

Глава 5 Процессы интернационализации и фондовые рынки

5.1 Интернационализация рынков капитала

Одной из закономерностей экономического развития является интернационализация хозяйственной жизни - все большая вовлеченность национальных экономических субъектов в хозяйственные отношения с зарубежными партнерами. Интернационализация приводит к созданию всемирного хозяйства, а в финансовой сфере - глобального или мирового финансового рынка.

Сфера международных экономических отношений имеет особые формы и закономерности развития, связанные с различием политических и экономических систем, наличием различных валют, различным уровнем экономического развития и т.п.

Теория и практика свидетельствуют об очевидных выгодах, которые несет с собой интеграция рынков капитала. Страна, испытывающая временные трудности в связи с экономическим кризисом или стихийным бедствием, может получить займы за рубежом. Развивающиеся страны, не обладающие достаточными инвестиционными ресурсами, привлекая иностранные капиталы, осуществляют инвестиции без чрезмерного ограничения потребления. Инвесторы, приобретая активы разных стран, имеют возможность снизить ценовые риски. На глобальном уровне международный рынок капиталов позволяет направить сбережения для наиболее эффективного использования.

В начале 70-х в Норвегии соотношение между импортом капитала и ВВП составляло 14% (большая часть пришлась на инвестиции в разработку месторождений нефти Северного моря). В Португалии в начале 1980-х годов объем иностранных инвестиций, направляемых на модернизацию, равнялся 17% ВВП. В Польше в 1998-99 гг. аналогичная цифра составила 6%.¹ Во всех трех

¹ Obstfeld M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? NBER Working Paper 6559. Cambridge, Mas., May, 1998, p.3.

случаях приток капитала содействовал экономическому росту и повышению эффективности общественного производства.

Вместе с тем, интеграция рынков капитала может оказать и негативное воздействие на национальную экономику. Глобализация финансовых рынков привела к заметному росту их волатильности, усилила эффект распространения финансовых потрясений на мировых рынках. Особенно это касается развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

Многое связано просто с масштабами рынков. Как было показано в главе 2, более 90% финансовых активов приходится на развитые страны. Для США приход, либо уход с их рынка 30-50 млрд. долл. будет мало заметен. А для России или Индии это может иметь колоссальные последствия.

Процессы интернационализации характеризуются цикличностью. Так, в прошлом максимальный уровень интернационализации был достигнут к началу Первой мировой войны. Затем в течение длительного отрезка времени, связанного с мировыми войнами, ростом протекционизма в период между ними, степень интернационализации мировой экономики заметно снизилась. Начиная с 60-х наблюдается новый этап в развитии интернационализации хозяйственной жизни. В 90-е годы происходит ее заметная активизация.

Историю мирового хозяйства и мировой валютно-финансовой системы в XX в. можно разбить на четыре периода: 1) с конца XIX в. до Первой мировой войны; 2) период между двумя мировыми войнами; 3) период существования бреттон-вудской валютной системы (с 1945 по 1971 гг.) и 4) с начала 70-х годов по настоящее время.

Первый период - господство классического “золотого стандарта” - характеризовался стабильными валютными курсами, ростом мировой торговли и экспорта капитала.

Перед Первой мировой войной экспорт капитала, измеряемый величиной сальдо текущего платежного баланса по отношению к национальному доходу, составлял в ведущих странах 4-5%. Величина зарубежных активов

(капиталовложений) по отношению к ВВП увеличилась с 7% в 1870 г. до 20% в 1914 г. В связи с интеграцией рынков капитала различия в уровнях процентных ставок в разных странах стали минимальны.¹

Мировая война потрясла до основания мировое хозяйство. После некоторой стабилизации в 20-х годах в 1929 г. разразился мировой экономический кризис, характеризовавшийся практически повсеместным переходом стран к автаркии и ростом протекционизма - возведением барьеров на пути движения товаров, услуг и капиталов. В 20 – 30-е годы международные потоки капитала сократились и к концу 30-х достигали лишь 2% национального дохода. Зарубежные активы снизились до 8% ВВП в 1930 г. и 5% в 1945 г. Дисперсия процентных ставок выросла примерно в два раза.

В третий период предпринимается успешная попытка восстановить международные хозяйственные связи, устранить барьеры на пути движения товаров. Тем не менее, валютные курсы остаются фиксированными, как и предусматривалось Бреттон-вудскими соглашениями, и остаются в силе ограничения на перемещение капиталов. За 1945-1960 гг. реальные объемы экспорта капитала при абсолютном росте снизились еще больше - до 1% национального дохода.

Четвертый период - эпоха плавающих валютных курсов. Введение плавающих курсов способствовало интеграции рынков капитала, поскольку сопровождалось практически полной отменой контроля над перемещением капиталов. Именно в этот период наблюдается небывалый рост интенсивности финансовых потоков, прерываемый отдельными событиями, типа долгового кризиса начала 80-х или кризиса на формирующихся рынках 1997-98 гг.

Стабилизация и реинтеграция мировых рынков капитала привела к тому, что дисперсия процентных ставок в разных странах в 90-е годы снова сопоставима с периодом до Первой мировой войны.²

¹ Obstfeld M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? NBER Working Paper 6559. Cambridge, Mas., May, 1998, p.4-5.

² Basu S., Taylor A. Business Cycles in International Historical Perspective. NBER Working Paper 7090. Cambridge, Mas., April, 1999, p.2-3. Любопытно, что при этом в чем-то даже в конце 90-х не достигнут уровень

Наибольшей интенсивности финансовые потоки достигают в 90-е годы. В это десятилетие темпы роста заимствований на международных рынках капитала составляли от 20 до 50% в год, в то время как темпы роста ВВП и экспорта в текущих ценах равнялись примерно 5-8%.

За 1995 г. мировой экспорт товаров и услуг составил 6,1 трлн. долл., в то время как ежедневный оборот валютного рынка равнялся 1,2 трлн.долл. Если эти цифры привести к одному базису, то окажется, что оборот валютного рынка в 50 раз превосходил ежедневный экспорт товаров и услуг - почти трехкратный рост по сравнению с 1985 г.¹ А в 1998 г. ежедневный оборот валютного рынка достигал уже 1,5 трлн. долл.²

По данным Euroclear и Cedel (об этих организациях см. ниже) общий оборот торговли долговыми и долевыми ценными бумагами, прошедший через эти организации (а это практически вся международная торговля ценными бумагами, по крайней мере по ценным бумагам развитых рынков) за 1995 г. составил 34,5 трлн.долл., в 1996 г. - 45 трлн.долл., а в 1998 г. примерно 60 трлн. (оценка, в т.ч. Евроклар 45).³

Наиболее красноречиво о росте интернационализации фондовых рынков говорит таблица 5.1, содержащая данные о соотношении международных операций с акциями и облигациями с ВВП той или иной страны. Если еще в 1975 г. это соотношение составляло от 1 до 5%, то к 1997 г. оно увеличилось до 100-700%. Причем, как свидетельствуют цифры, этот процесс протекал в данный период безостановочно, без сколько-нибудь существенных откатов назад.

Таблица 5.1

интернационализации начала века. Так, доля внешней торговли в экономике Японии тогда была выше, чем сейчас. Прямые зарубежные инвестиции в промышленно-развитых странах составляют 5-6% от объема внутренних инвестиций, в то время как в начале века у Великобритании прямые иностранные инвестиции были равны внутренним (BIS 68th Annual Report. Basle, 1998, p.31). А средний уровень сальдо текущего платежного баланса не достиг уровня периода перед Первой мировой войной.

¹ Данные Банка Международных расчетов. Цит. по: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.188.

² Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998. BIS, 1999, p.2 (<http://www.bis.org>).
. В 1999 г. в связи с введением евро оборот валютного рынка заметно сократился.

³ The Financial Times 25.III.97, а также база данных в Интернет Euroclear и Cedel (<http://www.euroclear.com/>, <http://www.cedelinternational.com/>).

Международные операции с акциями и облигациями
в процентах от ВВП*

	1975	1980	1985	1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998
США	4	9	35	89	129	131	135	160	213	230
Япония	2	8	62	119	78	60	65	79	96	91
Германия	5	7	33	57	170	158	172	199	253	334
Франция		5	21	54	187	197	187	258	313	415
Италия	1	1	4	27	192	207	253	470	672	640
Канада	3	9	27	65	153	208	189	251	358	331

* Валовые покупки ценных бумаг между резидентами и нерезидентами

Источник: Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p.100; Bank for International Settlements - 69th Annual Report. Basle, 1999, p.118.

Все чаще фирмы прибегают к иностранным рынкам для размещения своих акций. За 1990-1999 гг. зарубежные эмиссии акций фирм промышленно-развитых стран выросли в 24 раз: с 7,4 млрд. долл. до 179 млрд. долл. (по всем странам 214 млрд.).¹ За тот же период (1990-1999) задолженность по международным долговым ценным бумагам (бумагам, специально размещаемым на зарубежных рынках) выросла примерно в 3,25 раза, с 1,6 до 5,2 трлн. долл. (см. также табл. 5.7).

Как было установлено в главе 2, примерно 2/3 мировой задолженности по долговым ценным бумагам приходится на государство. За 1983-1997 гг. доля нерезидентов на рынке государственного долга промышленно-развитых стран повысилась в среднем более чем вдвое и достигает в большинстве стран 20-40% (см. табл. 5.2). Учитывая, что в развитых странах на долю внутренних (domestic) ценных бумаг, выпущенных государством, приходится 96% всей задолженности по государственным ценным бумагам, данные таблицы 5.2 говорят о том, что размывается грань между внутренними (domestic) и международными (international) ценными бумагами, как и грань между внутренним и внешним долгом.

Таблица 5.2

¹ Подсчитано по: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998 p.188; BIS Quarterly Review. Feb. 2000, p.21.

Доля нерезидентов на рынке государственного долга
(в процентах от общего государственного долга)

	США	Япония	Германия	Италия	Англия	Канада	Бельгия
1983	14,9	..	14,1	10,7	13,2
1985	15,2	3,7	16,3	..	7,0	12,4	13,9
1990	20,1	4,4	20,9	4,4	14,7	17,4	19,3
1995	28,3	4,3	28,2	13,2	18,8	23,3	21,5
1997	40,1	..	25,3	23,1	21,9
1998	36,4		26,4				

Источник: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.190; International Financial Statistics Yearbook 1999; Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990-1998. Special Statistical Publication 4, Frankfurt/M, July, 1999, p.87.

Еще большая доля задолженности по государственным ценным бумагам приходится на зарубежных инвесторов в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, что, впрочем, естественно, учитывая что эти государства являются нетто-импортерами капитала. Так, в 1998 г. от четверти до трети задолженности по внутренним рублевым долговым обязательствам Российской Федерации (ГКО-ОФЗ) приходилось на нерезидентов. При этом ценные бумаги в иностранной валюте (ОВВЗ и еврооблигации) составлявшие более 20% всей государственной задолженности по ценным бумагам (без учета переоформленной в специальные бумаги задолженности бывшего СССР), преимущественно принадлежали иностранцам (еврооблигации практически полностью, ОВВЗ в значительной мере).

