

10.11. КРИЗИС 2008

Тренев Н.Н., д.э.н., в.н.с. Института проблем управления РАН, начальник Аналитического центра Инвестиционно-консалтинговой группы РОЭЛ КОНСАЛТИНГ

В статье анализируются причины и движущие силы кризиса 2008 года в России и США. Рассматриваются финансовая, экономическая и социально-политическая природа кризиса.

ВВЕДЕНИЕ

Финансовый кризис 2008 года пришел неожиданно как первый снегопад. Российская экономика накопила солидные золотовалютные резервы и стабилизационные фонды, росло внутреннее потребление, промышленность развивалась, делались инвестиции. Рост сопровождался увеличением корпоративных займов и объемов выплачиваемых по ним процентов. Одновременно формировались проблемы в американской экономике. Возникает вопрос: был ли неизбежен финансовый кризис в России. Если был, то так ли неизбежно было такое падение.

Кризис разрушает существующее, одновременно освобождая место для новых, более конкурентных форм бизнеса. Возникают также вопросы, связанные с новыми возможностями.

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ЕГО ВОЗДЕЙСТВИЕ НА ЭКОНОМИКУ

В результате падения фондового рынка в сентябре 2008 года резко подорожала стоимость собственного капитала. Если в сентябре 2008 годов обвала коэффициент Р/Е для Сбербанка РФ составлял 8-9, то в

октябре 2008 года коэффициент Р/Е для Сбербанка РФ опустился до 3,45. И это для первоклассной компании с раскрученным брендом, которая к тому же имела рост прибыли не менее 30% годовых. В Сбербанке существенная доля капитала принадлежит государству, банк значим для экономики и для населения, что практически обеспечивает банку государственные гарантии. И это для голосующих акций.

Для неголосующих (привилегированных) акций Сбербанка РФ коэффициент Р/Е был в два раза меньше, т.е. порядка 4-5 в сентябре до обвала и менее 1,8 в октябре. Стоимость собственного не голосующего капитала в первоклассной компании с фактическими государственными гарантиями поднялась выше 55% годовых.

Стоимость капитала в 25% годовых голосующего капитала и 50-60% годовых для не голосующего капитала в первоклассной компании с фактическими государственными гарантиями означает то, что для рядовых компаний стоимость капитала переходит границу в 100% годовых. Связано это с тем, что в рядовых компаниях возможны проблемы с корпоративным управлением: непрозрачностью материально-финансовых потоков, трудностями в привлечении высококлассных специалистов. Непрозрачность материально-финансовых потоков может оборачиваться выводом активов, а трудности в привлечении высококвалифицированных профессионалов – принятием ошибочных и дорогостоящих решений.

Таблица 1

СООТНОШЕНИЕ Р/Е НА 13.10.2008

Показатель	13.10.2008		Прибыль 2008 (прогноз)	Прибыль 2007	Р/Е 2008		Р/Е 2007	
	Макс. цена	Мин. цена			Макс. цена	Мин. цена	Макс. цена	Мин. цена
Сбербанк	34,47	28,3	8,21	4,43	4,20	3,45	7,79	6,39
Сбербанк-п	14,79	13	8,21	4,43	1,80	1,58	3,34	2,94
ВолгаТлк	23,51	21,85	10,75	10,13	2,19	2,03	2,32	2,16
ВолгаТлк-п	22,23	19,7	10,75	10,13	2,07	1,83	2,19	1,94
СибТлк-ао	0,47	0,421	0,24	0,17	1,97	1,76	2,81	2,52
СибТлк-ап	0,425	0,337	0,24	0,17	1,78	1,41	2,54	2,02

Таблица 2

СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА НА 13.10.2008

Показатель	13.10.2008		Прибыль 2008	Прибыль 2007	Стоимость капитала 2008		Стоимость капитала 2007	
	Макс. цена	Мин. цена			Макс. цена	Мин. цена	Макс. цена	Мин. цена
Сбербанк	34,47	28,3	8,21	4,43	23,81%	29,00%	12,84%	15,64%
Сбербанк-п	14,79	13	8,21	4,43	55,50%	63,14%	29,93%	34,06%
ВолгаТлк	23,51	21,85	10,75	10,13	45,73%	49,21%	43,10%	46,37%
ВолгаТлк-п	22,23	19,7	10,75	10,13	48,37%	54,58%	45,58%	51,44%
СибТлк-ао	0,47	0,421	0,24	0,17	50,79%	56,70%	35,54%	39,67%
СибТлк-ап	0,425	0,337	0,24	0,17	56,16%	70,83%	39,30%	49,56%

Таблица 3

СООТНОШЕНИЕ Р/Е НА 11.09.2008

Показатель	11.09.2008		Прибыль на акцию (прогноз) 2008	Прибыль на акцию 2007	Р/Е 2008		Р/Е 2007	
	Макс. цена	Мин. цена			Макс. цена	Мин. цена	Макс. цена	Мин. цена
Сбербанк	52,95	45,78	5,76	4,43	9,19	7,95	11,96	10,34
Сбербанк-п	26,42	23,32	5,76	4,43	4,59	4,05	5,97	5,27
ВолгаТлк	55,96	48,00	10,75	10,13	5,20	4,46	5,52	4,74
ВолгаТлк-п	36,00	30,10	10,75	10,13	3,35	2,80	3,55	2,97
СибТлк-ао	1,20	1,00	-	0,17	-	-	7,18	5,99
СибТлк-ап	0,78	0,60	-	0,17	-	-	4,65	3,59

Таблица 4

СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА 11.09.2008

Показатель	11.09.2008		Прибыль 2008 (прогноз)	Прибыль 2007	Стоимость капитала 2008		Стоимость капитала 2007	
	Макс. цена	Мин. цена			Макс. цена	Мин. цена	Макс. цена	Мин. цена
Сбербанк	52,95	45,78	5,76	4,43	10,88%	12,58%	8,36%	9,67%
Сбербанк-п	26,42	23,32	5,76	4,43	21,80%	24,70%	16,76%	18,99%
ВолгаТлк	55,96	48	10,75	10,13	19,21%	22,40%	18,11%	21,11%
ВолгаТлк-п	36	30,1	10,75	10,13	29,87%	35,72%	28,15%	33,66%
СибТлк-ао	1,2	1	-	0,17	-	-	13,92%	16,70%
СибТлк-ап	0,777	0,6	-	0,17	-	-	21,50%	27,84%

Для первоклассных телекоммуникационных компаний P/E снизилось еще сильнее, чем для Сбербанка РФ. Это можно проследить на примере Волгителекома и Сибирьтелекома (см. табл. 1-4).

