

МИРОВОЙ ФОНДОВЫЙ КРИЗИС И РОССИЯ ЗАТРОНЕТ ЛИ РОССИЮ «АЗИАТСКИЙ ВИРУС»?

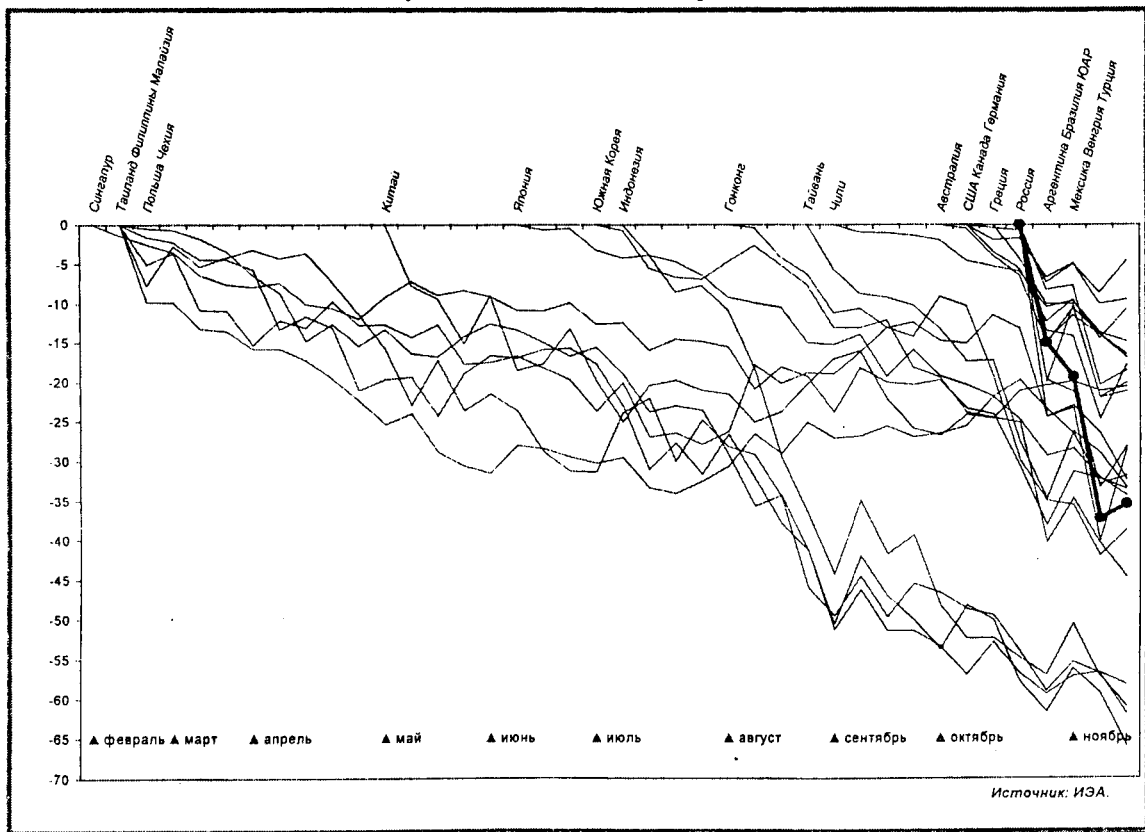
▽ С чего все началось?

Считается, что мировой фондовый кризис начался в июле в Таиланде. Однако первые признаки неблагополучия стали проявляться еще в феврале-марте 1997 г., когда началось падение фондовых индексов не только в Таиланде, но и в Сингапуре, Малайзии, на Филиппинах, в Чехии и Польше (граф. 1). Тогда трудно было представить, что конъюнктурные колебания на фондовых рынках приведут к существенной дестабилизации мировой финансовой системы.

Однако в мае началось устойчивое падение фондового рынка в Китае, в июне — в Японии, в июле — в Южной Корее и Индонезии. В сентябре к ним присоединились Тайвань и Чили. В конце октября кризис захватил практически все фондовые биржи мира. В течение недели котировки акций упали в США на 6,6%, в Японии — на 4,7%, в Германии — на 9,1%, средневзвешенный мировой фондовый индекс — на 4,8%.

Развитие мирового фондового кризиса в 1997 г.