Интернационализация фондовых рынков проявляется также и в том, что одними и теми же инструментами все шире торгуют на разных рынках. Как отмечалось в главе 4, все больше эмитентов получают листинг на зарубежных, помимо национальных, биржах (см. табл. 5.3). Это означает, что акции крупнейших эмитентов могут продаваться одновременно в Нью-Йорке, Лондоне, Франкфурте, Токио и т.п.¹

¹ Самой интернациональной фондовой биржей мира остается Лондонская фондовая биржа. В конце 90-х гг. здесь имели листинг примерно 2400 эмитентов акций, из которых около 500 - иностранные. Доля иностранных акций в общем обороте торговли акциями на этой бирже в 90-е годы составляла примерно 40%. Известно, что оборот торговли акциями многих континентальных эмитентов (из Бельгии, Швеции, Нидерландов, Голландии) на ЛФБ больше, чем этими же акциями на национальных фондовых биржах.

То же самое наблюдается на рынке деривативов. Фьючерсными контрактами на германские государственные облигации (bund-future) торгуют одновременно и в Лондоне на LIFFE, и в Германии на Eurex (бывшая DTB).¹ В Сингапуре на SIMEX (с 2000 г. на Сингапурской бирже) продавали фьючерсные контракты на японский фондовый индекс Никкей 225, как и на Осацкой фондовой бирже. На американской деривативной бирже CME торгуют контрактами не только на основные валюты, но и валюты развивающихся стран, включая бразильский реал, мексиканское песо, южноафриканский ранд, российский рубль, малайзийский рингит, тайландский бат и индонезийскую рупию.

Кроме того, как отмечалось в главе 4, между биржами устанавливаются формальные отношения кооперации. Первый совместный проект связал SIMEX и CME еще в сентябре 1984 г. По этому проекту на двух биржах появился общий контракт - на евродоллары. Как открыть, так и закрыть позицию можно на обеих биржах. В настоящее время подобные связи стали широко распространены. Самый грандиозный проект - это создание общеевропейской деривативной биржи на базе Eurex. Осью будущей биржи образовали две деривативные биржи - немецкая DTB и швейцарская Soffex, создав Eurex. К Eurex должны присоединиться французские деривативные биржи (проект Euro Alliance). Достигнута договоренность о связи Eurex с американской CBOТ (Чикагской торговой палатой). См. главу 4.

В марте 2000 г., как отмечалось в главе 4, произошло слияние Парижской, Амстердамской и Брюссельской бирж с образованием межнациональной биржи Euronext. В мае произошло объединение Лондонской фондовой биржи и Немецкой биржи (новая биржа iX). Уже очевидно, что в будущем к этим

На Франкфуртской фондовой бирже количество иностранных эмитентов акций достигает почти 2000 (но оборот иностранных акций на порядок ниже Лондона).

¹ Фьючерсный контракт на долгосрочные облигации германского правительства сначала появился в Лондоне и лишь потом во Франкфурте. Многие годы оборот LIFFE по этому инструменту значительно превышал оборот на DTB. Однако в конце 90-х годов Франкфурт смог перетянуть практически полностью к себе торговлю фьючерсами на бунды (bunds).

группам присоединятся и другие европейские биржи. В мае между англо-немецкой iX и американской НАСДАК подписано соглашение о создании совместной торговой системы для акций молодых, инновационных компаний.

Появление новых систем связи и Интернет вообще ломает барьеры между национальными рынками. Так, имея счет в брокерской фирме в США, можно покупать и продавать акции, имеющие листинг на НФБ или в системе НАСДАК, из любой страны мира непосредственно на НФБ или в НАСДАК (через интегрированные в них “частные торговые системы” (см. главу 4): нужен лишь компьютер и подключение к всемирной сети.

Тем не менее, процесс интернационализации фондовых рынков еще только набирает обороты. Банки и прочие финансовые институты только недавно начали отзываться на веяния времени и поворачиваться в сторону зарубежных рынков. Их портфели еще далеки от оптимальных. Современная теория управления портфелем (portfolio theory) гласит, что оптимально-диверсифицированный портфель должен быть составлен таким образом, чтобы доля бумаг одной страны соответствовала доле этой страны в совокупных активах (обычно для упрощения используют показатель доли страны в мировой капитализации). Доля иностранных активов в портфелях институциональных инвесторов развитых стран (а это, как мы отмечали (см. главу 3) в большинстве стран основная группа инвесторов) составляла в конце 90-х годов только 20% (см. также приложение 9).

В 1991 г. Кеннет Френч и Джеймс Потерба опубликовали данные, согласно которым в конце 80-х годов доля иностранных акций в совокупном портфеле акций инвесторов США составляла 6%, инвесторов Японии - 2%, инвесторов из Европы - 1% (не включая европейских эмитентов).¹ И хотя в 90-е годы эта доля выросла, она остается очень низкой. Т.е. имеются огромные возможности дальнейшего роста иностранных инвестиций в акции.

¹ French K. R., Poterba J. M. Investor Diversification and International Equity Markets. // American Economic Review, Papers and Proceedings, May 1991, p. 222-26. Правда, как мы показали в главе 1, в послевоенный период доходность американских акций была выше, чем иностранных, при более низкой волатильности. Так что с этой точки зрения поведение американских инвесторов вполне рационально.

Выше отмечался интернациональный характер Лондонской фондовой биржи, в обороте которой (по акциям) доля иностранных эмитентов в 90-е годы составляла 40%. Однако ЛФБ скорее исключение, чем правило. На других биржах оборот торговли акциями иностранных эмитентов незначителен. Торговля акциями, в отличие от облигаций, осуществляется в основном на национальных биржах.

4.2 Экспорт капитала и фондовый рынок

Одной из важнейших форм международных экономических отношений является экспорт/импорт капитала. Международная торговля ценными бумагами, учитываемая национальными статистическими органами в рамках статистики платежного баланса, полностью включается именно в баланс движения капиталов. Иными словами, экспорт капитала связан в основном (хотя и не полностью) именно с фондовым рынком.

Международная статистика, в частности статистика Международного валютного фонда, выделяет три группы инвестиций, включаемых в баланс движения капиталов: прямые инвестиции, портфельные инвестиции и прочие.

Согласно рекомендациям ОЭСР и МВФ, предприятие прямого иностранного инвестирования определяется как компания, в которой иностранный инвестор владеет 10% и более голосующих акций или капитала. Прямой инвестор в состоянии оказывать влияние или участвовать в управлении предприятием.¹ Приобретение контрольного пакета акций зарубежного предприятия будет входить в категорию прямых инвестиций, просто акций, не дающих возможности оказывать влияние или участвовать в управлении - портфельных. **Прямые инвестиции, соответственно, связаны с фондовым рынком лишь в части приобретения контрольных пакетов акций зарубежных предприятий.**

¹ Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third Edition, Paris, OECD, 1996, p. 8.

Одна из черт прямых инвестиций, которая отличает их от других видов инвестиций, заключается в том, что в некоторых странах они могут включать нераспределенную прибыль. В США нераспределенная прибыль с конца 30-х годов представляла основной источник прямого инвестирования, на который пришлось примерно половина всех прямых инвестиций американских компаний (при заметных колебаниях в отдельные годы). Одна из причин подобного явления заключается в том, что американские зарубежные предприятия действуют уже на протяжении длительного периода времени.

В то же время некоторые страны (например, Бельгия, Канада Италия, Норвегия, Франция, Япония) не учитывают реинвестированные прибыли в цифрах движения капиталов.

Портфельные инвестиции включают приобретение долевых ценных бумаг (не приводящее к установлению контроля над предприятием), долговых ценных бумаг - облигаций, инструментов денежного рынка и деривативов.¹ Иными словами, портфельные инвестиции полностью связаны с фондовым рынком.

Прочие инвестиции - это торговые кредиты, банковские ссуды, лизинг, приобретение валюты и размещение средств на депозитах.

По оценке Джона Даннинга, накануне Первой мировой войны 90% экспорта капитала осуществлялось в форме портфельных инвестиций без установления контроля над предприятиями.² В работах других авторов также отмечается преобладающая роль портфельных инвестиций в тот период. В то же время были и исключения. Так, экспорт капитала из США и Японии осуществлялся в основном в форме прямых инвестиций. Однако в тот период эти государства не были основными экспортёрами капитала в мире.

¹ Следует, правда, иметь в виду некоторую условность этого деления. Существующая статистика не всегда позволяет проводить строгое различие между различными видами движения капитала. Так, в прямые и портфельные инвестиции попадают некоторые виды кредитов. Иностранные инвестиции, учитываемые в одних странах как прямые, в других рассматриваются как портфельные и т.п.

² Цит. по Lipsey R. The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows. NBER Working Paper 7094. Cambridge, Mas., April, 1999, p. 8.

Тезис о незначительном объеме прямых инвестиций до Первой мировой войны, по крайней мере в отношении потоков в направлении колониальных и зависимых стран, оспаривается некоторыми экономистами. В частности, в ряде работ отмечается тот факт, что официальная статистика опирается на данные фондовых бирж, в то время как многие прямые инвестиции никак не связаны с фондовой биржей. По оценке Питера Сведберга, из 19 млрд. долл. инвестиций, накопленных в слаборазвитых странах в 1913-14 гг., 44-60% пришлось на прямые инвестиции.¹

Иностранные инвестиции в США на 80% были представлены портфельными инвестициями. Но при этом изначально сами США, как отмечалось выше, были ориентированы на прямые инвестиции за границу.

После Первой мировой войны портфельные инвестиции США начинают быстро расти и в 1929 г. впервые опережают прямые инвестиции. Однако мировой экономический кризис нанес страшный удар именно по американским портфельным инвестициям. Из-за массового банкротства должников портфель долговых ценных бумаг, принадлежавший американским инвесторам, сократился примерно на 50%. К 1940 г. прямые инвестиции вновь выходят на первое место, достигая 60% всех **частных** иностранных инвестиций США. В то же время в период Второй мировой войны правительство США предоставило огромные кредиты (в частности, в рамках соглашений по ленд-лизу): в 1950 г. их совокупный объем вдвое превысил частные инвестиции. Впоследствии государственные кредиты уже не росли теми же темпами и к 1970 г. более 70% зарубежных активов США были частными и из них половина приходилась на прямые инвестиции.

На США в 1960 г. приходилось примерно половина всех накопленных прямых инвестиций (18% у Великобритании, 10% у Нидерландов и 6% у Франции).²

¹Lipsey R. The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows. NBER Working Paper 7094. Cambridge, Mas., April, 1999., p.9.

² Ibid., p. 12.

США продолжали доминировать как источник прямых зарубежных инвестиций вплоть до 1974 г. В 70-80-е годы Европа опередила США. В 1985-1989 гг. Япония превзошла США как экспортер прямых инвестиций. В 90-е годы США вновь превратились в крупнейшего экспортера (табл. 5.4, 5.5, приложение 12,13).

Современные тенденции

За 1970 - 1997 гг. годовой объем прямых инвестиций из семерки ведущих промышленно-развитых стран вырос в 32 раза, портфельных - в 200 раз см. (табл.5.3). Начиная с 80-х годов вывоз капитала в форме портфельных инвестиций стал превосходить прямые инвестиции.

