвесторов определяется прежде всего реальным экономическим положением отдельных компаний, отраслей их функционирования и стабильностью развития экономики. По мнению Роберта Энгела, обладателя нобелевской премии 2003 года в экономике, «финансовые рынки сегодня работают довольно хорошо, кроме тех случаев, когда правительства слишком активно вмешиваются их функционирование»³. Среди основных дестабилизирующих финансовые рынки факторов Р. Энгел называет макроэкономическую нестабильность и инфляцию. Очевидно, вливание крупной суммы денежной массы на рынок увеличит инфляцию в России, которая и без таких действий находится на данный момент на довольно высоком уровне. Таким образом, в применении к сложившейся ситуации: в период спада опасно осуществлять подогрев рынка, что одновременно увеличит его волатильность, и так слишком высокую для российского рынка.

Увеличение предложения на российские акции, условно отражено на рисунке 2 линией П2. Такой сдвиг предложения – уменьшит всплеск цен на акции. В совокупности со снижением спроса других инвесторов (не правительства), на рисунке 2 условно отображено линией С3, снижение цен будет еще большим.

Шаг 3: Попытка удержания цен на желаемом высоком уровне и дальнейшая подпитка фондового рынка.

Спрос на акции в реальной жизни означает количество акций, которые инвесторы хотят и могут купить в данный момент. Правительство, совершив крупные инвестиции в рынок акций, повысит спрос на акции на период инвестирования. После окончания этого периода спрос правительства на акции будет исчерпан и спрос на рынке будет состоять только из сократившегося спроса других инвесторов, т.е. упадет до уровня, меньшего, чем был до начала инвестирования. На рисунке 2 – это снижение линии спроса до уровня С4. И такое печальное завершение программы инвестирования неминуемо, поскольку повторные вливания денег с целью поддержания цен на желаемом уровне будут иметь такие же последствия и рано или поздно – источник «поддержания» цен иссякнет.

Таковы краткосрочные последствия инвестирования. В литературе такого рода ситуация, когда цены на акции быстро растут в отрыве от реального совершенствования компаний, называется «мыльным пузырем», и примеров избегания их «схлопывания» до сих пор мировая экономика еще не знала.

Шаг 4: Вывод денег с рынка акций.

Самые пессимистичные прогнозы предстоят на средне- или долгосрочную перспективу. Момент вывода таких инвестиций с рынка акций также будет весьма ощутим.

При любом варианте действий вывод средств с рынка означает увеличение предложения акций, что автоматически приведет к снижению их цен. Условно, при прочих равных, эту ситуацию можно изобразить на рисунке 2 сдвигом линии предложения до уровня П3.

³ «Инфекция для финансов» Н. Задерей, А. Блинов, Т. Яблонская, 5 марта 2007 / «Эксперт Казахстан» №9 (111)

Меры по стабилизации:

1. Поддержание фондового рынка через выделение огромных бюджетных средств может рассматриваться только в качестве краткосрочной меры стабилизационного характера. В средне- и долгосрочном плане такого рода меры, не подкрепленные другими действиями, обречены на неудачу. Проблема не только и не столько в том, что в банковской системе нет денег. Проблема в том, что каналы прохождения финансовых средств (рынок межбанковского кредитования и т.д.) не работают. Это значит, что все более крупными денежными вливаниями она решена быть не может.

2. Государству сегодня необходимо не скупать проблемные компании, а наоборот предложить к продаже свои активы. Цена в данном случае не имеет значения. Главное, чтобы инвесторы начали возвращать деньги в экономику.

3. Продуманным и последовательным шагом развития фондового рынка в сложившейся ситуации должно стать не повышение его волатильности и непредсказуемости посредством крупного правительственного денежного вливания, а создание продуманной и реалистичной программы по стабилизации и развитию рынка, призванной решить основные и очевидные для инвесторов проблемы современного российского рынка ценных бумаг, такие как: структурная несбалансированность, низкая активность акционеров и низкая доля акций в обращении, недостаточность налоговых стимулов для привлечения инвесторов.

4. Необходимо проводить политику по макроэкономической стабилизации и реструктуризации экономики в целом. Любой рост фондового рынка, не основанный на соответствующем росте и преобразованиях в экономике страны, не является справедливым и за ним обязательно последует спад. Прежде всего, необходимо взять под контроль инфляцию.