Активы могут выводиться различными способами, например, при помощи разницы между рыночной и балансовой стоимостью. Оценка активов при помощи «независимой» экспертизы полезна для защиты интересов миноритариев, но не решает их проблем. Связано это с тем, что даже первоклассному специалисту трудно оценить текущее состояние и особенно перспективы компании. Эти трудности и приводят к колебаниям фондовых рынков.

На перспективы компании существенным образом влияют:

- прогнозируемые объемы продаж;
- их рентабельность;
- безрисковые процентные ставки;
- премии за риск.

Изменения ожидаемых процентных ставок на 1-2 процента приводят к изменению прогнозной цены компании на десятки процентов. Связано это с формулой цены компании [Тренев Управление финансами, Дадаморян]:

$$P = \frac{d}{r - g},$$

где

P – прогнозируемая цена акции компании;

d – величина текущего дивиденда;

r – ожидаемая процентная ставка;

g – ожидаемая скорость роста дивиденда.

Рост стоимости капитала оборачивается снижением стоимости ценных бумаг – акций и облигаций. Рост стоимости капитала на порядок ведет к снижению залоговой стоимости на порядок.

Смысл капитала – получение дохода. Доход рассчитывается как произведение цены собственности на стоимость капитала. Если доход не меняется, а стоимость капитала возрастает в *n* раз, то в *n* раз падает и цена собственности.

Добавленная стоимость в конечном счете формируется за счет денег – именно при их помощи производится товарный обмен. Количество денег в экономике должно соответствовать ВВП [Тренев Макроэкономика.]

Снижение объема денег ведет к снижению объема ВВП. Это верно в том случае, когда в экономике отсутствует их избыточное количество. Снижение объема денежной массы опускает кривую спроса вниз, что в условиях не перегретой экономики оборачивается снижением ВВП. Любые шоковые воздействия также ведут к снижению ВВП [Тренев Концепция].

Деньги – средство обмена. Для осуществления обменных операций предприятия их берут в долг. Залогом являются будущие доходы. В конечном счете бу-

дущие доходы обеспечиваются стоимостью собственности. Если собственность обесценивается, то рядовые предприятия лишаются возможности привлечь дополнительные кредитные средства.

Доля заемного капитала в 30%-50%-60% – обыденное явление. И для нашего и для зарубежного бизнеса. Обесценивание собственности лишает предприятия 30%-60% средств, которые могли бы пойти на обменные операции. Соответственно глубина падения экономики может достигать 30%-60% особенно по тем отраслям, где рядовые предприятия оказываются лишены кредитных ресурсов.

Эти предположения полностью подтверждаются табл. 5 и 6.

По мнению А. Илларионова темпы падения производства в ноябре в перерасчете на годовые темпы представляют собой результаты, совершенно невиданные ранее и сравнимые только с 1991 и с 1941 годами.

В сентябре назревала очень неприятная ситуация [Тренев Н.Н. Фондовый кризис]. Шоковое подорожание капитала сделало недоступными кредиты. Если бы такая ситуация продержалась короткое время, то последствия для экономики были бы минимальны, если бы были вообще. Шоковое удорожание финансов – клиническая смерть экономики. При быстрой реанимации последствия отсутствовали.

Таблица 5

**ТЕМПЫ ПРИРОСТА ПРОМЫШЛЕННОГО
ПРОИЗВОДСТВА К ПРЕДЫДУЩЕМУ МЕСЯЦУ С
УЧЕТОМ СЕЗОННОГО И КАЛЕНДАРНОГО
ВЫРАВНИВАНИЯ¹**

Отрасли	%					
	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Кумулятивно в июле- ноябре
Промышленность всего, в т.ч.:	-0,3	-0,8	-1,9	-3,8	-6,7	-13,0
Электроэнергетика	0,4	0,2	-0,3	-1,6	-4,2	-5,5
Угольная	0,8	0,4	-1,0	-4,1	-9,8	-13,3
Черная металлургия	-1,0	-2,6	-5,8	-11,8	-23,4	-38,6
Химия и нефтехимия	-0,2	-1,8	-4,4	-8,8	-16,8	-28,8
Машиностроение	-1,1	-2,0	-3,8	-7,4	-13,0	-25,0
Лесная, деревообраба- тывающая	-0,7	-1,3	-2,0	-3,2	-5,0	-11,6
Промышленность стройматериалов	-0,9	-1,4	-2,2	-3,7	-5,8	-13,3
Легкая	-1,1	-1,8	-2,6	-3,7	-4,1	-12,6

¹ Таблицы 1 и 2 на основе данных Госкомстата взяты из открытого письма А. Илларионова в интернете.

Таблица 6

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА В НОЯБРЕ В РАСЧЕТЕ НА МЕСЯЦ И НА ГОД

Отрасли	Месячные в ноябре	Годовые исхода из темпов спада в ноябре	Годовые исхода из темпов спада в июле-ноябре
Промышленность всего, в т.ч.:	-6,7	-56,6	-28,4
Электроэнергетика	-4,2	-40,4	-12,8
Угольная	-9,8	-71,1	-29,1
Черная металлургия	-23,4	-95,9	-69,0
Химия и нефтехимия	-16,8	-88,9	-55,8
Машиностроение	-13,0	-81,3	-49,8
Лесная, деревообрабатывающая	-5,0	-45,9	-25,6
Промышленность стройматериалов	-5,8	-51,1	-28,9
Легкая	-4,1	-39,4	-27,6

Промедление же обходится дорого. Начинаются необратимые процессы, похожие на отмирание клеток мозга при кислородном голодании. Рушатся производственные цепочки, запускаются механизмы последовательных неплатежей и банкротств. Задача реанимации финансового сектора и фондового рынка получает приоритет национального масштаба.