График 1. Падение фондовых индексов от максимальных значений, достигнутых в 1997 г., к 19 ноября 1997 г., %

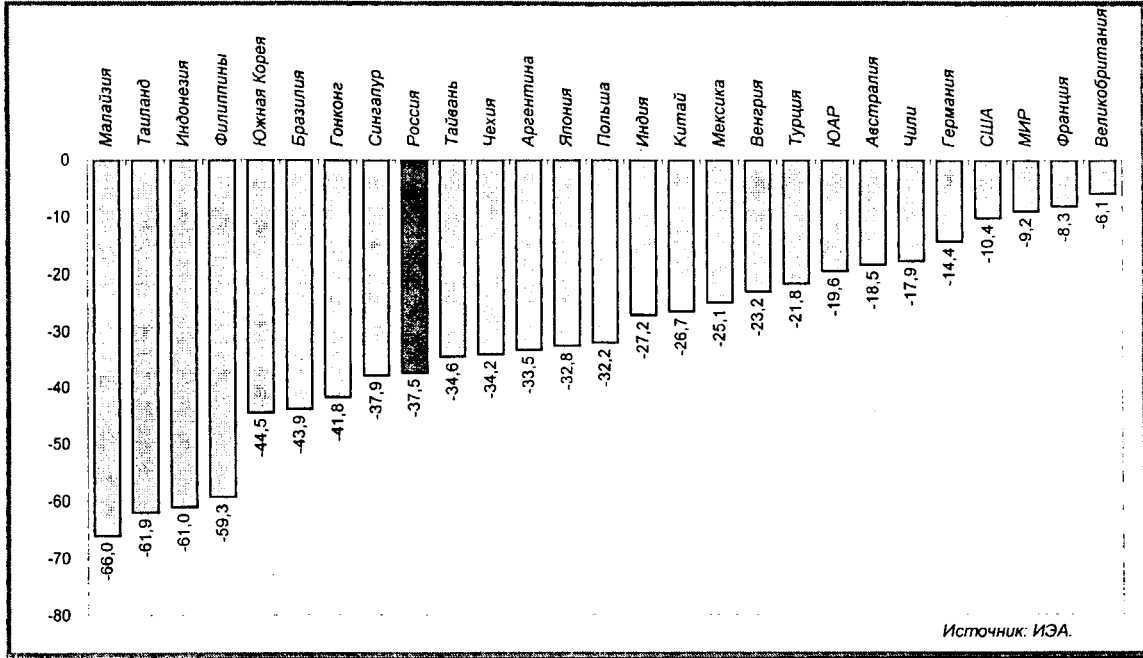


Что происходит?

Наиболее сильно кризис ударил по так называемым развивающимся рынкам («emerging markets»), к которым относится и Россия. К настоящему времени наиболее значительные потери понесли фондовые рынки стран Юго-

Восточной Азии. Наибольшее падение (от максимального до минимального значения) индексов на рынках Малайзии, Таиланда, Индонезии, Филиппин составило почти две трети, Южной Кореи — около половины (граф. 2).

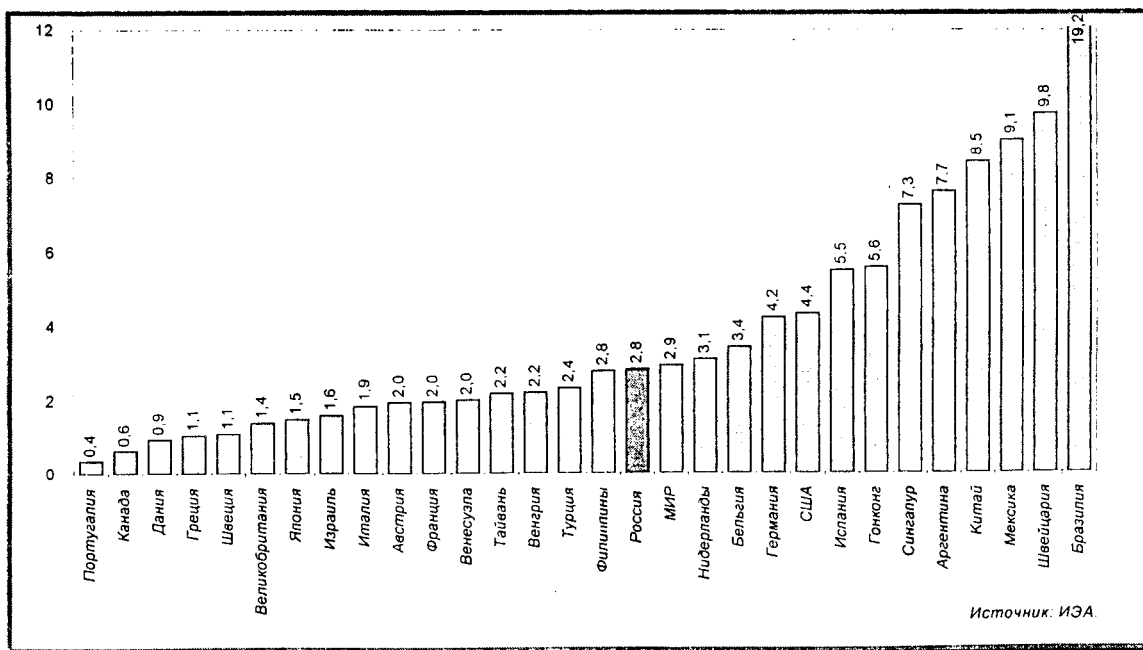
График 2. Падение фондовых индексов в 1997 г. от максимальных до минимальных значений, %



Однако в ноябре на многих рынках возобновился рост цен корпоративных акций. На некоторых из них повышение оказалось весьма за-

метным (граф. 3). Рост котировок акций возобновился и в России.