В истории есть примеры, заслуживающие внимания при определении стратегии преодоления кризиса. США в 1933-34гг. и 70-х годах, Великобритания в 1986 году демонстрируют такую практику. В ответ на падение рынков правительства выпускали законы и инициативные нормативы, являющиеся по сути стратегическими планами будущего развития рынка с целью повышения его конкурентоспособности. Директивы содержали в себе информацию о структурном преобразовании рынка, о его регулятивных изменениях и инновационных аспектах развития. Такого рода документы определяли будущее рынка и повышали его стабильность, к тому же они были призваны разрешить реально существующие проблемы фондовых рынков. Важным моментом является выделение конечной цели написания этих документов – усиление роли рынка ценных бумаг для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики, соответствующая реструктуризация рынка и конечная цель – модернизация производства.

Важно учесть этот опыт. Пока же, складывается такое впечатление, Россия обращается к опыту Запада только для того, чтобы доказать, что все её экономические трудности связаны с мировым финансовым кризисом, а не с собственными стратегическими ошибками в экономической политике.

Выводы

1. Рост показателя капиталоемкости ВВП (*отношение совокупной капитализации рынка акций национальных компаний к объему номинального ВВП*) имеет пороговые значения, превышение которых сопровождается снижением индексов фондовых рынков.
2. Пороговые значения капиталоемкости ВВП определяются для разных стран уровнем развитости их финансовых систем, уровнем развития экономик этих стран.

В настоящее время наиболее высокие пороговые значения имеют Великобритания и США – 180-200%. Для быстроразвивающихся экономик пороговое значение находится в диапазоне 100-150%.
3. Капиталоемкость ВВП мировой экономики сегодня имеет пороговое значение на уровне 100-120%. Мировой финансовый кризис стал следствием перекапитализации рынков, в результате чего пороговое значение было превышено. Американский ипотечный кризис явился всего лишь импульсом к разрастанию кризисных явлений.
4. Превышение мирового значения капиталоемкости ВВП, последующее снижение фондовых индексов обязательно ведут к замедлению темпов экономического роста. Снижение темпов прироста ВВП может отмечаться одновременно с падением капитализации фондового рынка, однако чаще это отмечается с лагом в один год.
5. Падение фондового рынка в России в 2008 году имеет фундаментальные основы – перекапитализацию рынка, которая была достигнута к началу 2008 года в результате фактической реализации принципа «чем больше капитализация – тем лучше», и ухудшившиеся макроэкономические показатели. Пороговое значение капиталоемкости ВВП составило немногим более 100%. Случившийся обвал является закономерным.
6. Резкое снижение показателя капиталоемкости ВВП в России будет иметь следствием значительное замедление роста ВВП в 2008 году (прирост составит не более 4%).
7. Реализуемые меры по государственной поддержке фондового рынка в виде направления дополнительных финансовых ресурсов стратегически не являются достаточными для исправления ситуации. Они могут иметь только краткосрочный стабилизирующий эффект. Одновременно повышается волатильность и непредсказуемость рынка в целом. Для преодоления кризиса необходима реализация следующих мер:
 - ограниченная бюджетная поддержка банковской системы;
 - продажа государственных активов, отказ от политики скупки проблемных активов;
 - принятие программы стабилизации и развития финансовых рынков;
 - реализация программы макроэкономической стабилизации (приоритет – инфляция).
8. Происходящие события на мировых финансовых рынках, в том числе российском, означают крах спекулятивной модели экономики.