У нас были большие объемы платежей по кредитам во втором и третьем кварталах. Сами по себе они могли затормозить развитие фондового рынка и заставить его припасть. Объемы платежей были тяжелыми, но они не были критическими для экономики.

Техническая сторона обвала фондового рынка

Техническая сторона обвала фондового рынка показана на рис. 1. Вверху приведен индикатор MACD (Moving Average Convergence Divergence – Скользящее Среднее Схождение Расхождение). Снизу – недельный график индекса РТС.

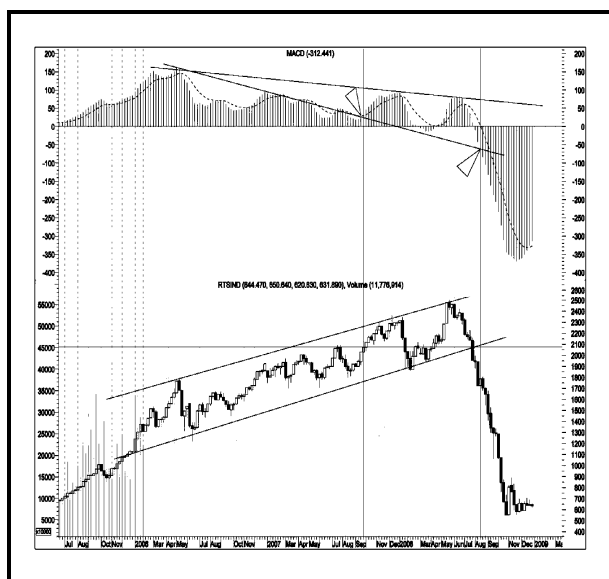


Рис. 1. Техническая сторона обвала фондового рынка

На рис. 1 с начала 2006 года по сентябрь 2007 года видна дивергенция между индикатором MACD и индексом РТС. Индекс РТС рос в своем канале, а максимумы MACD последовательно снижались. В сентябре 2007 года произошел пробой вверх линии сопротивления MACD (на рис. 1 отмечено треугольником). Для индекса РТС предыдущий максимум (июль 2007) стал уровнем поддержки.

В декабре 2007 года и июле 2008 года между индикатором MACD и индексом РТС вновь возникла дивергенция. Более того, эта дивергенция включила в себя также и начало 2006 года.

В августе 2008 года MACD пробил вниз первый уровень сопротивления, ставший затем уровнем поддержки (на рис. 1 отмечено треугольником). Затем последовал резкий обвал рынка.

Пробитие уровня поддержки индекса РТС прошло в последнюю неделю июля 2008 года, что заставляет думать о связи пробития вниз восходящего канала индекса РТС и военными действиями в Южной Осетии. При этом надо отметить, что спецслужбы США получили одобрения Конгресса США в части предоставления разведывательной информации компаниям США, если такая информация помогает их бизнесу.

Без учета военных действий можно было ожидать выхода индекса РТС в боковик, в особенности учитывая пик платежей по кредитам в августе-сентябре 2008 года.

Экономический кризис

Финансовый кризис, вовремя не излеченный, может провоцировать кризис экономический. Для экономического кризиса в РФ имеются следующие объективные основания.

Собственность в РФ распределялась во время перестройки, особенно в ранние 90-е годы, когда закон, порой, отступал, на периферию общества. Заказные убийства в тот период становились нормой. Убивали бизнесменов, политических и государственных деятелей. В результате собственность доставалась порой лицам не владеющими методами управления и пониманием экономики.

Стабилизация экономической ситуации и снижение процентной ставки [Тренев Экономические мотивы] ведут к росту стоимости капиталоемких проектов. Возрастает значимость деловой репутации, нравственности. Экономика начинает требовать реальной прибыльности активов.

Обеспечить требуемую экономикой прибыльность активов в состоянии только лица, владеющие интеллектуальным капиталом – технологиями управления. Возникает объективное противоречие: собственность распределялась по одним законам. Процветание экономики требует других принципов распределения собственности.

Противоречие решается либо за счет дестабилизации и кризиса экономики. Либо за счет перераспределения собственности. На практике кризис и ужесточение требований к нормам доходности ведет к ее удешевлению в руках непрофессионалов и удорожанию в руках профессионалов.

Экономика требует демократической революции. Перехода собственности в руки лиц, способных создавать добавленную стоимость. Революции пусть и мирной, но болезненной. Болезненность связана с жесткостью стереотипов поведения. Классы и группы лиц с жесткими

Таблица 7

ПРОИЗВОДСТВО ЭНЕРГИИ, МЛН Т.Н.Э.² 2003

Крупнейшие производители энергии	Млн т.н.э.	Доля среди крупнейших производителей
США	1 631,40	17,83%
Китай	1 380,80	15,09%
Россия	1 106,90	12,10%
Саудовская Аравия	533,70	5,83%
Индия	453,10	4,95%
Канада	385,30	4,21%
Иран	265,40	2,90%
Австралия	253,50	2,77%
Индонезия	250,00	2,73%
Соединенное Королевство	246,10	2,69%
Мексика	242,50	2,65%
Норвегия	232,20	2,55%
Нигерия	214,60	2,35%
Венесуэла	179,60	1,96%
Бразилия	171,10	1,87%
Алжир	163,30	1,78%
ОАЭ	159,20	1,74%
ЮАР	154,50	1,69%
Франция	136,00	1,49%
Германия	134,50	1,47%
Кувейт	120,70	1,32%
Казахстан	105,50	1,15%
Япония	84,60	0,92%
Аргентина	84,30	0,92%
Малайзия	83,80	0,92%
Польша	80,00	0,87%
Ливия	77,50	0,85%
Украина	75,50	0,83%
Колумбия	74,40	0,81%
Ирак	68,40	0,75%
Всего	9 149,40	100,00%

Таблица 8

ПОТРЕБЛЕНИЕ ЭНЕРГИИ, МЛН Т.Н.Э. 2003

Крупнейшие потребители энергии	Млн т.н.э.	Доля среди крупнейших потребителей
США	2 280,80	25,57%
Китай	1 409,40	15,80%
Россия	639,70	7,17%
Индия	553,40	6,20%
Япония	517,10	5,80%
Германия	347,10	3,89%
Франция	271,30	3,04%
Канада	260,60	2,92%
Соединенное Королевство	232,00	2,60%
Ю. Корея	205,30	2,30%
Бразилия	193,20	2,17%
Италия	181,00	2,03%
Индонезия	161,60	1,81%
Мексика	160,00	1,79%
Иран	136,40	1,53%
Испания	136,10	1,53%
Украина	132,60	1,49%
Саудовская Аравия	130,80	1,47%
ЮАР	118,60	1,33%
Австралия	112,60	1,26%
Норвегия	97,80	1,10%
Польша	93,70	1,05%
Таиланд	88,80	1,00%
Нидерланды	80,80	0,91%

² Миллион тонн в нефтяном эквиваленте.