Таблица 5.3

Прямые и портфельные инвестиции из 7 ведущих промышленно-развитых стран мира, за год, млрд. долл.

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998
Брутто									
Прямые	14	34	83	76	283	369	358	448	439
Портфельные	5	27	61	233	330	764	1163	1040	653

Рассчитано по: International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C., September 1998, p.187; International Financial Statistics Yearbook 1999. Washington 1999.

Прямые инвестиции

В 80-90-е годы основными причинами роста прямых иностранных инвестиций стали дерегулирование финансовых систем, демонополизация, приватизация и реформа режима торговли и иностранных инвестиций.

Несмотря на очень заметный рост прямых иностранных инвестиций, он был достаточно неравномерным. Если в 80-е годы темпы роста ПЗИ значительно опережали темпы роста внешней торговли, то в 1990-1996 гг. реальные темпы роста составляли всего 1%. Лишь в 1997 г. произошел резкий прирост, связанный с волной слияний и поглощений. Слияния и поглощения обеспечили большую часть прямых инвестиций и в 1998, и в 1999 гг.

Диаграмма 5.1



Таблица 5.4

Суммарный объем накопленных инвестиций 7 ведущих промышленно-развитых стран мира, млрд. долл.

	Инвестиции за рубежом				Иностранные инвестиции в стране			
	Прямые	Портфельные	Прочие	Всего	Прямые	Портфельные	Прочие	Всего
США (1997)	1794	1446	1632	4872	1621	2918	1791	6330
Япония (1998)	270	1062	1439	2771	26	637	1169	1832
Германия (1995)	231	386	970	1587	91	638	756	1485
Франция (1996)	445	252	623	1320	410	433	571	1414
Великобритания (1998)	499	1210	1835	3544	327	1133	2219	3679
Италия (1998)	165	395	388	948	105	545	373	1023
Канада (1997)	136	78	153	367	131	327	164	622
Всего*	3540	4829	7040	15409	2711	6631	7043	16385

*Следует учитывать, что сумма активов в разных странах приведена на разные даты
 Рассчитано по: International Financial Statistics Yearbook 1999. Washington 1999.

Таблица 5.5

Суммарный объем прямых зарубежных инвестиций, 1990-1998, млрд. долл.

№№	Страна	Отток	№№	Страна	Приток
1	2		4	5	
1	США	677	1	США	625
2	Великобритания	364	2	Великобритания	318
3	Германия	295	3	Китай	240
4	Франция	265	4	Франция	177
5	Япония	225	5	Нидерланды	108
6	Нидерланды	180	6	Бельгия-Люксембург	104
7	Гонконг	105(1990-1996)	7	Испания	80
8	Швейцария	98	8	Канада	74
9	Канада	97	9	Мексика	69
10	Швеция	81	10	Швеция	68
11	Бельгия-Люксембург	80	11	Сингапур	60
12	Италия	67	12	Австралия	58
13	Испания	52	13	Бразилия	54
14	Финляндия	41	14	Германия	51
15	Австралия	29	15	Малайзия	40*
16	Сингапур	26	16	Аргентина	38
17	Дания	25	17	Италия	34
18	Китай	21	18	Дания	26
19	Норвегия	23	19	Швейцария	26
20	Тайвань	20(1990-96)	20	Индонезия	25
21	Корея	20(1990-1997)	21	Таиланд	25
22	Австрия	15	22	Новая Зеландия	19
23	Малайзия	9(1990-96)	23	Польша	18(1990-1997)
24	Бразилия	7	24	Венгрия	17
25	Новая Зеландия	6	25	Гонконг	12(1990-96)
26	Россия (1994-1998)	5	26	Россия	14

*Оценка

Рассчитано по: Financial Market Trends N70, June 1998, p.99,100; Financial Market Trends N67, June,1997, p.19; International Financial Statistics Yearbook 1999. Washington, 1999.

Свыше 90% всех прямых инвестиций (по экспорту) в 90-е годы пришлось на страны ОЭСР. Крупнейшими экспортёрами прямых инвестиций в мире традиционно остаются США и Великобритания. На их долю приходится половина всех прямых инвестиций группы ОЭСР.

80% притока всех прямых инвестиций приходится на страны ОЭСР, из них на долю США и Великобритании, как и по экспорту, тоже примерно половина. На долю развивающихся стран приходится примерно 30% всех ПЗИ. Среди них примерно треть всего притока падает на Китай, а на три страны (Китай, Сингапур, Малайзия) - половина всех ПЗИ вне группы ОЭСР.

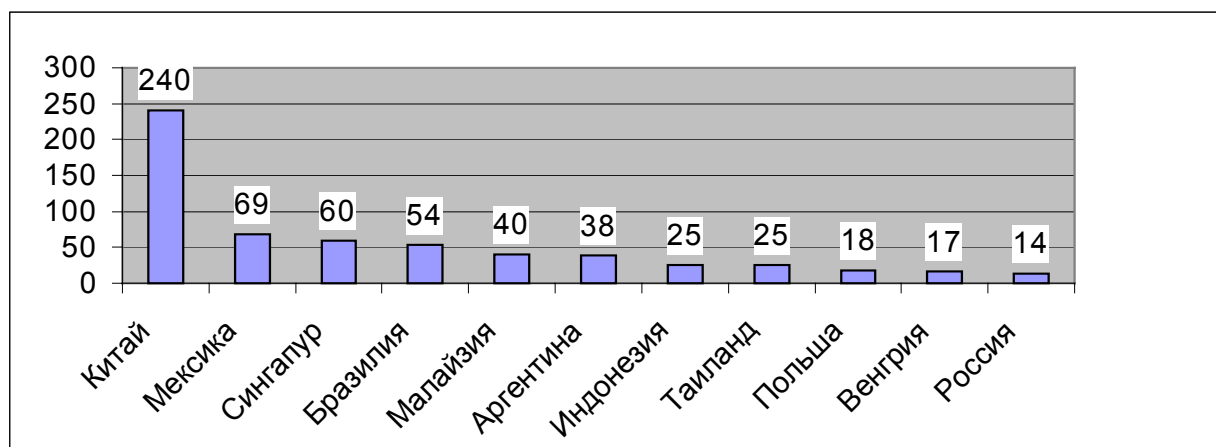
Доля развивающихся стран как источника ПЗИ, хотя и невелика - 14%, тем не менее, свидетельствует об определенной тенденции, учитывая, что в прошлом развивающиеся страны являлись исключительно реципиентами ПЗИ.

На США и Китай за 1990-1998 гг. пришлось 30% всех прямых иностранных капиталовложений, на пять ведущих импортеров - 50% и на десять - более 60% инвестиций.

В то же время по сравнению с концом 70-х годов доля США как донора и реципиента заметно сократилась в пользу ЕС. Доля последних особенно выросла после принятия Единого европейского акта 1986 г.

Уже стало “общим местом” утверждение, что Россия на рынке прямых инвестиций занимает неадекватное ее потенциалу место. Тем не менее, мы не можем не проиллюстрировать, сколь скромное это место (см. диаграмму 5.2). По общей сумме накопленных за 90-е годы прямых инвестиций Россию опережают даже Чехия и Венгрия, а в Китае они в 17 с лишним раз больше.¹

Диаграмма 5.2 Суммарный объем прямых иностранных инвестиций в странах с формирующимися рынками 1990-1998, млрд. долл.



Основная часть прямых инвестиций во второй половине 90-х годов приходится на операции, связанные со слияниями и поглощениями. На них в 1996-1999 гг. пришлось от 70 до 90% всех ПЗИ в группе ОЭСР. В 1997 г. межстрановые сделки, связанные со слияниями и поглощениями, достигли 341

¹ По некоторым оценкам, часть прямых инвестиций в Китае является фактически притоком ссудного капитала. В частности, чтобы обойти строгие ограничения на зарубежные заимствования, китайские предприятия создают дочерние компании в Гонконге, те получают кредиты от иностранных финансовых учреждений, а затем поступают в Китай в форме прямых инвестиций.

млрд. долл. В 1998-1999 гг. произошел настоящий взрыв межстрановых слияний и поглощений, в значительной мере пришедшийся на зону ЕС. По данным KPMG, их объем составил, соответственно, 541 и 798 млрд. долл., причем на долю ЕС пришлось более 70%.¹ За 10 лет, с 1990 по 1999 г. объем сделок по слияниям и поглощениям вырос в 5 раз (со 159 до 798 млрд.).

Инвестиции по приобретению американских компаний выросли с 54 млрд.долл. в 1990 г. до 293 млрд. в 1999 или на 450%. Американские инвестиции по приобретению иностранных фирм за тот же период выросли с 22 до 154 млрд., или на 600%.

Подобного рода инвестиции в странах Западной Европы выросли за десятилетие с 64 до 359 млрд. долл., из Западной Европы – с 97 до 582 млрд. (главным образом за счет внутрирегиональных сделок).

Таблица 5.6
Объем межстрановых слияний и поглощений, 1999 г.

Покупатель			Продавец		
Место	Страна	Стоимость, млрд. долл.	Место	Страна	Стоимость, млрд. долл.
1	Англия	246	1	США	293
2	США	155	2	Англия	123
3	Германия	93	3	Швеция	59
4	Франция	92	4	Германия	42
5	Нидерланды	44	5	Франция	36
6	Испания	25	6	Канада	29
7	Япония	20	7	Нидерланды	27
8	Бельгия	17	8	Аргентина	21
9	Канада	16	9	Бельгия	16
10	Италия	14	10	Япония	16

Источник: KPMG Corporate Finance, 1999 (<http://www.kpmg.com>)

Приток инвестиций, связанных с приобретением местных фирм в регионе Латинской Америки вырос с 8 до 39 млрд., азиатско-тихоокеанском регионе – с 16 до 56 млрд., в Центральной и Восточной Европе – с 6 до 13 млрд.

¹ Цит. по Коммерсантъ, №27, 18.02.2000. Более подробно о статистике слияний и поглощений см. сайт международной аудиторской фирмы KPMG <http://www.kpmg.com>

Как мы видим, страны с переходной экономикой не являются особо привлекательным объектом подобного рода инвестиций. В России слияния и поглощения с иностранными фирмами оценивались в 4,1 млрд. долл. в 1997 г. против 1,7 млрд. в 1996 г.¹ В 1998-99 гг. их объем сократился почти до нуля. В 1999 г. половина всех инвестиций, связанных со слияниями и поглощениями в группе стран центральной и восточной Европе (6 млрд. долл.) пришлось на Польшу.

10 крупнейших сделок последнего десятилетия пришлось на последние три года, например, Vodafone-Airtouch (\$69.30 млрд.) BP-Amoco (\$61.00 млрд.).

Ведущими отраслями за истекшее десятилетие стали связь (304 млрд., газо и нефтедобыча 254 млрд., химическая индустрия (263 млрд.) и финансово-банковский сектор (226 млрд.).²

Иными словами, прямые инвестиции во второй половине 90-х годов связаны преимущественно с рынком ценных бумаг.

Портфельные инвестиции, как отмечалось выше, в 90-е годы росли опережающими темпами, и в целом их совокупный объем превышает объем прямых инвестиций. Большая часть портфельных инвестиций связана с приобретением долговых ценных бумаг.

