

Сергей Гурнев, ректор Российской экономической школы, директор ЦЭФИР, доктор экономических наук



Преимущество отсталости

НА МОМЕНТ НАПИСАНИЯ ЭТОЙ КОЛОНКИ КАПИТАЛИЗАЦИЯ российского рынка акций оценивалась в \$350 млрд — на \$1,2 трлн меньше, чем на пике в середине мая. Означает ли 4,5-кратное падение цен на акции, что мы стали в 4,5 раза беднее? Или что мы потеряли \$1,2 трлн — величину, сравнимую с годовым российским ВВП?

Ситуация в Америке ненамного лучше. Хотя относительное падение в США было гораздо меньше (всего на треть), падение капитализации фондового рынка поражает воображение. Стоимость американских компаний, акции которых торгуются на биржах, упала с \$60 трлн до \$40 трлн — на полтора американских ВВП. Куда делись \$20 трлн?

Потери инвесторов выглядят несправедливо высокими на фоне убытков, понесенных банками. На сентябрь 2008 года банки по всему миру списали активов примерно на \$580 млрд. Это, конечно, не все потери. По оценке Банка Англии, обнародованной в конце октября, если переоценить активы американских и европейских банков по текущим рыночным ценам, их потери в результате кризиса достигнут \$2,8 трлн, причем львиная доля убытков (\$1,6 трлн) придется на американские банки. Но даже эта огромная сумма на порядок меньше, чем \$20 трлн уничтоженной капитализации.

Конечно, капитализация отражает не сегодняшние прибыли и убытки, а ожидания рынка в отношении вполне конкретной величины: суммы будущих выплат акционерам. Она зависит от многих параметров — и от коэффициента дисконтирования, и от конкуренции в глобальной экономике, и от ставки процента, по которой придется рефинансировать долги компании, и от защиты прав акционеров от менеджмента и государства. По сути, участники фондового рынка делают ставки на изменение этой величины — и полностью отвечают деньгами за свои решения.

Означает ли это, что фондовый рынок — казино, а рыночная капитализация — виртуальное богатство, не имеющее отношения к реальности? И да, и нет. С одной стороны, сам факт перепродажи акций — это сделка пари: продавец считает, что цена акций завышена, а покупатель — что занижена. В этом смысле капитализация не богатство, а лишь ожидания рынка. Кризис не мог не изменить ожидания инвесторов относительно доходов российских (и американских) компаний. Как и после предыдущих пузырей, рынок внезапно осознал: то, что раньше казалось заслуженной прибылью, — лишь временное отклонение, а в равновесии прибыли должны быть гораздо ниже. Отсюда панические распродажи, пока цены на акции не достигнут дна, то есть на рынке снова появится достаточно покупателей.

И тем не менее рынок акций действительно влияет на реальную экономику. Компании выпускают акции,

чтобы осуществить инвестиционные проекты. Конечно, даже в США привлеченные на фондовом рынке средства на порядок меньше совокупных инвестиций (основные капиталовложения осуществляются за счет собственных средств и кредитов). Но есть целый ряд отраслей, которые не могут существовать без акционерного финансирования. Любое венчурное финансирование предполагает, что в конце концов инвесторы выйдут из капитала компаний за счет IPO. Для многих предпринимателей именно рынок акций является гарантией того, что они рано или поздно смогут продать свою долю и заняться чем-то другим. Под залог акций можно получить реальные деньги в виде кредита. Более того, именно стоимость акций показывает потенциальным кредиторам, насколько высоко рынок оценивает шансы компании расплатиться по долгам. Наконец, капитализация — это отправная точка при определении цены компании при продаже. И в этом смысле она действительно является богатством.

Поэтому неудивительно, что отношение рыночной капитализации к ВВП используется в качестве показателя финансового развития — наряду с отношением кредитов к ВВП. В своей классической статье 1998 года чикагские экономисты Луиджи Зингалес и Рагурам Раджан используют оба показателя, доказывая, что финансовое развитие, измеренное таким образом, положительно влияет на экономический рост. Действительно, рыночная капитализация как доля ВВП выше для более богатых стран. Россия в последние годы была выше тренда — в 2007 году

капитализация отечественного рынка составляла 116% ВВП, что лишь немногим ниже 140–145% Америки и Великобритании, мировых лидеров по этому показателю среди больших стран.

Нынешний обвал не просто

приведет к тому, что Россия будет ниже тренда (даже с учетом падения капитализации во всем мире на 30–40%), но отбросит ее на уровень 2001 года.

Почему это важно? Во всем мире держатели акций принимают во внимание стоимость своих пакетов при решении о том, какую долю дохода тратить на потребление, а какую — сберегать. Падение капитализации заставляет увеличить сбережения на старость и на черный день; из-за этого потребительский спрос падает и начинается рецессия. России это не грозит — круг держателей акций слишком узок, да и другие механизмы сбережения не обеспечивают ставку процента выше инфляции. Однако именно этот механизм уже начал работать за океаном — а ведь рецессия в Америке означает резкое снижение цен на нефть и металлы. Так что для отечественной экономики падение американского фондового рынка на треть гораздо опаснее падения индекса РТС в 4,5 раза.

Падение капитализации заставляет увеличить сбережения на старость