стереотипами поведения испытывают трудности при структурных перестройках экономики. Трудности порой бывают очень болезненными. Так изобретение во время буржуазной революции в Англии ткацких машин вело к обнищанию ткачей, привыкших ткать вручную.

В России имеются серьезные структурные проблемы. Связанные с тем, что в отдельных отраслях народного хозяйства преобладают сотрудники пред пенсионного возраста. Их уход на пенсию приведет к потере аккумулированного опыта, приобретаемого десятилетиями, что может обернуться потерей конкурентоспособности и потерей отраслей.

Сложившаяся демографическая ситуация в отраслях обусловлена низкой нормой прибыльности. При этом ряд направлений социально значимы: образование, медицина. Другие направления важны для экономической безопасности и безопасности: наука, технологии. Третьи – для конкурентоспособности. Решение проблемы лежит только в повышении эффективности этих отраслей, в том числе и за счет перераспределения прибыли между отраслями. Распределение прибыли между отраслями могло быть нарушено в период перестройки из-за нарушения ценовых пропорций [Тренев Макроэкономика, Тренев Концепция].

Очень важны нравственные ценности, потребность в которых возникает при стабилизации экономики. И наоборот, подъем нравственных ценностей способствует экономическому росту [Тренев Н.Н. Роль этики], так как снижает транзакционные издержки. В этом аспекте проблема борьбы с коррупцией, поставленная Президентом РФ Д.А. Медведевым отвечает потребностям экономики.

Интересно проследить взаимосвязь кризиса 2008 с экономическими циклами, особенно циклами 60-лет [Тренев Н.Н. Макроэкономика]. На истории России можно проследить следующие закономерности:

- стабилизация – 1913 и 1973 годы;
- Новая экономическая политика – 1925 и 1985 годы;
- великие скачки – 1931 и 1991 годы;
- чистки – 1937 и 1997 годы;
- начало великого передела мира – 1939 год (Польша) и 1999 год (Югославия);
- нападение на сверхдержаву – 22 июня 1941 и 11 сентября 2001.

При принятии этих закономерностей 2008 и 2009 года могут быть тяжелыми, предыдущие года из 60-ти летнего цикла потрясениями отмечены не были.

Руководство страны защищает ее интересы, в том числе экономические, и проводит взвешенную политику. Все это позволяет надеяться пусть на тяжелое, но конструктивное разрешение экономического кризиса.

Российская экономика все еще в очень существенной мере зависит от экспорта ресурсов, в первую очередь нефтепродуктов, газа, металлов. В связи со снижением потребления цена на нефть резко обвалилась. Вместе с тем необходимо отметить, что бюджет подавляющей части нефтедобывающих стран становится сбалансированным при цене от 60-65 долларов за баррель. Также все время возрастает стоимость добычи нефти, так как ее приходится добывать во все более и более труднодоступных местах.

В табл. 7-12 приведены данные по производству и потреблению энергии и нефти. Исходные данные взяты из [Мир в цифрах]. Из них видно, что основных чистым потребителем энергии и нефти является США. Развивающиеся страны заменить падение спроса со стороны США пока еще не в состоянии.

Крупнейшие потребители энергии	Млн т. н.э.	Доля среди крупнейших потребителей
Турция	79,00	0,89%
Пакистан	69,30	0,78%
Аргентина	59,90	0,67%
Бельгия	59,20	0,66%
Малайзия	56,70	0,64%
Венесуэла	54,20	0,61%
Всего	8 919,00	100,00%

Таблица 9

БАЛАНС ПРОИЗВОДСТВА И ПОТРЕБЛЕНИЯ ЭНЕРГИИ, МЛН Т.Н.Э. 2003

Крупнейшие потребители энергии	Млн т. н.э.	Доля среди крупнейший потребителей энергии	Доля среди крупнейший производителей энергии
США	-649,40	-7,28%	-7,10%
Китай	-28,60	-0,32%	-0,31%
Россия	467,20	5,24%	5,11%
Индия	-100,30	-1,12%	-1,10%
Япония	-432,50	-4,85%	-4,73%
Германия	-212,60	-2,38%	-2,32%
Франция	-135,30	-1,52%	-1,48%
Канада	124,70	1,40%	1,36%
Соединенное Королевство	14,10	0,16%	0,15%
Ю. Корея	-205,30	-2,30%	-2,24%
Бразилия	-22,10	-0,25%	-0,24%
Италия	-181,00	-2,03%	-1,98%
Индонезия	88,40	0,99%	0,97%
Мексика	82,50	0,92%	0,90%
Иран	129,00	1,45%	1,41%
Испания	-136,10	-1,53%	-1,49%
Украина	-57,10	-0,64%	-0,62%
Саудовская Аравия	402,90	4,52%	4,40%
ЮАР	35,90	0,40%	0,39%
Австралия	140,90	1,58%	1,54%
Нигерия	214,60	2,41%	2,35%
Аргентина	24,40	0,27%	0,27%
Бельгия	-59,20	-0,66%	-0,65%
Малайзия	27,10	0,30%	0,30%
Венесуэла	125,40	1,41%	1,37%
Производство / потребление энергии крупнейшими потребителями и производителями		8919	9149,4

Таблица 10

ДЕСЯТЬ КРУПНЕЙШИХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ НЕФТИ

Тыс. баррелей в сутки

Крупнейшие производители нефти	Тыс. баррелей в сутки	Доля среди крупнейших производителей
Саудовская Аравия	10 584	20,99%
Россия	9 285	18,41%
США	7 241	14,36%
Иран	4 081	8,09%
Мексика	3 824	7,58%
Китай	3 490	6,92%
Норвегия	3 188	6,32%
Канада	3 085	6,12%
Венесуэла	2 980	5,91%
ОАЭ	2 667	5,29%
Всего	50 425	100%

