

Е.Г. Мельникова, Банк России, г. Москва

ФОРМИРОВАНИЕ ЦЕНОВЫХ “ПУЗЫРЕЙ” НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Ценообразование на фондовом рынке зависит от большого набора факторов, среди которых наиболее значимым является денежное предложение. Увеличение денежного предложения и удешевление стоимости заемных ресурсов стимулирует приток ликвидных средств на фондовый рынок и рост цен активов.

В России привлеченные по низким ставкам финансовые средства часто не достигают реального сектора экономики, а используются для спекуляций на рынках финансовых и нефинансовых активов. В этих условиях государственная политика “дешевых денег” и расширения доступности кредитов для заемщиков становится спусковым механизмом к формированию, так называемых, “пузырей” цен на активы. Ценовые “пузыри” возникают вследствие переоценки инвесторами прибыльности вложений в отдельные виды рыночных активов и существенного завышения их цен относительно справедливой стоимости, обусловленного спекулятивной игрой на повышение котировок. За ценовым бумом следует стремительный обвал котировок. Ценовые “пузыри” возникают вследствие переоценки инвесторами прибыльности вложений в отдельные виды рыночных активов и существенного завышения их цен относительно справедливой стоимости, обусловленного спекулятивной игрой на повышение котировок. Дисбаланс возникает, когда темпы роста капитализации биржевого рынка значительно превышают темпы роста денежной массы в экономике.

На взаимосвязи между объемом денежной ликвидности и капитализацией рынка акций построен один из методов выявления “пузыря” на фондовом рынке – “индекс пузыря”. “Индекс мыльного пузыря” (*bubble metric index*), разработанный компанией “Тройка Диалог”, позволяет оценить степень перегрева/недооцененности фондового рынка, представляет собой соотношение между капитализацией российского рынка акций (МСАР) и агрегатом широкой денежной массы $M2X$:

$$BMI (\%) = \frac{МСАР - M2X}{M2X} \cdot 100.$$

Авторы индекса считают, что когда превышение капитализацией рынка акций показателя денежной массы достигает 50 %, коррекция на рынке акций становится неизбежной". С 2006 г. по первую половину 2008 г. российский рынок акций находился в состоянии сильнейшего перегрева, значения "индекса пузыря" варьировались от 109 до 159 %. После падения во второй половине 2008 г. с февраля 2009 г. рост индекса возобновился (за год он увеличился на 52 процентных пункта – до 18 %). Хотя данное значение индекса формально свидетельствует об отсутствии "пузыря" на российском рынке акций, темпы его роста сигнализируют об угрозе раздувания нового "пузыря".

Проблематика "пузыря" тесно связана с задачей поддержания финансовой стабильности финансового сектора и экономики в целом, поскольку разрыв "пузыря" чреват для них крайне тяжелыми последствиями. Своевременное диагностирование "пузыря" позволяет оперативно принять ограничительные и стабилизационные меры со стороны денежных властей и других государственных органов.

Принимая решение об изменении процентной ставки с целью ограничения роста "пузыря" цен на активы или его разрушения, центральный банк должен учитывать, как это отразится на состоянии экономики. Его действия не должны вызвать существенного отклонения макроэкономических показателей (инфляции и выпуска), являющихся таргетируемыми показателями при реализации денежно-кредитной политики, от их целевых уровней, то есть нанести больший ущерб экономике, чем последствия самостоятельного разрыва "пузыря".

Ключевым условием противостояния "пузырям" также является уверенность центрального банка в адекватности роста цен на активы, что в реальности определить на начальном этапе формирования "пузыря" весьма трудно. Поэтому денежным властям до сих пор не удается выработать единый подход к реагированию на "пузыри". Среди зарубежных экономистов существуют как противники, так и приверженцы идеи системного воздействия центральных банков на аномальные изменения цен активов.

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России на среднесрочную перспективу является последовательное снижение инфляции при управлении валютным курсом и осуществлении процентной политики для поддержания устойчивости денежно-кредитной сферы. Банк России не применяет инструменты процентной политики для таргетирования цен на активы. Тем не менее, изменяя ставку рефинансирования, Банк России опосредованно, через

изменение объема денежной массы и стоимости заемных ресурсов, влияет на цены активов.

В большинстве стран, в том числе и в России, прямое вмешательство денежных властей и регулирующих органов осуществляется не на стадии роста “пузыря”, а лишь после того, как он лопнул, и возникла необходимость ликвидации последствий от его разрыва (минимизации ущерба, нанесенного финансовому сектору и экономике). С целью стабилизации ситуации на фондовом рынке регуляторы используют традиционный набор ограничительных и стабилизационных мер, неоднократно доказывавших свою эффективность (в том числе ослабление денежно-кредитной политики центрального банка). Эти меры успешно применялись и в ходе глобального финансового кризиса 2007-2009 годов. Они позволили довольно быстро остановить обвальное падение котировок на зарубежных и российском фондовых рынках и инициировать процесс восстановления финансового сектора и экономики в целом.

Мельникова, Е.Г. Формирование ценовых “пузырей” на российском фондовом рынке [Текст] / Е.Г. Мельникова // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: зб. тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції (27-28 травня 2010 р.): у 2 т. – Суми: УАБС НБУ, 2010. – Т. 1. – С. 24-26.