Крайне негативно на динамике портфельных инвестиций сказался “азиатский кризис” 1997-98 гг., в результате которого объем портфельных инвестиций в 1998 г. сократился по сравнению с предшествующим годом в 1,6 раза. В значительной мере сокращение связано с уводом средств с формирующихся рынков.

Портфельные инвестиции, наряду с займами, представляют наиболее подвижную часть мировых финансовых потоков. А учитывая масштабы подобных инвестиций, очевидно, что их свободный, неконтролируемый перелив способен серьезно дестабилизировать финансовую систему практически любого

¹ Financial Market Trends N70, June 1998, p. 102.

² <http://www.kpmg.com>

формирующегося рынка. Отсюда вытекает и необходимость разного подхода к регулированию прямых и портфельных инвестиций.

5.3 Масштабы и способы привлечения финансовых ресурсов на международном рынке

Несмотря на растущую экономическую взаимосвязанность и взаимозависимость стран и формирование мирового финансового рынка (и фондового, как его части), наличие многих государств, различающихся своим политическим устройством, уровнем экономического развития и т.п. приводит к тому, что способы привлечения финансовых ресурсов из других стран имеют свою специфику по сравнению с привлечением ресурсов на внутреннем рынке. Поэтому сохраняется такое понятие, как международный рынок капитала, международный фондовый рынок, отличные, как отмечалось в главе 1, от понятий национальный рынок и мировой рынок.

Под международным фондовым рынком подразумевается система отношений и институтов, складывающаяся при межстрановых перемещениях фиктивного капитала.

В какой форме привлекаются различные финансовые ресурсы, какова роль в этом процессе ценных бумаг?

Международные организации (ОЭСР, МВФ, БМР) на базе статистики платежных балансов ведут учет движения финансовых ресурсов между странами, что позволяет проводить анализ международного финансового рынка. Наиболее детальная статистика относится к **первичным** рынкам акций и долговых ценных бумаг.¹

¹ Наиболее подробные сведения о движении финансовых потоков на международном рынке дают ОЭСР и БМР. При этом принципы составления таблиц у этих организаций настолько отличаются, что использовать одновременно материалы двух организаций оказалось невозможно (что мы поначалу пытались делать). Учитывая большую доступность статистики БМР (ее можно свободно получить на сайте этой организации (<http://www.bis.org>), в отличие от статистики ОЭСР, которая распространяется на коммерческой основе, мы воспользовались данными базельского банка. При этом, еще раз подчеркнем, читателю следует иметь в виду различия в методологических подходах двух организаций, что отражается на конкретных цифрах.

Цифры, приведенные в табл. 5.7, говорят о необычайно высоких темпах роста заимствований на международном финансовом рынке в 90-е годы: от 18 до 50% в год. **Большая часть заимствований (от 50 до 80%) приходится на эмиссию ценных бумаг, причем более половины - на средне- и долгосрочные облигации. Такая структура международных заимствований начала складываться с 80-х годов, ранее основной формой международного финансирования выступали займы.**

Доля акций как инструментов привлечения ресурсов на международном рынке относительно невелика, хотя она имеет тенденцию к росту.

Следует подчеркнуть, что в приведенной таблице и в следующих ниже отражаются только инструменты, специально размещаемые за рубежом. Покупка внутренних (domestic) ценных бумаг иностранными инвесторами в данном случае не учитывается как операция, произведенная на международном рынке. Это особенность **статистики** по международным рынкам капитала (international capital markets), которая сужает **экономическое понятие** “международный рынок капитала”.

Основными долговыми инструментами международных заимствований на фондовом рынке в 90-е годы выступали обыкновенные или классические облигации (straight bonds). Относительно высока роль облигаций с плавающей процентной ставкой. Все остальные инструменты имели второстепенное значение (табл. 5.8)

Что касается валюты, в которых выпускаются ценные бумаги на международном рынке, то вплоть до 1998 г. примерно 60-70% приходилось на доллары США. Переход к единой европейской валюте евро с января 1999 г. привел к повышению доли займов в евро. Как свидетельствуют данные таблицы 5.7, в 1999 г. объем эмиссии международных бумаг в евро превысил эмиссии в долларах США. По сути дела в 1999 г. рынок новых международных эмиссий превратился в рынок двух валют: доллара США и евро. На все остальные валюты пришлось менее 10% всех эмиссий.

Международные облигации

Итак, во второй половине 90-х годов основным способом привлечения финансовых ресурсов из-за рубежа выступает эмиссия облигаций.

По устоявшейся терминологии облигации, размещаемые на зарубежных рынках, именуются **международными - international bonds**.

В свою очередь международные облигации делятся на **еврооблигации eurobonds** и **зарубежные облигации - foreign bonds**.

Еврооблигации - ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента (как правило), и которые размещаются с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной.

Приставка "евро" в настоящее время - дань традиции, поскольку первые еврооблигации появились в Европе, да и сейчас торговля ими осуществляется в основном в Европе.

Разновидностью еврооблигаций являются облигации "**дракон**" dragon bonds - евродолларовые облигации, размещаемые на азиатском (в первую очередь японском) рынке и имеющие листинг на какой-либо азиатской бирже, обычно в Сингапуре или Гонконге.

Зарубежные облигации - облигации, выпущенные и размещаемые эмитентом в каком-либо иностранном государстве в валюте данной страны с помощью синдиката андеррайтеров из данной страны в валюте страны

размещения займа (т.наз. облигации "янки" yankee bonds; "самураи" samurai bonds, "шибосаи" shibosai bonds, "даймио" daimyo bonds, "шогун" shogun bonds; "бульдог" bulldog bonds; "Рембрандт" rembrandt bonds; "матадор" matador bonds, "кенгуру" kangaroo bonds.

Большая часть международных облигаций (80-90%) приходится на еврооблигации.

Чем отличаются **зарубежные облигации** (foreign bonds) от обыкновенных "внутренних" (domestic)? Как правило, отличия касаются режима налогообложения, методики размещения, объема предоставляемой информации. Могут существовать ограничения на круг потенциальных покупателей.

К числу международных облигаций относятся также так называемые **глобальные облигации global bonds** (облигации, размещаемые одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках) и **параллельные облигации parallel bonds** (облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валютах этих стран.

Термин **международные облигации international bonds** употребляется в **широком и узком значении**. В широком значении в это понятие входят все основные долговые инструменты, размещенные на зарубежных рынках. Т.е. это долгосрочные долговые инструменты или, собственно, облигации (BONDS), и среднесрочные долговые инструменты (NOTES). Краткосрочные инструменты - депозитные сертификаты и коммерческие бумаги - в это понятие не входят. Это инструменты денежного рынка (money market instruments). В узком значении под международными облигациями понимают именно долгосрочные инструменты - BONDS.

Следует иметь в виду достаточную условность различий между средне и долгосрочными облигациями - BONDS и NOTES. Последние зачастую ничем не отличаются от первых даже по срокам. Отличие нередко лишь в названии, а также, обычно, в способе выплаты дохода.

Таблица 5.7

Структура международных финансовых заимствований, в млрд. долл., на конец года

	Виды инструментов	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Задолженно сть, 1998 г.	Задолженно сть, 1999 г.
1	Международное финансирование за счет долговых инструментов (нетто)	315	389	444	593	957	1038	793	Нд	9801	Нд
	То же без двойного счета	245	275	405	545	760	875	565	Нд	8345	Нд
2	Международные кредиты (нетто)	165	200	190	330	420	465	115	нд	5485	нд
3	Инструменты денежного рынка	12	-6	3	17	41	20	7	69	195	260
4	Облигации (bonds and notes)	138	195	250	246	496	554	671	1017	4100	4966
5	Нетто эмиссия международных долговых бумаг	150	189	253	263	537	574	678	1085	4295	5226
	Развитые страны	114	115	205	228	411	449	570	1015	3506	4371
	Европа	93	148	167	160	243	258	280	438	2029	1697
	Япония	-3	-52	-6	-3	16	-0,4	-20	2	318	331
	США	17	-4	23	56	132	177	283	424	845	1255
	Канада	11	19	17	9	9	10	22	8	207	213
	Оффшорные центры	0	10	7	2	16	15	12	17	61	76
	Прочие страны	13	28	33	22	88	89	41	32	378	405
	<i>В т.ч. Россия</i>					0,2*	7,2	11,8	-0,7	20,4	19,3
	Международные организации	23	36	9	11	22	21	55	22	371	374
	В долларах США	58	29	67	70	262	332	411	470	1972	2433
	В валютах евро-зоны/евро	84	83	80	84	136	139	220	522	1174	1512
	В иенах	9	29	86	81	85	35	-29	12	488	528
	В прочих валютах	-1	48	21	29	54	68	76	105	683	753
	Финансовые учреждения	43	51	136	168	347	360	368	584	2023	2511
	Государственный сектор	83	131	103	73	119	89	182	199	1273	1428
	Частные нефинансовые эмитенты	24	7	14	22	72	124	127	302	1020	1287
6	Эмиссия акций на зарубежных рынках					83	118	126	214		

*Данная цифра лишней раз говорит о том, что к статистике даже такой организации как БМР надо относиться с осторожностью. Известно, что в ноябре 1996 г. Правительство РФ разместило еврооблигационный заем на 1 млрд. долл.

К таблице 4.7: составлено по: Bank for International Settlements - 68th Annual Report. Basle, 1998, p.144, 149; Bank for International Settlements - 69th Annual Report. Basle, 1999, p.121, 127. International Banking and Financial Market Developments. BIS Quarterly Review. Feb. 2000, p.21.

Таблица 5.8

Структура задолженности по международным ценным бумагам по видам инструментов, конец года.

Инструмент	1998		1999	
	Млрд. долл.	%	Млрд. долл.	%
Всего	4295	100*	5226	100*
Классические облигации с фиксированной ставкой	2965	69,0	3540	67,7
Облигации с плавающей ставкой	935	21,8	1199	22,9
Облигации с варрантом	211	4,9	227	4,3
Коммерческие бумаги	133	3,1	175	3,4
Прочие краткосрочные инструменты	62	1,4	85	1,6

*Не равно 100 из-за округления

Источник: International Banking and Financial Market Developments. BIS Quarterly Review. Statistical Annex. November 1999, p.71; Feb. 2000, p.70-71.

Особенно быстрый рост рынка международных облигаций происходил в 80-е годы. Если еще в середине 70-х годов объем эмиссий (брутто) составлял примерно 5 млрд. долл. в год, то уже в первой половине 80-х он перевалил за стомиллиардную отметку, к концу 80-х за 200 млрд.долл., к середине 90-х годов приблизился к 500 млрд.долл., к 1997 г. перевалил за 800 млрд. долл., в 1998 г. 1100 млрд., в 1999 г. – почти 1600 млрд. (на базе нетто, т.е. с учетом погашения, естественно, будет меньше, см. табл. 5.7)

От 60 до 70% всех эмиссий международных облигаций осуществляется банками и нефинансовыми компаниями, оставшаяся часть приходится на государственные органы власти и международные организации. Львиная доля (85-97%) всех облигационных заимствований приходится на эмитентов из стран ОЭСР (табл. 5.7). Доля формирующихся рынков, доходившая до 11-15% в 1993-1997 гг. к 1999 г. снизилась до 3% (самый низкий уровень после 1990 г.).