График 3. Рост фондовых индексов от минимальных значений к 19 ноября 1997 г., %



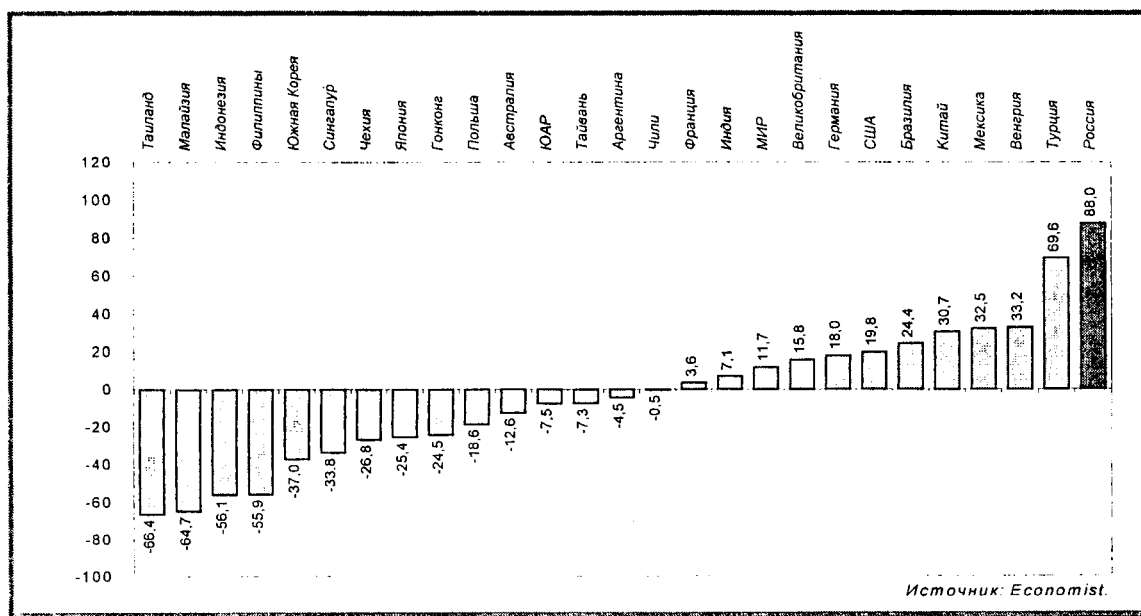
Поразил ли фондовый кризис Россию?

Краткосрочные колебания фондовых индексов еще не свидетельствуют о том, что рынок действительно переживает кризис. Лишь длительное и устойчивое снижение котировок может служить доказательством того, что фондовый кризис действительно наступил. К 19 ноября 1997 г. в разных странах сложились различные ситуации. В то время как в государствах Юго-Восточной Азии итоговые котировки значитель-

но упали по сравнению с 1 января 1997 г., на рынках других стран по итогам почти 11-месячного развития в 1997 г. зафиксирован заметный кумулятивный рост (граф. 4).

Мировой рекордсменкой оказалась Россия — ее индекс в долларовом выражении увеличился на 88%. Поэтому говорить о фондовом кризисе в России в 1997 г. нет достаточных оснований.

График 4. Общее изменение фондовых индексов с 1 января по 19 ноября 1997 г., %



Нет оснований говорить о фондовом кризисе в России и с точки зрения среднесрочных тенденций. По данным за последние 4 года из

25 стран, относимых к развивающимся рынкам, Россия выступает абсолютным лидером повышения фондового индекса.

Фондовые индексы

Страны	1994	1995	1996	1997	1997
	в % к предыдущему году				в % к 1993
Таиланд	-13.1	-3.6	-38.0	-66.4	-82.5
Малайзия	-22.8	1.8	22.9	-64.7	-65.9
Южная Корея	16.3	-7.0	-39.2	-37.0	-58.6
Филиппины	-1.0	-14.6	19.1	-55.9	-55.6
Индонезия	-20.6	9.9	18.0	-56.1	-54.8
Чехия	-19.6	-21.5	20.0	-26.8	-44.6
Мексика	-41.6	-27.0	16.2	32.5	-34.4
Индия	6.5	-35.2	-3.5	7.1	-28.7
Польша	-42.6	-9.2	71.1	-18.6	-27.4
Сингапур	1.3	10.0	-1.3	-33.8	-27.2
Израиль	-35.5	11.2	-7.0	20.0	-20.0
Аргентина	-25.1	8.6	18.8	-4.5	-7.7
Тайвань	21.5	-31.4	36.1	-7.3	5.2
ЮАР	28.5	14.8	-19.2	-7.5	10.3
Чили	41.2	-2.9	-17.2	-0.5	13.0
Турция	-43.8	-13.4	42.4	69.6	17.5
Колумбия	26.8	-25.5	4.5	27.9	26.3
Греция	-2.0	5.5	-1.0	34.7	37.9
Китай	-34.4	-14.5	89.4	30.7	38.8
Венесуэла	-27.2	-31.7	131.8	26.2	45.5
Венгрия	-17.5	-29.4	94.6	33.2	51.0
Гонконг	12.7	48.0	33.5	-24.5	68.1
Португалия	16.5	-4.1	24.9	37.7	92.2
Бразилия	67.6	-22.1	30.4	24.4	111.8
Россия	-1.0	-36.4	155.9	88.0	202.9