Таблица 11

ДЕСЯТЬ КРУПНЕЙШИХ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ НЕФТИ

Тыс. баррелей в сутки

Крупнейшие потребители нефти	Тыс. баррелей в сутки	Доля среди крупнейших потребителей
США	20 527	42,23%
Китай	6 684	13,75%
Япония	5 288	10,88%
Германия	2 625	5,40%
Россия	2 574	5,30%
Индия	2 555	5,26%
Ю. Корея	2 280	4,69%
Канада	2 206	4,54%
Франция	1 975	4,06%
Мексика	1 896	3,90%
Всего	48 610	100%

Таблица 12

БАЛАНС ПРОИЗВОДСТВА И ПОТРЕБЛЕНИЯ НЕФТИ

Тыс. баррелей в сутки

Крупнейшие потребители нефти	Тыс. баррелей в сутки	Доля среди крупнейших потребителей
США	-13 286	-27,33%
Китай	-3 194	-6,57%
Россия	4 667	9,60%
Канада	879	1,81%
Мексика	1 928	3,97%
Всего	48 610	-

Кризис обычно продолжается несколько лет. Объясняется это тем, что кризис имеет структурную природу, а для проведения структурных преобразований требуется время. В результате шока под удар попали цепочки продвижения ценностей от сырья до конечного потребителя. Для восстановления пострадавших цепочек также требуется время. Существенная часть производственных фондов в России изношена. Однако это дает шанс при обновлении фондов использовать сразу новые технологии.

Государственная политика в РФ

Государственную и экономическую политику РФ можно назвать разумной и трезвой. Правительство РФ, несмотря на существенное давление, сумело сформировать и выдерживать профицитный бюджет, накопить стабилизационные фонды. Таким образом, несмотря на многочисленные возражения, в РФ проводились рекомендации лауреата Нобелевской премии по экономике Кейнса – иметь профицитный бюджет при росте и дефицитный при спаде.

Рекомендации Кейнса были даны сделаны во время Великой Депрессии. К сожалению в последнее время США отступили от второй половины рекомендации: «иметь профицитный бюджет при росте»

Профицит при росте помогает избежать перегрева и одновременно облегчает структурные перестройки экономики, столь необходимые для ее выхода из кризиса.

Политика Правительства РФ способствовала строительству на территории РФ сборочных производств, в том числе автомобильных. При этом экономически стимулировалось расширение производства внутри России, но без потери качества продукции для потребителя. Иностранные производители начинали формировать и расширять ассортимент комплектующих, производимых внутри РФ.

Говорят, что шахматы – трагедия одного темпа. Отставание от победы на два темпа – уже комедия. РФ не хватило одного темпа для формирования минимальной арены товарного обмена внутри страны. В этом случае, как минимальный круг кровообращения – сердце, легкие, мозг – был бы сформирован минимальный круг товарного обмена внутри РФ, что существенно защитило бы от внешних шоковых воздействий.

Были поставлены очень важные социальные задачи. Их стратегическое значение для экономики – формирование устойчивого внутреннего спроса. Инфраструктурные проекты снижают транзакционные издержки, что повышает норму прибыльности проектов. Рост нормы прибыльности – дополнительные рабочие места, снижение социальной нагрузки, дополнительный внутренний спрос.

Улучшилось положение внутри Академии Наук РАН. Развитие технологий и нанотехнологий поставлены как задачи национального масштаба. Знания и технологии менеджмента получили широкое распространение и стали гораздо доступнее, чем в начале перестройки.

Вместе с тем действия руководства страны также вполне доступны критике. Во время военных действий в Южной Осетии проблема PR действий российского правительства на западе не получила достаточного приоритета. В связи с этим в информационной войне РФ была выставлена в крайне негативном свете, достаточном для формирования негативного имиджа.

Также во время военных действия Центробанк РФ предпринял действия по упорядочиванию инфляции. С этой целью он увеличил нормы резервирования для банков, что снизило объем ликвидности. Совместно с недостаточной освещенностью военных действий и оттоком ликвидности это способствовало кризису ликвидности и обвальному падению фондового рынка внутри РФ. Вместе с тем панику гораздо легче предотвратить, чем остановить.

Падение фондового рынка в РФ имело под собой прежде всего панические основы. Во время паники активируются эволюционные механизмы выживания. Затрудняется работа коры головного мозга и активируется продолговатый мозг, лежащий глубоко под которой и называемый «мозг ящера» ввиду древности его формирования [Терри Бернхем]. Решения принимаются далеко за пределами поля рациональности. В результате кризиса соотношение P/E стало приблизительно равным в:

- США и Турции – 10;
- Бразилии – 5,7;
- РФ – 2-3.

Падение лежит далеко за пределами рациональности и не объясняется ни финансовым кризисом, ни очень локальными военными действиями. Геноцид мирного населения в Южной Осетии со стороны Грузинского режима лишил последнего надежды на реальную поддержку мирового сообщества и на расширение зоны конфликта.

Современный фондовый рынок в существенной мере управляется автоматическими торговыми системами. Основная часть торговых приказов отдается в электронном виде. Эти обстоятельства позволяют назвать сообщество трейдеров «электронным стадом». Большую часть времени они мирно «пасутся» на финансовых рынках. В то же время неосторожный шорох или треск сучка, пусть даже и под собственными копытами,

может стадо спугнуть. И тогда оно несется не разбирая дороги. И горе тому, кто окажется под их копытами.. В данном случае под копытами электронного стада оказались финансовый рынок и экономика России.

Социально-политический кризис

Экономический кризис решается через структурные перестройки экономики. Ввиду инертности населения структурные перестройки экономики могут провоцировать социально-политические напряженность и кризис.

Экономика в существенной части определяется нашим мировоззрением. Мировоззрение же ввиду резкого перехода от строительства коммунизма к строительству капитализма подвергается риску быть расколотым. Для одних слоев населения слово бизнесмен означает профессию, для других – похвалу, для третьих – оскорбление. Быть богатыми для одних престижно, для других – стыдно. Стыдно жить лучше, чем остальные.