Международные акции

Статистика ОЭСР различает выпуск евро-акций (euroequities) и других акций, размещаемых за рубежом. Различие, с нашей точки зрения, носит очень условный характер. Под евроакциями понимают новые эмиссии или первичные выпуски обыкновенных и привилегированных акций (IPO) и иных долевых бумаг, размещаемых на международном рынке. Под прочими акциями подразумеваются вторичные выпуски (secondary offerings), акции, размещаемые по закрытой подписке и размещаемые на международном рынке акции (паи) закрытых инвестиционных компаний (фондов). Соотношение между первыми и вторыми видами международных акций в 90-е годы составляло в среднем 2/3 к 1/3 в пользу евроакций, хотя в 1997 г. оно достигло соотношения 50 : 50.

Значительная часть эмиссий, размещаемых на внешних рынках, связана с корпоративной реструктуризацией и приватизацией, достигшей рекордного уровня в 90-е годы (см. главу 3).

5.4 Рынок еврооблигаций как основной элемент международного рынка ценных бумаг¹

Учитывая, что центральное место на международном рынке капиталов принадлежит рынку еврооблигаций, рассмотрим его подробнее.

История развития рынка еврооблигаций

Согласно одной из распространенных точек зрения, первый выпуск еврооблигаций был осуществлен итальянской государственной компанией по строительству дорог Autostrade в июле 1963 г. Всего было выпущено 60000 облигаций с номиналом 250 долл. По каждой облигации ежегодно 15 июля выплачивался фиксированный процентный доход в размере 5,5% (\$13,75). Лид-менеджером займа стал английский торговый банк (merchant bank) S.G. Warburg & Co., менеджерами (co-managers) - Banque de Bruxelles S.A., Deutsche Bank

¹ В основе данного раздела лежит материал, подготовленный нами для конференции в Финансовой академии в апреле 1997 г. и раздававшийся участникам конференции. На его базе нами была подготовлена статья: Рынок еврооблигаций: структура и механизм функционирования // Банковские услуги, 1997, №№5-6.

A.G., Rotterdamsche Bank N.V. Ранее подобная операция (чтобы неамериканские финансовые учреждения проводили андеррайтинг ценных бумаг в долларах) была немыслима. Листинг был получен на Лондонской фондовой бирже.¹

В том же году был осуществлен выпуск еврооблигаций в немецких марках и швейцарских франках.

Тем не менее, известно, что еще в 40-50-е годы ряд эмитентов выпускал облигации в американских долларах с размещением в Европе. В частности, в 1949 и 1951 гг. компания "Филипс" размещала в Нидерландах долговые обязательства в долларах США на сумму в 25 млн.долл. В 1961 г. португальская компания SACOR с помощью Kredietbank Luxembourg выпускала заем в европейской расчетной единице на сумму 5 млн.долл.

В некоторых источниках первым еврооблигационным займом называют заем, осуществленный бельгийской компанией "Петрофина" с помощью Banque Lambert в 1957 г. в размере 5 млн.долл. на 20 лет.²

Однако именно заем Autostrade больше всего напоминал классический современный еврооблигационный заем. Самое важное во всех первых займах состояло в том, что впервые был найден механизм, позволявший обойти контроль и ограничения центральных банков на выпуск облигаций. На большинстве европейских рынков существовали национальные синдикаты и действовала формальная или неформальная система очереди на новые выпуски. Правительства и центральные банки опасались, что без системы регулирования на рынке возникнет нечто вроде финансового дарвинизма, когда сильные заемщики будут вытеснять мелких, при этом увеличив стоимость заимствования для самих правительств.

Но они ничего не могли сделать с облигациями, номинированными в долларах США или европейской расчетной единице (ЕРЕ).

¹ Gallant P. The Eurobond Market. N.Y., 1988.

² См., например, Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. М., 1983, стр.35; Shearlock P., Ellington W. The Eurobond Diaries. S.I., 1994, p.3.

Появление еврооблигаций связано, очевидно, в первую очередь с интернационализацией хозяйственной жизни и необходимостью обеспечить финансовые потребности транснациональных корпораций, в первую очередь европейских. Толчком к развитию этого рынка послужили ограничения, введенные администрацией Д.Кеннеди в 1963 г. на использование иностранными заемщиками рынка капиталов США.

За период 1946-1963 гг. иностранные заемщики разместили в США облигации в долларах США (Yankee Bonds) на сумму в 14 млрд.долл.. Несмотря на организационные сложности, связанные с регистрацией этих выпусков в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, иностранные заемщики охотно шли на это, поскольку процентные ставки в США были ниже, чем в Европе.

Чтобы приостановить утечку капитала за рубеж, 18 июля 1963 г. США ввели специальный уравнивающий налог на проценты (Interest Equalization Tax), который закрыл американский рынок для иностранных инвесторов, поскольку увеличивал стоимость кредита на 1%. В 1967 г. налог был увеличен до 1,5%. (Отмена этого налога произошла лишь в 1974 г.).

Но при этом потребность в доступе к источникам капиталов осталась и в итоге она была удовлетворена за счет выпуска именно еврооблигаций. Возможность размещения еврооблигаций, выраженных в первые годы почти исключительно в долларах США, была обусловлена наличием на счетах европейских банков больших сумм в долларах США - так называемых евродолларов. Т.е. рынок евродолларов явился источником финансирования рынка еврооблигаций.

Первые выпуски еврооблигаций были ориентированы на богатых частных инвесторов на континенте и швейцарские банки.

Существует расхожая точка зрения, что первыми инвесторами в еврооблигации были бельгийские дантисты, стремившиеся путем покупки этих облигаций избежать уплаты налогов, а также диктаторы различных мастей. В

настоящее время понятие "бельгийские дантисты" стало нарицательным, под ними понимают богатых индивидуумов - инвесторов в еврооблигации.

Второй толчок развитию рынка еврооблигаций дала война во Вьетнаме и вызванные ею ограничения. В феврале 1965 г. президент Л.Джонсон объявил о программе добровольных ограничений на вывоз капитала (Voluntary Restraint Program). Дочерние компании американских ТНК поощрялись к мобилизации средств на зарубежных рынках. В январе 1968 г. кабинет Джонсона ввел прямые ограничения на инвестиции за пределы США.

С этого момента начинается период бурного роста рынка еврооблигаций, причем если раньше основными заемщиками выступали государственные эмитенты, то отныне - частные компании.

В конце 60-х возникла и первая серьезная проблема на рынке еврооблигаций, связанная с обработкой документов. Существовавшая (а точнее отсутствовавшая) инфраструктура не позволяла "переварить" возросший объем документов. Платежи задерживались на многие месяцы просто вследствие того, что сертификаты терялись или их не успевали переоформить. Причем все расчеты тогда производились через Нью-Йорк, что сопровождалось физическим перемещением сертификатов за океан и обратно. Что еще больше осложняло дело - невозможность замены ценных бумаг (non-fungibility). Продажа осуществлялась в строгом соответствии с индивидуальными признаками ценных бумаг: их серий и номеров.

Проблема была решена созданием инфраструктурных организаций на рынке евробумаг.

В 1968 г. американский банк "Морган Гэранти" создает клиринговый центр по торговле еврооблигациями "Евроклир", в 1970 г. возникает его основной конкурент "Седел". В 1969 г. крупнейшие операторы на рынке облигаций образуют собственную саморегулируемую организацию - Ассоциацию международных облигационных дилеров **Association of International Bond Dealers** (в 90-х годах переименована в Ассоциацию

участников международных фондовых рынков **ISMA - International Securities Markets Association**).

Упразднение ограничений на вывоз капитала в 70-е годы уже никак не отразилось на рынке еврооблигаций, он продолжал развиваться ускоренными темпами. Очередной толчок его развитию дал мировой долговой кризис начала 80-х годов.

Отказ правительства Мексики (август 1982 г., объявление о 90-дневном моратории на выплату внешних займов), а вслед за ним Бразилии, Аргентины и ряда других стран выполнять условия международных займов привел к мировому долговому кризису, который был преодолен частично за счет крупных потерь кредиторов, частично за счет реоформления задолженности в ценные бумаги (секьюритизация долга).¹ Крупнейшие банки, в первую очередь американские, являвшиеся основными кредиторами латиноамериканских заемщиков, понесли серьезные убытки, что повлекло снижение их кредитного рейтинга. В то же время у крупных нефинансовых корпораций рейтинг остался на том же уровне. В этих условиях для последних стало выгоднее проводить эмиссию облигаций, нежели получать займы у банков. Дело в том, что банк с низким рейтингом вынужден повышать ставку по пассивным операциям, что приводит к повышению ставок и по кредитам.

Синдицированный заем как метод привлечения финансовых ресурсов на международном рынке с тех пор потерял значение, а его место занял выпуск еврооблигаций. В середине 90-х годов на еврооблигации приходилось около 2/3 ссудных капиталов, полученных на международных рынках.

Общее количество обращающихся на рынке евробумаг (включая краткосрочные) превышало во второй половине 1990-х годов 40 тысяч.

Типичная еврооблигация - предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается один раз в год путем предъявления купонов к оплате и погашение

¹ Так появились так называемые “облигации Брэйдя”, представляющие в настоящее время значительный сегмент рынка облигаций развивающихся стран.

производится в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения. Вместе с тем из всех рынков ценных бумаг рынок еврооблигаций отличается наибольшим разнообразием инструментов. Здесь можно встретить самые различные по своей конструкции ценные бумаги, порой весьма экзотические.¹

Особенности налогообложения. По еврооблигациям проценты выплачиваются без вычета налога на проценты и дивиденды (withholding tax). Налог (уже как чисто доходный) платится инвестором по законодательству своей страны. Однако механизм выплаты доходов по еврооблигациям таков, что позволяет физическим и юридическим лицам достаточно просто уходить от налогообложения.

Если же местное законодательство предусматривает удержание налога на проценты, которые платит заемщик, последний обязан довести величину процентных платежей до уровня, который обеспечивал бы инвестору процентный доход, равный номинальному купону.

Участники рынка еврооблигаций

Заемщики

Большая часть еврооблигаций выпускается крупными, в основном транснациональными, корпорациями, международными организациями (например, Мировым Банком) и государственными органами. При выпуске облигаций правительственными агентствами или местными органами власти обычно требуются правительственные гарантии.

От половины до 2/3 всех еврооблигационных займов приходится на корпорации, оставшаяся часть - примерно поровну на правительства, правительственные органы и международные организации.

России удалось впервые разместить собственные еврооблигации (не считая облигаций Внешэкономбанка СССР) в ноябре 1996 г. В 1997-98 гг.

¹ Описание различных инструментов рынка еврооблигаций дано в работах: Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. - М.: Дело, 1999; Михайлов Д.М. Современные долговые и производные финансовые инструменты мирового рынка ссудных капиталов. - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1998.

Правительство РФ разместило еще несколько займов. В 1997-98 гг. свои облигации разместили правительства ряда субъектов Федерации (Москвы, Санкт-Петербурга, Нижнего Новгорода, Екатеринбурга, Татарстана) и частных эмитентов, (в частности Газпром, Лукойл, "Красный Октябрь", Ростелеком, "Татнефть", целый ряд банков).¹ Финансовый кризис в России приостановил программы заимствования российских эмитентов на неопределенное время.