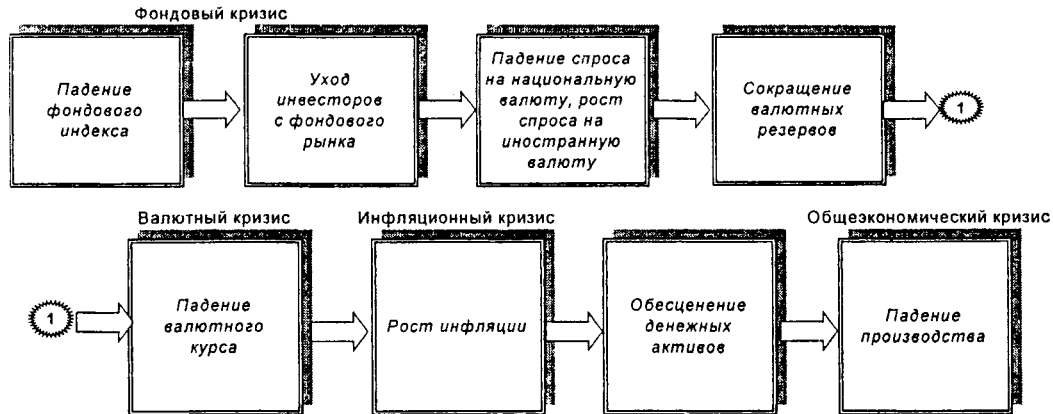
Источники: Emerging Stock Markets Factbook 1997. IFC, Washington 1997; Economist.

Чего опасаться?

Как видно из приведенной выше таблицы, фондовые индексы развивающихся рынков подвержены значительным колебаниям. Но эти колебания сами по себе вовсе не означают наступление экономического кризиса. Дестабилизация экономической обстановки наступает лишь то-

гда, когда фондовый кризис провоцирует наступление валютного, инфляционного, общеэкономического кризиса. Процесс перерастания фондового кризиса в валютный и далее — в общеэкономический — представлен ниже в виде схемы.

Схема 1



Первой жертвой валютного кризиса в 1997 г. стала Чехия. После упорной борьбы Национальный банк уступил спекулятивному давлению, и в апреле крона покинула рамки официального валютного коридора. За январь–июль крона потеряла 26% своей декабрьской цены.

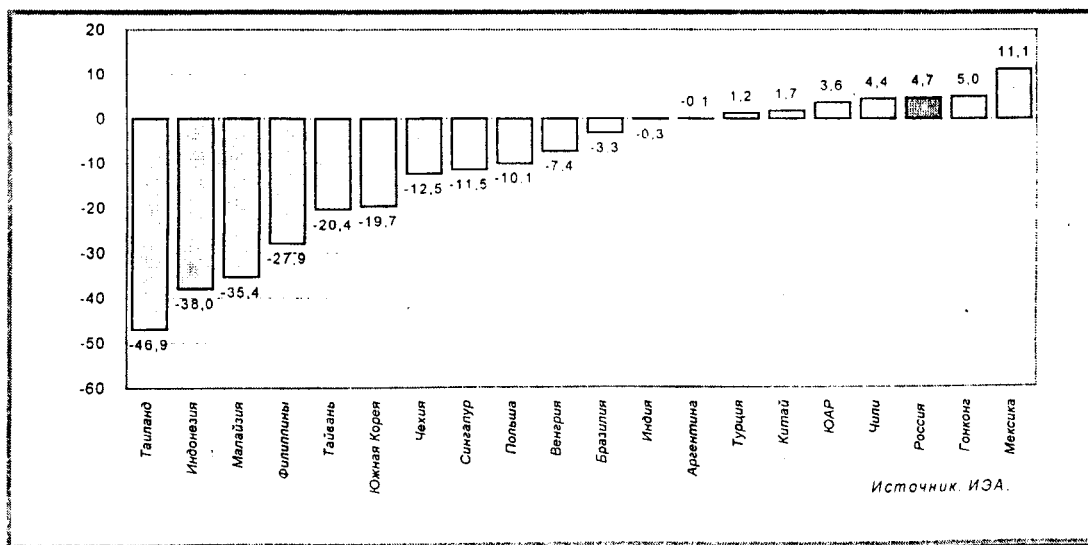
В июле, израсходовав более 25 млрд дол. на поддержку бата, Центральный банк Таиланда был вынужден пойти на его девальвацию. В августе рухнули малайзийский ринггит и индонезийская рупия. В сентябре к ним присоединилось филиппинское песо. В ноябре в свободное падение отправилась южнокорейская вона.