Основная проблема в том, что мы достигаем поставленных целей. Люди, стыдящиеся богатства, обречены быть бедными.. А страна богата только постольку, поскольку богаты ее граждане. И нам во многом еще предстоит перейти от системы традиционных ценностей к системе демократических ценностей.

Традиционные ценности ориентированы на сохранение уклада [Тренев Стратегия]. Этими ценностями определяется почитание старших, взаимопомощь, товарищество. В рамках этих ценностей переход на новый уровень жизни является проблемой, если одновременно на этот же уровень жизни не переходит вся «деревня».

Демократические ценности приветствуют принятие решений на свой страх и риск, ответственность перед самим собой за свое благополучие, предпринимательство. В рамках демократических ценностей появляются изречения: «убелен мудростью, а не возрастом», «мудрость и старость не всегда приходят вместе». Демократические ценности ориентированы на создание добавленной стоимости и делают общество подвижным. Переход же общества в подвижную стадию может быть весьма болезненным: приходится отказываться от пережитков и шаблонов. И здесь можно вспомнить высказывание – «глупость – самая дорогая роскошь, которую себе может позволить человечество». Очень похоже высказывание одного из ректоров университета Гарварда: «Если вы считаете, что образование стоит слишком дорого, то попробуйте почем невежество».

Объективно наше общество обречено перейти к демократическим ценностям. Субъективно же – это процесс может оказаться очень болезненным.

Демографический кризис и недвижимость

Проблемы в США начались с рынка недвижимости. В то же время эта проблема была достаточно очевидна и лежала на поверхности. В 1994-1996 годах, когда я был в США в UCONN University of Connecticut, USA – государственной альтернативе университетам Гарварда и Ейля – американские университеты уже начали страдать от «ямы» демографической волны.

Бейби бум окончился. За ним последовал спад рождаемости. Прошли годы, и лица, рожденные во время спада рождаемости, стали поступать в университеты. Естественно, их оказалось меньше, чем рожденных ранее. Снижился спрос на образовательные услуги и американские университеты оказались под давлением.

Прошло еще время. Поступившие окончили университеты. Поработали на временных работах. Поездили по стране. Набрались опыта и стали получать постоянную работу. Получая постоянную работу, они стали приобретать жилье для постоянного проживания. И естественно, стали приобретать его меньше, чем приобретали до этого. Возник совершенно объективный спад спроса на постоянное жилье.

Падение спроса на жилье какое-то время можно было сдерживать формированием «инвестиционного» рынка жилья. Если бы падение рождаемости было временным, и снова был бы новый бейби бум, то американская экономика на «инвестиционном» спросе смогла бы пересидеть снижение объективного спроса на жилье.

Проблема оказалась в том, что нового бейби бума не было, и спад рождаемости оказался постоянным. И снижение спроса на жилье оказалось объективным. Это перевело «инвестиционный» рынок жилья в ряд финансовых пирамид.

Рынок жилья и развивался по законам финансовой пирамиды. Объем производных ценных бумаг на рынке жилья постоянно рос. И достиг 90% от объема рынка связанного с недвижимостью. Это означает, что объем реального залога по производным ценным бумагам опустился до 10% от их стоимости.

Столь низкая стоимость залога оборачивается тем, что снижение цен на недвижимость на 10% сводит стоимость рынка производных бумаг к нулю. А падение цен на недвижимость свыше 10% – приводит к тому, что объем обязательств рынка недвижимости начинает превышать стоимость всего залога, т.е. стоимость всей недвижимости. Это приводит к маржин коллам³ – продажам ценных бумаг ввиду недостаточности их обеспечения. Маржин коллы ведут к росту предложения и рынок обваливается.

В этом отношении падение и проблемы американского рынка были ожидаемы. Вопросы были лишь когда? И можно ли эту проблему решить не допуская обвала, например, постепенно снижая долю производных бумаг на рынке недвижимости до разумных величин.

Здесь надо отметить, что рынок ипотечного кредитования в РФ находился еще в зачаточном состоянии. И основная задача была – не допустить паники, для которой и не было иных достаточных оснований, кроме самой паники, уже возникшей.

Финансовый кризис в США

Для финансового кризиса в США были и другие экономические причины. В течение длительного времени рост индекса Доу Джонс обгонял рост прибыльности американских предприятий, а рост прибыльности американских предприятий обгонял рост ВВП США [Терри Бернхем].

Американская экономика инновационная. Существенную долю ВВП США составляют информационные продукты. Технологичность предприятий приводит к тому, что существенную часть в стоимости предприятий начинают играть будущие доходы. Ожидание бу-

дущих прибылей поднимают цены. Порой «инвесторы» теряют почву под ногами, как это было при оценке интернет компаний. Часть интернет компаний действительно были хорошими компаниями, но продавались по завышенной цене. Отставание от ожидаемых темпов развития легко могло обвалить котировки.

Индекс Доу Джонс существенно обогнал ВВП США – соответственно индекс обречен был отстояться, чтобы ликвидировать перекокс.

Существенная часть мирового потребления приходится на США. В этом смысле США играют роль площадки для мирового товарного обмена. Проблемы экономики США оборачиваются снижением мирового спроса, что негативно влияет на экономики многих стран.

Доллар как средство обмена

Доллар – средство обмена для:

- экономики США;
- мировой экономики.

Также доллар в долларах номинированы обязательства Правительства США.

Экономика США – гибка и хорошо диверсифицирована. Это обеспечивает ее устойчивость при различных колебаниях мировой конъюнктуры. Также в экономике США присутствуют огромные производственные мощности, которые могут быть задействованы при дополнительном спросе. Такой спрос может быть сформирован при ослаблении доллара по отношению к другим валютам. ВВП продукт США насыщен информацией, технологиями, интеллектуальными know-how. Все это обуславливает устойчивость экономики США. В этом аспекте доллару сопоставляется ВВП США.

Устойчивость экономики США формирует спрос на доллары как на резервную валюту. В любой момент доллары могут быть обеспечены товарной массой, производимой в США. Это привело к тому, что доллар начал играть роль платежного средства в мировой экономике. В этом аспекте доллару сопоставляется мировой ВВП.