Обычно эмитенты, выходящие на рынок еврооблигаций, имеют высокий рейтинг. Корпорации с высшим рейтингом (Triple A) имеют возможность выйти на рынок евродолларовых облигаций, установив процентную ставку на уровне, превышающем ставки по облигациям правительства США с аналогичным сроком (benchmark issues) лишь на 25-55 базисных пункта (0,25-0,55%). В то же время известны случаи размещения займов эмитентами из Южной Америки (Бразилии) с рейтингом ниже среднего, делавшим необходимым устанавливать доходность на 600 базисных пункта выше процентной ставки по федеральным облигациям США. Т.е. высокий рейтинг не является абсолютно обязательным условием размещения займа. Более высокий рейтинг просто позволяет удешевить заем, установив более низкую процентную ставку.

Для выхода на рынок рейтинг необходим. Без него, как правило, ни один профессиональный участник рынка просто не возьмется за размещение, а инвесторы не будут покупать (исключения крайне редки). Самые известные и крупные рейтинговые компании - Standard & Poor's Corporation), Moody's Investors Service, Fitch-IBCA. Россия получила рейтинг всех трех рейтинговых агентств, прежде чем приступила к размещению своих еврооблигаций на международном рынке. По классификации S&P и Moody's это, соответственно, ВВ- и Ва2. Такой же рейтинг получили Москва и Нижний Новгород.

По условиям соглашения с рейтинговыми агентствами, периодически производится контрольная рейтинговая оценка эмитента. Ухудшение финансового положения России в 1998 г., разразившийся в августе кризис

¹ См. также Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. М.: Дело, 1999.

привели к понижению рейтинга России к весне 1999 г. до CCC (по классификации S&P). Теоретически, выпуск новых облигаций возможен и при таком рейтинге, однако стоимость заимствования при этом была бы так высока, что делает их эмиссию нецелесообразной.

Регулирование рынка

Изначально рынок еврооблигаций был рынком нерегулируемым. Необходимость выработки правил игры привела к созданию **Ассоциации участников международных фондовых рынков International Securities Markets Association - ISMA** и связанной с ней группы **Международной ассоциации первичных рынков (International Primary Market Association)**.

В начале 90-х годов в ISMA насчитывалось 866 членов, в т.ч. 166 из Великобритании, 138 - из Швейцарии, 57 - Германии, 60 - Люксембурга. Штаб-квартира ISMA находится в Швейцарии, однако большая часть работы проводится в Лондоне, где расположен секретариат.

ISMA возникла 7 февраля 1969 г. под названием Ассоциации международных облигационных дилеров - Association of International Bond Dealers (это название она сохраняла до начала 90-х годов, когда была переименована в ISMA). С тех пор ISMA разработала весьма детальную и масштабную систему регулирования, включая правила совершения и улаживания сделок, этику поведения и процедуры разрешения конфликтов.

ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а также проводит образовательные семинары с выдачей специальных дипломов для работы на международных фондовых рынках.

Поскольку **основным центром торговли еврооблигациями был и остается Лондон**, деятельность ISMA в основном осуществляется в Сити. Согласно законодательству Великобритании ISMA, с одной стороны, имеет статус специальной (designated) биржи, а с другой стороны, признается Ведомством надзора над финансовым рынком (Financial Services Authority -

основной регулятивный орган Великобритании) международной саморегулируемой организацией, в ведении которой находится рынок евробумаг.

Профессиональные участники рынка евробумаг, действующие в Лондоне, обязаны соответствовать всем требованиям регулирующих органов этой страны.

Международная ассоциация первичных рынков (IPMA) объединяет финансовых посредников, работающих на первичном рынке акций и облигаций.

Важные регулирующие функции выполняют также Евроклар и Седел (с 2000 г. Клеарстрим, см. ниже).

Методы эмиссии

Наиболее распространенным методом размещения еврооблигаций является открытая подписка среди неограниченного круга инвесторов Public Issue, Offer for subscription. Осуществляется через синдикат андеррайтеров, называемых на рынке еврооблигаций менеджерами займа. Руководитель синдиката - т.наз. ведущий менеджер или лид-менеджер (lead manager, book-runner).

Размещение производится через широкую группу финансовых учреждений многим инвесторам в различных странах мира. Такие выпуски почти всегда имеют листинг на бирже.

Сертификаты ценных бумаг изготавливаются в соответствии с правилами соответствующей биржи.

Если заем нацелен на небольшую группу инвесторов, он может быть квалифицирован как частное размещение (private placement). В его осуществлении может принимать участие всего один менеджер и один инвестор. Облигации, размещаемые небольшим числом банков и приобретаемые немногими, преимущественно институциональными, инвесторами. Обычно такие облигации не имеют листинга на фондовой бирже.

Механизм подписки

Еврооблигации обычно размещаются путем подписки на них группы финансовых учреждений - менеджеров займа. Эмитент выбирает одного или

нескольких ведущих менеджеров, которые носят название лид-менеджеров (lead managers, book-runners). Лид-менеджер подбирает менеджеров (со-менеджеров - co-managers) займа. Лид-менеджер от имени других менеджеров согласовывает условия выпуска с эмитентом и, в случае необходимости, помогает эмитенту в подготовке проспекта эмиссии.

Профессиональные участники рынка, выступающие в роли менеджеров, объединены в **Международную ассоциацию участников первичного рынка International Primary Markets Association**. Члены ассоциации выработали свод правил, касающихся технологии размещения ценных бумаг на международном рынке, а также стандартные формы документов (соглашения, заключаемые менеджерами между собой, между менеджером и эмитентом, стандартные условия непреодолимой силы (форс-мажор) и т.п.

Если члены эмиссионного синдиката являются членами IPMA, по умолчанию предполагается, что они действуют в соответствии с правилами ассоциации.

Синдикат андеррайтеров

В прошлом помимо менеджеров займа формировалась также группа андеррайтеров и группа продажи или агентов по размещению (selling group). В настоящее время менеджеры обычно берут на себя функции и андеррайтеров, и агентов по размещению. Иными словами, в настоящее время менеджер есть и андеррайтер, и агент по размещению. Андеррайтинг, как правило, осуществляется на условиях, при которых, если один из членов синдиката оказывается не в состоянии выполнить свои обязательства, они принимаются остальными членами пропорционально их доле (joint and several basis).

Кроме указанных участников в схеме организации еврооблигационного займа имеются также основной платежный агент (principal paying agent) и попечитель или доверенное лицо (trustee).

Платежный агент - банк, уполномоченный эмитентом выплачивать проценты владельцам облигаций и производить их погашение после получения денег от эмитента.

Попечитель или доверенное лицо займа действует в интересах и от имени инвесторов при любых нарушениях условий займа эмитентом.

В 90-е годы стандартом при размещении еврооблигаций стала т.наз. **"купленная сделка" (bought deal)**. При таком размещении лид-менеджер покупает все ценные бумаги у эмитента на заранее установленных условиях (объем, купонная ставка, цена размещения) до объявления о выпуске. Подобная практика возникла в связи с увеличением финансовой мощи банков, занимающихся размещением еврооблигаций и усилением конкуренции между ними. В борьбе за эмитента банки сразу предлагают все услуги и цену на них.

Подобная схема организации размещения означает уменьшение роли андеррайтеров и агентов по размещению. Существует точка зрения, что при "купленной сделке" риск для инвестиционного банка увеличивается, поскольку здесь отсутствует период подписки, в течение которого можно определить примерный спрос на облигации. В то же время, общий период вывода облигаций на рынок сокращается, что снижает риски изменения процентных ставок на рынке капиталов.

Вторичный рынок еврооблигаций. Депозитарно-клиринговая система

Хотя еврооблигации имеют, как правило, листинг на Лондонской или Люксембургской фондовых биржах, торговля ими производится почти исключительно на внебиржевом (телефонном) рынке.¹

На этом рынке практически не действуют какие-либо национальные нормы регулирования. Однако рынок достаточно жестко урегулирован правилами и рекомендациями ISMA, которых все участники строго придерживаются.

¹ В течение 2000 г. ISMA должна ввести в строй электронную торговую систему COREDEAL.

Профессиональные участники рынка носят название дилеров (Euromarket dealers). Дилерами выступают банки и компании по ценным бумагам, регулируемые соответствующим национальным законодательством.

По правилам рынка лид-менеджер того или иного выпуска является и его маркет-мэйкером, т.е. он занимается поддержкой активного вторичного рынка, покупая облигации при избытке предложения и продавая их при повышенном спросе.

Поскольку еврооблигациями торгуют в основном на внебиржевом рынке, нет и фиксированного времени его работы. Тем не менее, по правилам ISMA, дилеры обязаны вести торговлю по меньшей мере в отведенные часы.

Минимальный лот при торговле между членами ISMA устанавливается дифференцированно по различным инструментам. Наиболее распространенный - 100 облигаций (или \$100000 по номиналу). Типичный спред по облигациям с фиксированной процентной ставкой составляет 0,5%.

Улаживание (исполнение) settlement сделки с середины 1995 г. обычно осуществляется на 3-й календарный день после дня ее заключения ($T + 3$), вне зависимости от каких-либо праздников (до 1995 г. - $T + 5$). Однако по согласованию между покупателем и продавцом возможно установление любого дня улаживания.

Котировка облигаций дается на базе нетто, т.е. не включает накопленные проценты (accrued interest). Год считается равным 360 дням, месяц - 30.

Расчеты по сделкам с еврооблигациями осуществляются через две депозитарно-клиринговые системы: Евроклир и Клеарстрим (ранее Седел Банк).

В 60-е годы сделки по ценным бумагам на международном рынке требовали непосредственного физического перемещения ценных бумаг между продавцом и покупателем. Естественно, это задерживало расчеты, сопровождалось потерей сертификатов и увеличивало риски. По мере расширения международных операций возрастала потребность в соответствующей инфраструктуре, которая могла бы снизить эти риски и

облегчить расчеты между участниками рынка. Системы Евроклир и Седел и призваны были решить эти проблемы.

Системы обеспечивают расчеты по принципу “поставка против платежа” (DVP), причем они происходят без физического перемещения бумаг - исключительно в виде записей на счетах (book-entry form). Урегулирование через Евроклир и Клеарстрим (Седел) помогает устранить риск урегулирования (settlement risk) и риск потери сертификата.

Прекрасно известно, что даже самая совершенная торговая стратегия может провалиться, если сделки вовремя не урегулированы.

Благодаря указанным депозитарно-клиринговым системам в среднем 97% сделок улаживаются в срок. Для наиболее активно торгуемых ценных бумаг эта цифра еще выше.

Евроклир и Клеарстрим постепенно приближаются к своей цели - переходу к урегулированию в режиме реального времени, что позволит еще больше уменьшить риски и увеличить эффективность расчетов.