Серьезно пострадали тайваньский доллар,

сингапурский доллар, польский злотый, венгерский форинт (граф. 5). В результате резкой девальвации во всех этих странах перспективы экономического роста в 1998 г. оказались серьезно подорванными. Например, в Таиланде после роста ВВП в 1996 г. на 6,7% в 1997 г. ожидается его увеличение на 0,6%, в 1998 г. — на 0,1%.

Вирус валютной нестабильности на этом не успокоился. В последние недели были предприняты атаки на бразильский реал, аргентинское песо, эстонскую крону, украинскую гривну, индийскую рупию. Валютный кризис стал приобретать черты мирового.

График 5. Изменение реальных курсов национальных валют по отношению к доллару за год, предшествующий 19 ноября 1997 г., %



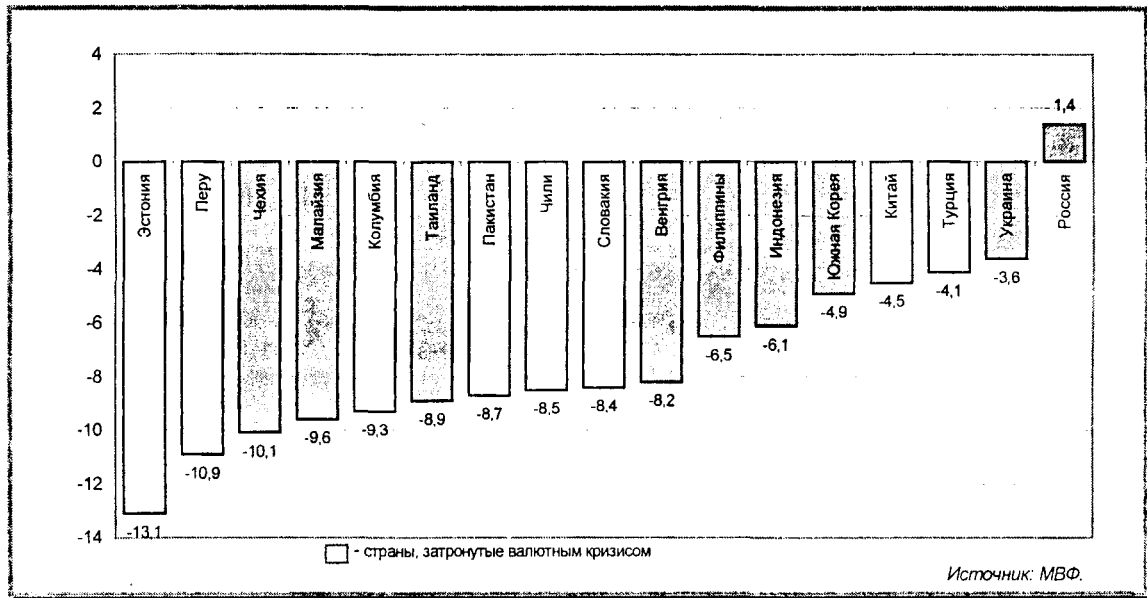
Кто виноват?

Главной причиной валютной дестабилизации стало наличие значительного дефицита платежного баланса по текущим операциям (граф. 6). Массированное привлечение краткосрочных заимствований для финансирования бюджетного дефицита и инвестиционных проектов позволяет в течение некоторого времени обеспечивать потребление в стране на уровне, превышающем национальные ресурсы. Когда же иностранные инвесторы по каким-либо причи-

нам теряют доверие и в массовом порядке покидают национальный рынок, валютных резервов не хватает для поддержания устойчивого валютного курса. Происходит девальвация национальной валюты.

Из шестнадцати стран со значительными размерами дефицита платежного баланса по текущим операциям в 1997 г. восемь оказались в той или иной степени охваченными валютным кризисом.

График 6. Дефицит платежного баланса по текущим операциям в % к ВВП в 1996 г.



Угрожает ли России валютный кризис?

На фоне потенциальных кандидатов на валютную дестабилизацию и тех стран, где такой кризис уже происходит, Россия выгодно отличается не дефицитом, а суффицитом платежного баланса по текущим операциям (граф. 6). Поэтому, вероятность валютного кризиса в России представляется не слишком высокой.