Обязательства Правительства США со временем могут быть предъявлены к выкупу, т.е. обмену на доллары США. Соответственно объему денежной массы в США сопоставляется объем обязательств Правительства США.

Мы пришли к выводу, что доллар одновременно соответствует ВВП США, мировому ВВП, объему обязательств Правительства США. И все эти три сопоставления вовсе не обязательно должны приводить к одинаковым объемам денежной массы США. Кризис ликвидности в США обнажил внутреннее противоречие между долларом как:

- средством обмена в США;
- средством обмена в мировой экономике;
- валютой, в которых номинированы обязательства Правительства США.

Если долларов окажется слишком много, то обесценятся обязательства Правительства США. Пострадают как кредиторы, так и деловая репутация Правительства. Если долларов окажется слишком мало – страдает мировая экономика, так как объема долларов окажется недостаточно для мирового товарного обмена.

Добавочная стоимость и кризис перепроизводства

Капиталистический процесс отчуждения производителей от добавленной стоимости ведет к тому, что на-

³ Маржин колл (margin call) – требование (брокера) клиенту, использующему заемными ресурсы. Требование заключается либо в увеличении объема залога, либо в продаже части активов. Если требование не выполняется брокер имеет право и распродает активы клиента в принудительном режиме. При выдаче кредита залог или его часть переходят в пользу кредитующей организации.

растает разница между объемом платежеспособного спроса и объемом предложения товарной массы.

Объем предложения товарной массы включает в себя добавленную стоимость. В то же время добавленная стоимость отсутствует в объеме спроса – добавленная стоимость изымается капиталистом: рабочие и служащие ее не получают.

Со временем разница между объемами спроса и предложения достигает критической величины, и объем предложения начинает сокращаться, чтобы соответствовать объему спроса. Возникает кризис.

Противоречие решается путем демократической революции. Акции – акционерный капитал – становится доступным населению. Большею частью за счет пенсионных фондов, имеющих в своем портфеле акции. Таким образом, добавленная стоимость распределяется среди населения, поддерживая платежеспособный спрос.

Выход рынка в РФ на низкую доходность

В 2007 году рынок фондовый рынок США приблизился по своим показателям к фондовым рынкам развитых стран. Не в смысле его объема – он все еще сильно отставал от объема ВВП РФ. А в смысле соотношения P/E, а также в смысле стоимости активов. Так цена электрогенерации лишь раза в два отставала от цены генерации в западноевропейских странах. Например, кВт генерирующей мощности в Европе стоил порядка 1500 долларов, а у нас его стоимость достигала 700 долларов. При том, что либерализация российского рынка электроэнергии должна была занять 5-10 лет. Это соответствовало среднегодовой доходности в 10-20% на рынке дочек РАО ЕЭС.

Среднегодовая, практически гарантированная доходность в 10-20% хорошая вещь. Это позволяло в некоторой степени рассматривать акции дочек РАО ЕЭС как некоторый аналог облигаций или привилегированных акций в американском понимании смысла этого слова.

В то же время рынок длинных облигаций подвержен сильным колебаниям, которые возникают при изменении процентных ставок. Рост процентных ставок – рост требуемой доходности собственного капитала – мог привести к падению дочек РАО ЕЭС на 30-50%.

В то же время для инвесторов, ориентированных на длительный срок и предпочитающих надежную доходность в длительной перспективе дочки РАО ЕЭС могли быть интересными. Особенно, если длинные позиции по дочкам дополнялись торговыми операциями. Что и было рекомендовано как одна из стратегий – длинные позиции, с акцентом на торговые операции. Торговые операции вполне могли компенсировать низкую доходность долгого нахождения в позиции.

Финансовый кризис и игровые правила построения финансовой системы

Финансовый кризис обнаружил структурное противоречие современного общества, построенного на игровом управлении [Тренев Стратегия]. В рамках игрового управления мы стремимся переиграть партнера, получив более выгодные условия контракта. Состязательность и конкуренция обеспечивают такому обществу динамичность и предприимчивость. Обратная сторона игрового управления – проблемы с формированием команд: конкуренция и стремление переиграть не способствуют сплоченности.

Более перспективной является идеология открытого управления. В рамках этой идеологии мы оказываемся способны обсуждать с партнерами не только свои достоинства, но и недостатки. Это позволяет наиболее полно выявить и использовать имеющийся у всех потенциал. Одновременно идеология открытого управления требует отказа от желания переиграть партнера и заключить более выгодный контракт за его счет.

Идеология открытого управления объективно востребована обществом, однако ее распространения встречает серьезные проблемы. В основном проблемы связаны с недостаточной проработкой и распространенностью в жизни механизмов общественного выбора.

Идеология игрового управления приводит к тому, что менеджеры стимулируются за объявленные и признанные обществом прибыли. Естественные искушения менеджеров Перенести:

- убытки в будущее время;
- прибыли в настоящее время.

Достигается это разными и многочисленными методами. Начиная от более агрессивных методов бухгалтерского учета и заканчивая прямым мошенничеством. Определить истину становится сложно порой и для первоклассных специалистов. В то же время понимание многих подводных камней позволяет искусственным инвесторам хорошо зарабатывать.

Возможности

Резкое снижение стоимости собственности предоставляет огромные возможности для тех компаний, которые сумеют выжить и устоять во время кризиса. Основной фактор риска – снижение залоговой стоимости и трудности перекредитования. Предприятия может пострадать и не по своей вине, а просто попасть в цепочку неплатежей своих партнеров.

В то же время четкое понимание потенциала компании и формирование на этой основе приоритетов позволяет грамотно распределять материально-финансовые средства даже в условиях их сильного дефицита. Возможно, придется реструктурировать портфель проектов.

Реструктуризация портфеля проектов с одной стороны сопровождается неизбежными потерями, ввиду закрытия ряда проектов с целью экономии средств. С другой стороны появившиеся возможности при оформлении их виде проектов и включении в портфель могут спасти потенциал его роста.