Евроклир (Euroclear) начал свою деятельность в 1968 г. как дочерняя компания американского коммерческого банка "Морган гэранти траст компани" в Брюсселе. Первоначально обслуживал 50 участников. В 1972 г. частично с целью ликвидировать возможный конфликт интересов, а также чтобы сделать Евроклир более интернациональным институтом (а не сугубо американским) "Морган Гэранти" продал большую часть акций Евроклир финансовым учреждениям, являвшимся пользователями системы. Тем не менее функции управления по-прежнему остались в ведении "Морган гэранти".

Структура Евроклир

Система Евроклир включает несколько элементов.

1) Английская компания "Euroclear Clearance System PLC" со штаб-квартирой в Цюрихе.

2) Кооператив ECSSC (Euroclear Clearance System Société Cooperative), созданный на основе бельгийского законодательства с зарегистрированным офисом в Бельгии.

3) Собственно клиринговая система Euroclear System, предназначенная для торговли еврооблигациями. Принадлежит компании, но управляется банком "Морган гэранти" из Брюсселя.

4) Операционный центр (Euroclear Operation Centre) - специальное подразделение "Морган гэранти" в Брюсселе. Все работники - служащие "Морган гэранти".

У Евроклир в настоящее время 126 акционеров (банки и финансовые институты), ни один из которых не имеет свыше 3,5% капитала, и 2600 участников. Наиболее известные из них являются членами Правления организации. Компания, совместно с почти всеми участниками, владеет кооперативом. Кооператив определяет основные направления политики, устанавливает размер комиссионных, принимает новых участников, определяет категории ценных бумаг, принимаемых для депонирования в систему.

Расчеты с Евроклир осуществляются либо с помощью собственной системы Euclid, либо межбанковской системы SWIFT (связь может осуществляться также с помощью телекса или почты).

В 1998 г. оборот Евроклир составил 45 трлн.долл.

Единственным конкурентом Евроклир (1/3 от объема операций последнего) – до конца 1999 г. оставалась компания Седел Банк (Cedel Bank S.A. - Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières). Основана в 1970 г. со штаб-квартирой в Люксембурге. Основными участниками этой системы являются банки, в отличие от Евроклир, где изначально преобладали компании по ценным бумагам.

Возникшая позже, система Седел вскоре стала опережать Евроклир (1973-1975 гг.). В 1974 г. Евроклир получил убытки в 74 тыс. долл., в то время как Седел прибыль в размере 262 тыс. долл.¹

Начали раздаваться голоса о необходимости слияния с Седел и были даже проведены встречи с Седел, где обсуждались подобные планы. Однако в конце концов руководство Морган Гэранти решило серьезно заняться улучшением Евроклир. Были вложены крупные суммы в техническое оснащение, в 1978 г. введена система автоматического предоставления ценных бумаг займа, что повысило конкурентоспособность Евроклир. Уже к 1980 г. Евроклиру принадлежало 2/3 рынка еврооблигаций.²

Седел Банк являлся акционерным обществом, принадлежащим компании Cedel International, у которой, в свою очередь, примерно 100 акционеров (банки и компании по ценным бумагам) в 19 странах мира. Одному акционеру не могло принадлежать более 5% акций.

Для связи использовалась SWIFT или собственная система Sedcom 2000.

За время существования обе системы значительно развились. В 1971 г. обе организации создали механизм расчетов между собой (т. наз. Мост - Bridge), который в 1981 г. был полностью компьютеризирован, а с сентября 1993 г. значительно модернизирован.

В конце 1999 г. произошло слияние Седел с депозитарно-клиринговой системой Немецкой биржи (Deutsche Börse Clearing), а точнее поглощение Немецкой биржей люксембургской системы, в результате чего появилась крупнейшая в Европе депозитарно-клиринговая система, обеспечивающая хранение (custody) ценных бумаг на сумму в 7 трлн.долл. (1999 г.)

Обе указанные международные депозитарно-клиринговые организации вместе с Ассоциацией участников международных фондовых рынков (ISMA) разработали и совместно используют систему подтверждения и мэтчинга

¹ Shearlock P., Ellington W. The Eurobond Diaries. S.l., 1994, p.75.

² Ibid., p.78.

(сверки), носящую название АСЕ. Система позволяет проводить сверку непосредственно в день совершения сделок.

Фактически менее 5% всех операций сопровождается реальным перемещением ценных бумаг, остальное приходится на записи по счетам. Клиринговые дома предоставляют услуги по хранению ценных бумаг через сеть банков, действующих в качестве депозитариев. Большинство депозитариев, в свою очередь, выступают в качестве платежных агентов (paying agents to the issue) по облигациям. В депозитарную систему этих организаций входят также национальные депозитарно-клиринговые системы и центральные банки.

В системе Евроклир все ценные бумаги находятся в открытом хранении (fungible by issue), т.е. за каждым участником записано лишь общее количество находящихся у него ценных бумаг, без индикации их серии и номера. В Седел Банк ценные бумаги могут быть как в открытом, так и закрытом хранении (non-fungible form).

Клиринговые системы устраняют риск непоставки для участников, беря на себя обязательства по предоставлению ценных бумаг и их оплате.

Важная часть операций клиринговых систем - предоставление ценных бумаг займа на срок до 6 месяцев. Это осуществляется за счет того, что какие-то участники согласны предоставить данные бумаги займа. При этом фактически заемщик и кредитор ничего не знают друг о друге. И в том, и другом случае расчеты ведутся через расчетную палату (в Евроклир это “Морган Гэранти”), которая выступает контрагентом в каждой сделке.

Через указанные клиринговые системы производятся расчеты с более чем 100 тыс. ценных бумаг, как именных, так и предъявительских. Это не только еврооблигации, но и обычные национальные государственные и частные облигации, коммерческие бумаги, банковские акцепты, акции, депозитные сертификаты, варранты - всего примерно в 37 валютах (до введения евро). Собственно на еврооблигации в настоящее время приходится не более 20% всех сделок, проходящих через эти системы.

5.5 Кризисы на мировых фондовых рынках

Развитие мировой финансовой системы сопровождается время от времени повторяющимися кризисами, поражающими как отдельные страны, так и целые группы государств.

Финансовые кризисы могут сопутствовать циклическим экономическим кризисам и являться их следствием, или они могут носить самостоятельный характер и вызываться сугубо финансовыми факторами и процессами, происходящими в финансовых системах.

Понятие финансового кризиса достаточно широкое и включает кризисы валютной системы, банковской системы, на фондовом рынке (соответственно, валютные, банковские и фондовые кризисы). Все три разновидности финансовых кризисов могут сочетаться с разной степенью интенсивности или носить опять же самостоятельный характер.

В отечественной экономической литературе наиболее глубоко изучены валютные кризисы. В разные годы на эту тему писали А.В. Аникин, З.В. Атлас, Э.Я. Брегель, С.А. Былиняк, Т.Д. Валовая, А.В. Козлов, И.С. Королев, Л.Н. Красавина, Г.Г. Матюхин, В.П. Казакевич, М.А. Портной, Д.В. Смыслов, Г.П. Солюс, В.П. Суровцева, Вяч. Н. Шенаев, Ю. Шишков, А. Цимайло, Б.Г. Федоров (да простят нас другие, не менее достойные авторы, которые нами не упомянуты, просто список был бы неимоверно длинным). Среди последних работ хотелось бы выделить книгу 1999 г. В.В. Попова (совместно с М.Ф. Монтесом) по теории и истории валютных кризисов в России и других странах с формирующимися рынками (см. библиографию), где, в частности, поставлен вопрос о типологии валютных кризисов. Зарубежная литература о валютных кризисах поистине безгранична.

Значительно менее изучены кризисы на фондовых рынках. В отечественной литературе специальных исследований фондовых кризисов практически не проводилось (краткий обзор кризисов 1929 и 1987 гг. дан в

книге Г.П. Черникова). За рубежом большое число исследований посвящено кризисам 1929 и 1987 гг., но в целом вопросам кризисов на фондовом рынке уделялось меньше внимания, чем проблемам валютных кризисов.

Кризис на фондовом рынке можно определить как значительное падение курсовой стоимости ценных бумаг. Обычно, когда говорят о кризисе на фондовом рынке, имеют в виду общий обвал на рынке **акций**. Это связано с тем, что рынок акций отличается наибольшей волатильностью и ему свойственны значительно большие колебания, чем рынку долговых инструментов. Большинство исследований посвящено именно кризисам на рынках акций (stock market crisis). Кризисы на рынках акций характерны как для развитых, так и формирующихся рынков.

Кризисы на рынках долговых ценных бумаг происходят в последние десятилетия в основном на формирующихся рынках, классический пример - кризис на рынке государственных долговых обязательств Российской Федерации и кризисы на рынке долговых бумаг стран Латинской Америки в начале 80-х годов и в 1998 г. Хотя и на развитых рынках в 70-е годы падение курсовой стоимости долговых бумаг достигало таких размеров, что можно было говорить о кризисе.

Кризис на фондовом рынке в основном возникает в рамках более широкого финансового кризиса, который затрагивает банковскую и валютно-денежную систему, однако может иметь и сугубо самостоятельный характер. Так, например, крах фондового рынка США в 1929-33 г. происходил на фоне страшнейшего банковского и денежного кризиса в рамках общеэкономического кризиса. Кризис 1973 г. на развитых рынках связан опять же с глубочайшими потрясениями мировой экономики в связи с повышением цен на нефть и крахом послевоенной валютной системы. Кризис октября 1987 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже имел сугубо “фондовый” характер. Фондовые кризисы в азиатских странах в 1997-1998 гг. были спровоцированы валютным кризисом. И т.д.

Чтобы иметь какой-то количественный критерий, условно можно принять за показатель кризиса падение рынка (фондового индекса) более чем на 20% на развитом рынке и на 35% на формирующемся (учитывая большую волатильность последнего).¹

Начало кризиса - месяц, в котором индекс достигает своего исторического максимума, предшествующий месяцу падения фондового индекса ниже указанной отметки. Низшая точка падения - минимальный уровень индекса. Восстановление - время, когда индекс достигает своего предкризисного максимума.

Чтобы избежать двойного счета, мы исходим из того, что какие-либо дополнительные падения являются частью данного кризиса, а не самостоятельными кризисами.

Для иллюстрации этого определения приведем в пример кризис в странах Латинской Америки 1981 г. В июле 1981 г. латиноамериканский региональный индекс снизился на 36,14% ниже своего исторического максимума. Поскольку падение превысило 35%, это падение можно определить как кризис. Началом кризиса можно считать июнь 1980 г., месяц, когда латиноамериканский региональный индекс достиг своего исторического пика. Кризис закончился 65 месяцев спустя, в ноябре 1985 г., когда индекс вновь достиг уровня июня 1980 г. В период этого кризиса наблюдались дополнительные точки падения, например в декабре 1982 г. региональный индекс снизился почти на 69% ниже уровня июня 1980 г. Однако мы рассматриваем его как продолжение кризиса июня 1980 г., а не как самостоятельный кризис.

История XX в. знает множество примеров фондовых кризисов. Статистические данные свидетельствуют о том, что некоторые из них носили узко локальный (национальный) характер, некоторые происходили в рамках

¹ Для сравнения: под валютным кризисом обычно понимается падение курса национальной валюты на 25-30% и более за несколько месяцев и такое же резкое сокращение валютных резервов (Монтес М.Ф., Попов В.В. "Азиатский вирус" или "голландская болезнь"? Теория и история валютных кризисов в России и других странах. Пер. с англ. М.: АНХ при Правительстве РФ, "Дело", 1999, стр 17)..