Тем не менее она существует. Насколько она велика? Главным критерием для оценки величины вероятности валютной дестабилизации выступает соотношение валютных резервов и денежных активов, т.е. способность денежных властей удовлетворить спрос на конвертируемую валюту как со стороны нерезидентов, так и со стороны резидентов.

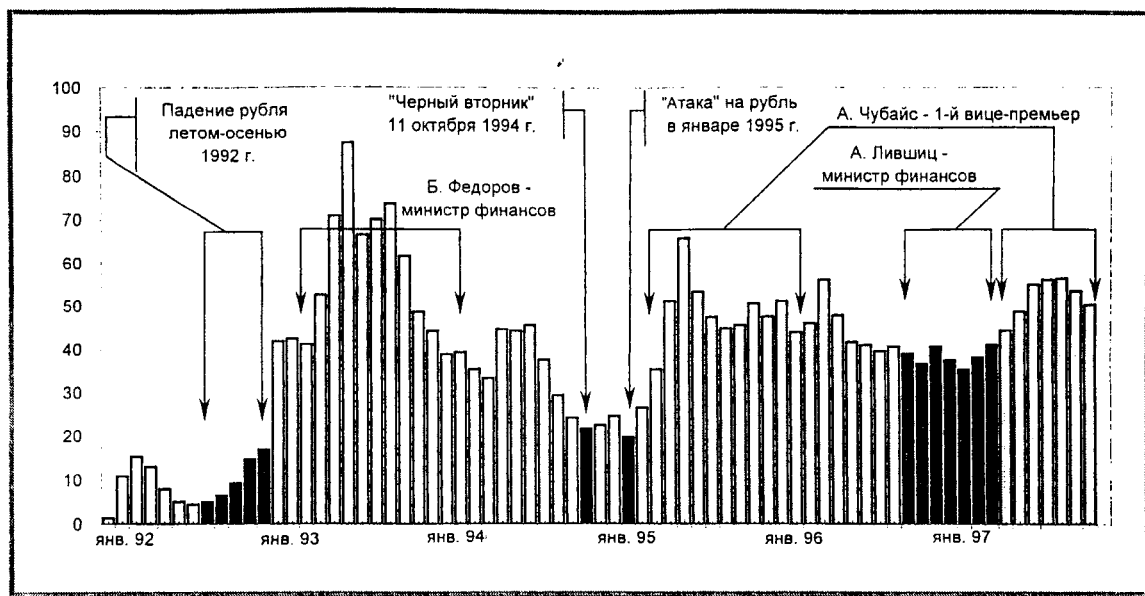
Чем ниже соотношение резервов и денежных активов, тем выше вероятность дестабилизации. Во время мексиканского кризиса 1994 г. отношение международных резервов к денежной базе упало со 182% в марте до 36% в декабре. Девальвация песо стала неизбежной.

В России самые низкие значения этого показателя отмечались (граф. 7 на след. стр.):

- осенью 1992 г. — в пределах 5–17%, что привело к быстрому падению валютного курса и инфляции в 20–25% в месяц;
- в октябре 1994 г. — январе 1995 г. — в пределах 20–23%, что привело к «черному вторнику» 11 октября 1994 г., «атаке на рубль» в январе 1995 г. и новой инфляционной волне в 15–17% в месяц.

На конец октября 1997 г. соотношение валютных резервов и широкой денежной базы в России составило 51%. Это хотя и меньше 100%, необходимых для гарантированного обеспечения стабильности валютной системы, но все же существенно выше соответствующих значений во время предыдущих российских валютных кризисов. **В силу этого валютный кризис в России не является неизбежным.** Тем не менее необходимо принять меры предосторожности.

График 7. Валовые валютные резервы в % к денежной базе

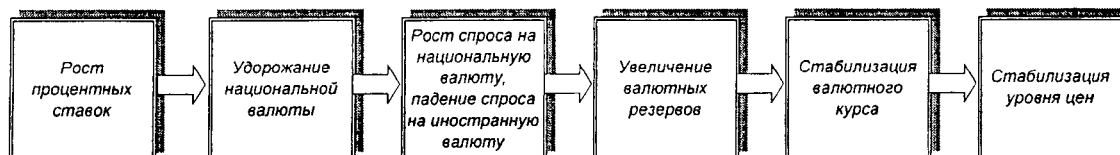


Как бороться с валютным кризисом?

Традиционным ответом на валютную дестабилизацию является повышение процентных

ставок. Последствия такого решения можно представить в виде следующей схемы.