Полезно отметить, что имеются стержневые, системообразующие предприятия и отрасли. В любом случае стране нужны Газпром и Сбербанк, нужны нефтедобывающие и перерабатывающие отрасли, нужны телекоммуникации, транспорт, обслуживание, энергетика, медицинская и оборонная промышленность. Нужны градообразующие предприятия. При любом раскладе в экономике должны быть очаги стабильности – без них немисливо существование целостности государства. Ориентация компаний на такие предприятия позволит иметь стабильных заказчиков даже в условиях кризиса. Каждая стадия экономического цикла предоставляет возможности для своей группы отраслей и предприятий. И важно этими возможностями воспользоваться. Ослабление и гибель одних предприятий дает возможности и пространство для развития других.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ситуация в РФ достаточно сложная. Существенная роль в падении фондового рынка сыграла паника для избежания которой можно было бы принять превентивные меры.

При проведении военных операций в Южной Осетии следовало как задачу государственной важности с первых минут операции поставить задачу грамотного PR действий РФ за Западе. Также в это время не следовало Центробанку увеличивать требования по резервам с целью снижения инфляции.

Паника и кризис ликвидности привели к резкому увеличению стоимости капитала и, как следствие, к резкому снижению стоимости ценных бумаг – акций и облигаций, что запустило механизм залогового кризиса. В залоговом кризисе в результате резкого снижения залогового обеспечения заемщик попадает по действие маржин коллов – стоимость залога перестает покрывать стоимость взятых кредитов.

Одновременно имеются объективные, структурные предпосылки кризиса, связанные с тем, что не все задачи перехода к развитой экономике еще решены. Финансовый кризис обострил эти проблемы, которые в любом случае необходимо решать.

Правительство РФ согласно рекомендации лауреата Нобелевской Премии Кейнса, разработанной во время Великой Депрессии для Правительства США, поддерживает профицитный бюджет при росте и дефицитный при кризисе, защищает государственные и экономические интересы России.

В то же время имеются хорошие шансы решить имеющиеся объективные противоречия и использовать предоставляемые кризисом возможности.

Тренев Николай Николаевич

Литература

1. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Бук, 2007. 1340 с.
2. Мир в цифрах 2007. Карманный справочник. М.: ЗАО ОЛИМП-БИЗНЕС, 2007. 246 с.
3. Терри Бернхем. Подлые рынки и мозг ящера. М.: ЭКСМО, 2008. – 398 с.
4. Тренев Н.Н. Концепция системы стратегических резервов в экономике России. Сборник научных трудов. Приложение к журналу Аудит и финансовый анализ. №2. 2004. С. 153-243.
5. Тренев Н.Н. Макроэкономика. Современный взгляд М.: ПРИОР, 2001. 352 с.
6. Тренев Н.Н. Роль этики в управлении бизнесом Аудит и финансовый анализ. Приложение. Сборник научных трудов. 2005. 4. С. 278-284.
7. Тренев Н.Н. Стратегическое управление. М.: ПРИОР, 2000. 288 с.
8. Тренев Н.Н. Управление финансами. М.: Финансы и статистика, 1999. 496 с.
9. Тренев Н.Н. Фондовый кризис. Что делать. http://www.finam.ru/analysis/newsitem33195/default.asp#_reviewlist 19.09.2008 16:39
10. Тренев Н.Н. Экономические мотивы политических раскладов. Аудит и финансовый анализ. 2008, №1. С. 456-460.

Ключевые слова

Финансовый кризис, экономический кризис, P/E, стоимость капитала, акции.

РЕЦЕНЗИЯ

Углубляющийся мировой финансово-экономический кризис ударил и по экономике РФ, существенным образом встроенной в глобальное мирохозяйственное пространство. Исследование причин и движущих сил кризиса – актуальная проблема, которой и посвящена статья автора.

Кризис имеет финансовые, экономические и социально-политические аспекты, которые между собой тесно переплетены. Исследование и понимание этих взаимосвязей позволяет автору раскрыть причины и движущие силы кризиса, проанализировать взаимосвязи между мировым кризисом и кризисом в России.

Показано, что финансовый кризис выявил структурное противоречие современного общества, построенного на игровом управлении, в рамках которого игроки стремятся переиграть партнеров, получив более выгод-

ные условия контракта. Состязательность и конкуренция обеспечивают такому обществу динамичность и предприимчивость. Обратная сторона игрового управления – проблемы с формированием команд: конкуренция и стремление переиграть не способствуют сплоченности.

Интерес представляет авторская позиция о необходимости перехода собственности в руки лиц, способных создавать добавленную стоимость.

В статье присутствуют элементы научной новизны и практической значимости. Рекомендую её к публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Бендигов М.А., д.э.н., в.н.с., Учреждения Российской академии наук Центральный экономико-математический институт

10.11. CRISIS 2008

N.N. Trenev, the Doctor of Sciences (Economic), the Leading Scientific Employee of Institute of Problems of Management of the Russian Academy of Sciences, the Chief of the Analytical Centre of Investitsionno-Consulting Group ROEL CONSULTING

In article the reasons and motive forces of crisis of 2008 to Russia and the USA are analyzed. Are considered the financial, economic and sociopolitical nature of crisis.

Literature

1. A. Damodaran. An investment estimation. Tools and methods of an estimation of any actives. M: Alpina Business the Beech, 2007. 1340 p.
2. The world in figures 2007. The pocket directory. M: Joint-Stock Company the OLYMPUS-BUSINESS, 2003. 246 p.
3. T Berhem. The mean markets and a brain of a pangolin. M: ECSMO, 2008. – 398 p.
4. N.N. Trenev. Concept of system of strategic reserves in economy of Russia. The collection of proceedings. The appendix to magazine Audit and the financial analysis. №2. 2004. 153-243 p.
5. N.N. Trenev. Macroeconomic. Modern sight M: PRIOR, 2001. 352 p.
6. N.N. Trenev. Role of ethics in a business management Audit and the financial analysis. The appendix. The collection of proceedings. 2005. 4. 278-284 p.
7. N.N. Trenev. Strategic management. M: ПРИОР, 2000. 288 p.
8. N.N. Trenev. management the finance. M: the Finance and statistics, 1999. 496 p.
9. N.N. Trenev. Stock market. What to do. http://www.finam.ru/analysis/newsitem33195/default.asp#_reviewlist 19.09.2008 16:39
10. N.N. Trenev. Economic motives political раскладов. Audit and the financial analysis. 2008, №1. 456-460 p.

Keywords

Financial crisis, economic crisis, P/E, cost of the capital, the action.