**ПРИЛОЖЕНИЕ:
Динамика фондовых индексов**

Фондовая биржа	Фондовый индекс	2008 год		Снижение, %
		19 мая	6 октября	
RTS	RUSSIAN RTS INDEX \$	2498	866	65%
MICEX	MICEX INDEX	1956	752	62%
North/Latin America				
<i>Wall Street Journal</i>	<i>DOW JONES INDUS. AVG</i>	13137	9956	24%
<i>Standard & Poor's</i>	<i>S&P 500 INDEX</i>	1440	1057	27%
NYSE	NYSE COMPOSITE INDEX	9687	6754	30%
NASDAQ	NASDAQ COMPOSITE INDEX	2551	1863	27%
AMEX	AMEX COMPOSITE INDEX	2383	1748	27%
TSX	S&P/TSX COMPOSITE INDEX	15091	10230	32%
Mexican Exchange	MEXICO BOLSA INDEX	32024	21749	32%
Sao Paulo SE	BRAZIL BOVESPA STOCK IDX	73794	42101	43%
Bermuda SE	BSX INDEX	4997	3853	23%
Buenos Aires SE	ARGENTINA MERVAL INDEX	2194	1424	35%
Colombia SE	IGBC GENERAL INDEX	10079	8761	13%
Lima SE	PERU LIMA GENERAL INDEX	17828	9779	45%
Santiago SE	CHILE STOCK MKT GENERAL	13973	11809	21%*
Asia/Pacific				
Tokyo SE	NIKKEI 225	14343	10156	29%
Hong Kong Exchanges	HANG SENG INDEX	25822	16804	35%
Australian SE	S&P/ASX 200 INDEX	5981	4619	23%
Bombay SE	BSE SENSEX 30 INDEX	17230	12526	27%
Bursa Malaysia	KUALA LUMPUR COMP INDEX	1287	997	23%
Colombo SE	SRI LANKA COLOMBO ALL SH	2587	2155	20%*
Indonesia SE	JAKARTA COMPOSITE INDEX	2511	1649	34%
Jasdaq	JASDAQ STOCK INDEX	65	47	28%
Korea Exchange	KOSPI INDEX	1885	1359	28%
National Stock Exchange India	S&P CNX 500	5105	3603	29%
New Zealand Exchange	NZX ALL INDEX	957	790	17%
Osaka SE	OSAKA SE HERCULES INDEX	1081	517	52%
Philippine SE	PSEi - PHILIPPINE SE IDX	2877	2500	13%
Shanghai SE	SHANGHAI SE COMPOSITE IX	3605	2174	40%

Фондовая биржа	Фондовый индекс	2008 год		Снижение, %
		19 мая	6 октября	
Shenzhen SE	SHENZHEN SE COMPOSITE IX	1120	591	47%
Singapore Exchange	FTSE ST ALL SHARE INDEX	819	529	35%
Taiwan SE Corp.	TAIWAN TAIEX INDEX	9295	5506	41%
The Stock Exchange of Thailand	STOCK EXCH OF THAIINDEX	874	552	37%
Europe/Africa/Middle East				
(Wall Street Journal)	DJ EURO STOXX 50 € Pr	3882	2869	26%
London SE	FTSE 100 INDEX	6377	4589	28%
Euronext Paris	CAC 40 INDEX	5142	3712	28%
Deutsche Börse	DAX INDEX	7226	5387	25%
BME Spanish Exchanges	IBEX 35 INDEX	14248	10726	25%
Borsa Italiana	S&P/MIB INDEX	33652	23776	29%
Euronext Amsterdam	AEX-Index	496	313	37%
OMX	OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1037	739	29%
Swiss Exchange	SWISS MARKET INDEX	7785	6459	17%
Amman SE	AMMAN SE GENERAL INDEX	4304	3781	25%*
Athens Exchange	ASE GENERAL INDEX	4258	2641	38%
Budapest SE	BUDAPEST STOCK EXCH INDX	22949	17991	22%
Egyptian Exchange	CASE 30 INDEX	10507	7059	41%*
Euronext Brussels	BEL 20 INDEX	3844	2568	33%
Euronext Lisbon	PSI GENERAL INDEX	3619	2276	37%
Irish SE	IRISH OVERALL INDEX	6460	3663	43%
Istanbul SE	ISE NATIONAL 100 INDEX	41297	31575	24%
JSE	FTSE/JSE AFRICA ALL SHR	33192	21023	37%
Ljubljana SE	Slovenian Total Market	8698	5958	32%
Luxembourg SE	LUXEMBOURG LuxX INDEX	2370	1332	44%
Malta SE	MALTA STOCK EXCHANGE IND	4340	3621	17%
Mauritius SE	MAURITIUS STOCK EXCHANGE	1874	1519	19%
Oslo Børs	OSE ALL SHARE INDEX	592	332	44%
Tel Aviv SE	TEL AVIV 100 INDEX	1032	685	34%
Warsaw SE	WSE WIG INDEX	47710	34832	27%
Wiener Börse	AUSTRIAN VIENNA STOCK EX	1643	953	42%

источник: Bloomberg, ФБК

* значения следующих индексов CHILE STOCK MKT GENERAL, SRI LANKA COLOMBO ALL SH, AMMAN SE GENERAL INDEX, CASE 30 INDEX представлены на даты достижения ими локальных максимумов, соответственно: 25 июня, 23 апреля, 19 июня, 5 мая, т.к. их значения на 19 мая 2008 года существенно отличались от пиковых