Схема 2

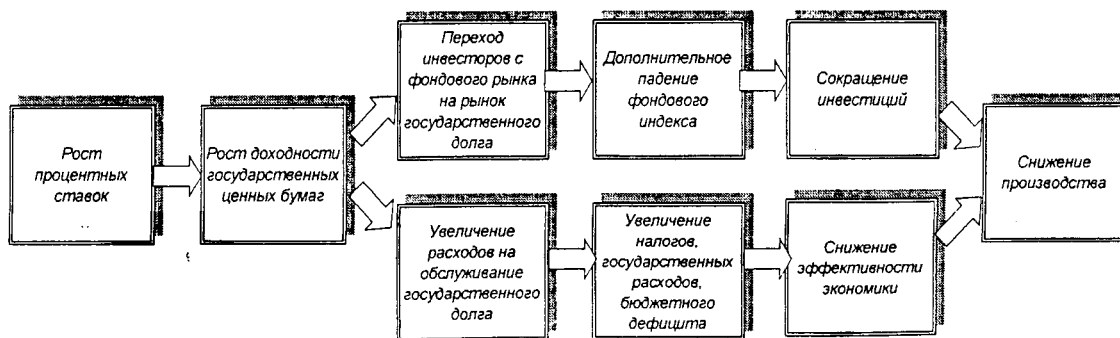


Именно так и поступил Центральный банк России, повысив с 11 ноября 1997 г. ставку рефинансирования до 28%, ставки по ломбардным кредитам на срок до 7 дней — до 22%, на срок от 8 до 14 дней — до 25%, на срок от 15 до 30 дней — до 28%. Одновременно были повышены резервные требования по валютным депозитам в коммерческих банках. Эти шаги позво-

лили существенно укрепить рубль и сняли угрозу внезапной девальвации.

Тем не менее у повышения процентных ставок есть и другие неизбежные следствия — удорожание кредита для реального сектора экономики, повышение расходов на обслуживание государственного долга, которые ухудшают условия для экономического роста:

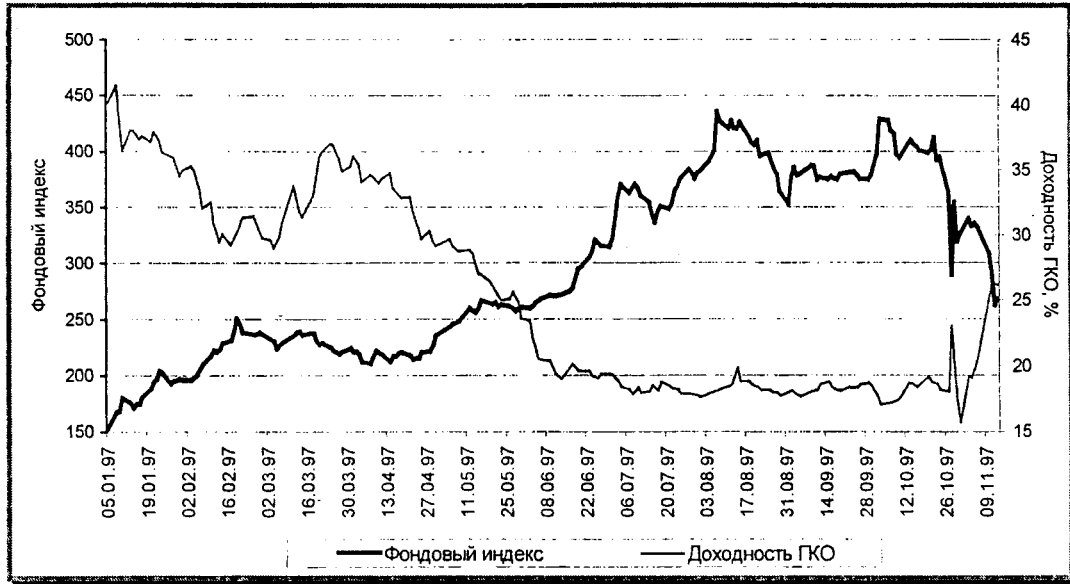
Схема 3



Эта теоретическая схема находит практическое подтверждение в России. Зависимость динамики фондового рынка от величины доходности по государственным ценным бумагам имеет фактически зеркальный характер (граф. 8). Снижение доходности ГКО-ОФЗ в течение большей

части 1997 г. благоприятствовало повышению котировок на фондовом рынке. Повышение же доходности государственных ценных бумаг в ноябре привело к дополнительному падению фондового индекса.

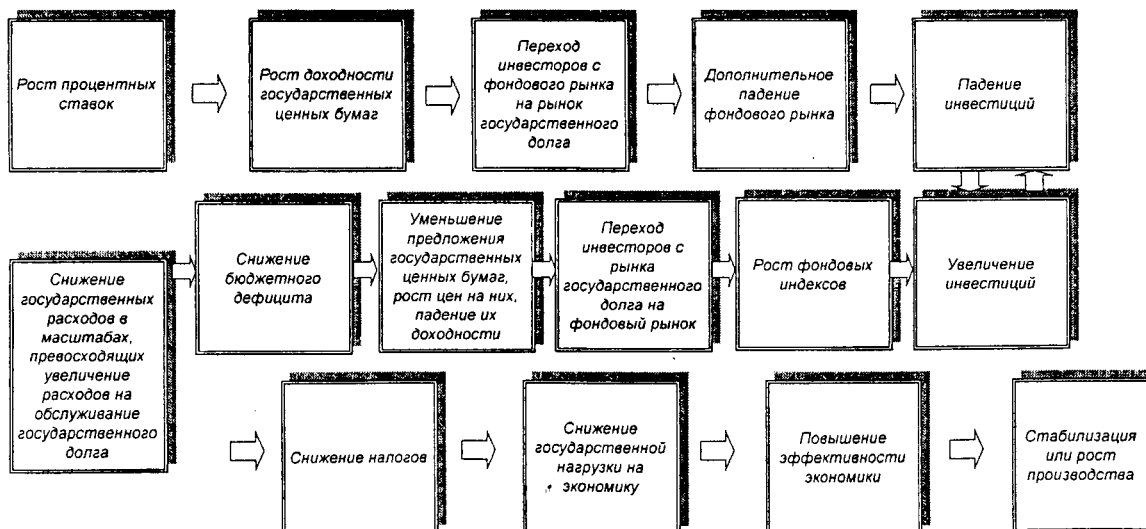
График 8. Фондовый индекс и доходность ГКО в России



В этих условиях появляется необходимость компенсировать неизбежные негативные последствия денежной политики соответствующими мерами бюджетной политики. Поскольку в результате резкого повышения процентных ставок реальный сектор экономики начинает испыты-

вать перегрузки, необходимо облегчить его положение путем снижения фискального бремени. Это касается как снижения налоговых изъятий, так и сокращения государственных расходов и бюджетного дефицита.

Схема 4



▼ Полезный опыт Бразилии

В наиболее полном виде эта схема защиты и национальной валюты, и национальной экономики была только что применена в Бразилии. Вслед за падением фондового индекса на 40% в октябре начался массовый исход нерезидентов с бразильского рынка. Истратив 7,2 млрд дол. на защиту реала (из 60 млрд дол. валютных резервов накануне кризиса), бразильские власти оказались перед угрозой повторения валютного кризиса по образцу стран Юго-Восточной Азии. Но ответ бразильцев оказался комплексным и потому успешным:

1) центральный банк Бразилии повысил учетную ставку с 22 до 43%;

2) правительство предложило пакет фискальных мер по сокращению государственных расходов и повышению налогов стоимостью в 18 млрд дол. (2,5% ВВП);

3) правительство и парламент приступили к рассмотрению и утверждению законопроектов о реформировании бюджетной сферы и национальной пенсионной системы, чрезмерные расходы на которые являются главным источником бюджетного дефицита.

Субъекты рынков поверили в серьезность намерений властей, их реакция не заставила себя ждать. Через две недели после объявления о пакете мер атака на реал прекратилась, деньги с валютного рынка вернулись на фондовый, а его индекс всего за одну неделю вырос на 19%.

При общей положительной оценке бразильского примера следует отметить, что повышение налогов может лишь временно облегчить ситуацию с бюджетным дефицитом, но в среднесрочной перспективе сократит возможности для экономического роста.

▼ Что делать в России?

Отличие российской ситуации от бразильской заключается в отсутствии второго и третьего шагов. Центральный банк уже сделал свою часть дела, правительство и парламент — еще нет. Более того, некоторые их действия в последнее время могут усугубить сложное финансовое положение российских предприятий.

Повышение налогового бремени даже в условиях бескризисного развития ведет к негативным последствиям для экономического роста. В условиях же перегрузок, вызванных повышением процентной ставки и сохраняющейся нестабильностью на фондовом рынке, принятие законопроектов, направленных на введение новых налогов и повышение ставок по существующим, способно спровоцировать лишь возобновление экономического спада.

В этих условиях следует признать, что последняя версия федерального бюджета на 1998 г., согласованная правительством и Государственной Думой, перестала соответствовать изменившейся экономической реальности. Утверждение и осуществление этого варианта бюджета с высокой степенью вероятности приведет к возобновлению экономического спада.

Для предотвращения обострения экономического кризиса требуется срочное принятие следующих мер:

- отказ от последней версии федерального бюджета на 1998 г.;

- разработка и утверждение чрезвычайного бюджета с расходами, сокращенными против последней версии бюджета не менее чем на 2,5–3,0% ВВП;

- до законодательного утверждения бюджета на 1998 г. осуществление ежемесячных государственных расходов в размере, не превышающем 1/12 фактического исполнения бюджета в 1997 г.;

- безусловное балансирование государственных доходов и расходов в декабре 1997 г.;

- официальное объявление правительством об отказе от размещения государственных ценных бумаг в декабре 1997 г.

Оперативное осуществление этих мер позволит устранить угрозу валютного кризиса, укрепит доверие к рублю, обеспечит минимально необходимые условия для начала экономического роста в 1998 г.