региона, но были и глобальные кризисы, затрагивавшие большую часть фондовых рынков. Тем не менее, масштабы падения в условиях международных кризисов заметно отличались в разных странах.

В какой мере кризисы на фондовых рынках носят национальный и в какой интернациональный характер?

Есть ли механизм передачи кризисных явлений на фондовом рынке из страны в страну? Есть ли взаимосвязь динамики национальных рынков акций?

При изучении динамики фондовых рынков, как известно, пользуются в основном фондовыми индексами. Для характеристики динамики на мировом или региональном уровне применяются региональные или интернациональные индексы.

Первая попытка создать мировой фондовый индекс была предпринята в 30-е годы в Германии Институтом конъюнктуры Institut für Konjunkturforschung. Однако этот индекс рассчитывался по 15 странам, имевшим в индексе одинаковые веса (например, Румыния имела тот же удельный вес, что и США) и, кроме того, это был индекс индексов, а не индекс акций, имевших листинг на различных биржах.

В 1970 г. появился международный индекс Морган Стэнли Morgan Stanley Capital International MSCI. Он рассчитывался по акциям 19 стран и в национальных валютах, и в долларах США. MSCI ежедневно начал рассчитывать индексы по 1) всему миру, 2) Европе, Австралии и Дальнему Востоку (EAFE), 3) Европе и 4) странам АТР. Задача составителей этих индексов состояла в том, чтобы он включал компании, капитализация которых была бы не ниже 70% соответствующей биржи.

Были проведены расчеты этого индекса на основе месячных данных вплоть до 1956 г. (дневные, как отмечалось выше, - с 1970 г.). Со временем к указанным индексам добавились индексы по “формирующимся рынкам”, индексы общей доходности (total return indices) и индексы, взвешенные по величине ВВП.

Впоследствии целый ряд организаций начал рассчитывать международные индексы. К числу наиболее авторитетных и широко используемых индексов подобного рода относятся индексы "семейства" ФТ-ЛФБ (FT-SE Actuaries World Indexes)

Индекс ФТ-ЛФБ составляется совместно газетой "Файненшл Таймз", инвестиционным банком "Голдман Закс", компанией "Вуд Макензи энд компани", Лондонским институтом актуариев.

Расчеты ведутся по 2212 акциям 24 стран мира. На эти акции приходится не меньше 70% капитализации каждой из этих стран. База, равная 100, берется за 31 декабря 1986 г. Индекс рассчитывается после закрытия Нью-Йоркского рынка и публикуется на следующий день в газете "Файненшл таймз". Индекс рассчитывается в долларах, фунтах стерлингов, иенах, и других валютах.

Помимо страновых индексов, исчисляются отдельные индексы по регионам (Европа, Северная Америка, весь мир без США, весь мир без Японии и т.д.) и общий мировой индекс.

С января 1993 г. "Уолл Стрит Джорнэл" публикует мировой индекс Доу Джонса (Dow Jones World Stock Index), рассчитываемый по акциям 2200 компаний из 13 стран мира с разбивкой на 120 отраслевых групп.

К глобальным индексам относятся также индексы Euromoney-First Boston Global Stock Index и Salomon-Russel World Equity Index.

Международная финансовая корпорация рассчитывает фондовые индексы по развивающимся рынкам (IFCG Indexes) - общий, региональные и страновые.

Существуют также индексы James Capel Indices для стран Азии и Латинской Америки и индекс банка ING Barings Bank для "формирующихся рынков" ING Barings Bank Emerging Markets Index.

Брайан Тэйлор - руководитель калифорнийской фирмы Global Financial Data на базе указанных международных индексов составил собственные

индексы, продлив ряд на несколько десятилетий назад вплоть до прошлого века. Правда, последние являются индексами индексов, а не индексами акций.¹

История кризисов на фондовом рынке в XX в.

Самым известным фондовым кризисом всех времен является кризис 1929-1933 гг. Однако и до него в 1920-1922 г. имел место серьезный фондовый кризис, который для некоторых стран был более разрушительным, чем кризис 1929-33 гг. Так, в начале 20-х годов больше всего пострадали рынки Германии, Бельгии, Дании, Норвегии, Швеции, Италии. Его причинами стала разруха, вызванная войной, политический хаос, гиперинфляция. Рынок Германии сократился на 97%.

В 20-е годы наступил период подъема, сопровождавшийся в ряде стран беспрецедентной биржевой активностью и спекуляцией. Эпицентром этого подъема стали США, где рынок за период 1921-1929 гг. вырос почти на 400%, Франции и Бельгии - более чем на 400%, Польши - на 380%. Больше всего вырос рынок Германии - более чем на 1000%, однако здесь рост носил больше номинальный характер и в значительной степени связан с инфляционным фактором.

20-е годы в Америке - период появления новых товаров массового спроса: автомобилей, холодильников, радиоприемников, пылесосов и т.п., производившихся в основном крупнейшими корпорациями, имевшими листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже.

В 1928 - 1929 гг. спекулятивная лихорадка в США усилилась. Индекс Доу-Джонса (DJA) повысился со 191 пункта в начале 1928 г. до 300 в декабре 1928 г. и 381 в сентябре 1929 г. В ожидании дальнейшего роста прибылей и дивидендов коэффициент Цена/прибыль повысился с обычных 10-12 до 20 и выше для наиболее популярных акций.

3 октября 1929 г. индекс Доу-Джонса начал падать. 23 и 24 октября (“черный понедельник” и “черный вторник”) падение продолжилось. 24 октября

¹ См. Global Financial Data's World Stock Market Dollar Indices <http://www.globalfindata.com>.

- первый день настоящей биржевой паники. Приказы на продажу хлынули на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Было продано рекордное количество акций - около 13 миллионов. Индекс опустился до отметки 299. Ряд ведущих банков и компаний по ценным бумагам в попытке приостановить панику скупили большие пакеты акций и немного разрядили ситуацию. Но ненадолго. 29 октября (“черный четверг”) было продано уже 16 млн. акций. Рынок рухнул. Индекс опустился за день на 10% - до 230 пунктов.

Хотя признаки спада в экономике США стали проявляться за 6 месяцев до краха на НФБ, можно, тем не менее, сказать, что Великая Депрессия началась именно с обвала фондового рынка в октябре 1929 г.

Разрушив состояния сотен тысяч инвесторов, крах на фондовом рынке привел к катастрофическому уменьшению активов банков и других финансовых институтов, особенно тех, кто держал акции в своих портфелях. За период 1929-1933 гг. из 25000 американских банков 11000 обанкротилось. Крах столь большого количества банков, наряду со всеобщей потерей уверенности в перспективах дальнейшего роста привели к резкому сокращению как производственных, так и потребительских расходов, что еще больше обострило ситуацию. Результатом в итоге стало почти двукратное падение промышленного производства к 1932 г. (54% от уровня 1929 г.) и беспрецедентный рост безработицы до 12-15 млн. человек (25-30% рабочей силы).¹

Фондовый кризис 1929-1933 г. носил всеобщий характер. Начавшись в США, Великая Депрессия перекинулась и на другие страны. Из крупных европейских государств больше всего пострадали Германия и Великобритания. В Германии количество безработных достигло в начале 1932 г. 6 млн. человек или 25% рабочей силы. В Великобритании уровень безработицы был несколько ниже, однако ее промышленный сектор и экспорт оставались в депрессивном состоянии вплоть до Второй мировой войны.

¹ Encyclopaedia Britannica.

Но наиболее глубокое падение произошло в США, где индекс S&P 500 за период с сентября 1929 по июнь 1932 г. понизился на 86%. Потребовалось 25 лет, чтобы американский рынок достиг предкризисного максимума. Те же 25 лет потребовались для восстановления английского рынка (см также параграф 2.1.2).

Практически все страны предприняли попытку защитить национальное производство путем введения таможенных ограничений: увеличивая существующие таможенные тарифы или вводя пошлины и количественные ограничения. Результатом роста протекционизма стало сокращение объема мировой торговли наполовину к 1932 г.

Рынки, демонстрировавшие наибольший подъем в 20-е годы, оказались в наибольшей степени затронуты кризисом. “Супер-быки” порождают “супер-медведей”. Поэтому и в условиях небывалого подъема 90-х на развитых рынках у многих экспертов и инвесторов есть опасения, что он может закончиться сильнейшим кризисом.

Наименее пострадали от фондового кризиса Южная Африка и Австралия. Падение здесь оказалось относительно умеренным, а восстановление произошло уже в 1933-1934 гг. То же самое в Японии, хотя Япония того времени - пример не показательный: рынок акций Японии тогда был крохотным.

Отчего кризис 30-х годов оказался столь сильным? Имело место одновременное наложение друг на друга нескольких факторов. Это и завершение длительного экономического цикла, и протекционизм во внешней торговле, и сложная геополитическая обстановка в Европе.

Одной из причин можно считать и субъективный фактор. В первые годы Великой Депрессии в большинстве стран абсолютно господствовали либеральные экономические доктрины, вера в саморегулируемые механизмы рынка. Наиболее видные представители этого течения экономической мысли того периода - Йозеф Шумпетер и Фридрих Хайек исходили из того, что депрессия не столько зло, сколько благо, она позволяет ликвидировать

избыточные мощности, перераспределить факторы производства и расчистить поле деятельности для более эффективных компаний.

Как отмечал Шумпетер, при осуществлении экономической политики нет выбора между развитием с депрессией и развитием без депрессии; есть лишь выбор между депрессией сейчас и еще более глубокой депрессией позже. Для того чтобы восстановление было прочным, оно должно наступить само по себе. Искусственное вмешательство государства приводит к тому, что нежизнеспособные элементы хозяйства остаются, что создает основу для дальнейших кризисов.¹

Таблица 5.9

Масштабы падения фондового рынка в 1929-33 гг.

Страна	Предкризисный максимум	Кризисный минимум	Падение %	Восстановление
США	сент. 1929	июнь 1932	86,2	сент. 1954
Польша	апрель 1928	июнь 1932	85,1	
Бельгия	июнь 1928	март 1935	82,5	дек. 1941
Канада	сент. 1929	июнь 1932	80,1	ноябрь 1954
Голландия	июль 1929	июнь 1932	76,4	сент. 1941
Швеция	январь 1929	май 1932	75,4	ноябрь 1950
Франция	февр. 1929	авг. 1936	75,0	апр. 1941
Италия	февр. 1925	май 1932	72,9	июнь 1941
Германия	июнь 1928	апр. 1932	67,7	февр. 1942
Австрия	ноябрь 1928	дек. 1933	62,3	июнь 1954
Швейцария	сент. 1928	май 1932	61,2	январь 1946
Испания	февр. 1928	июль 1936	60,6	май 1946
Чехословакия	февр. 1925	июнь 1932	57,4	март 1937
Англия	сен. 1929	июнь 1932	52,3	май 1954
Ю. Африка (золотодобыча)	март 1927	март 1930	51,9	январь 1933
Норвегия	окт. 1924	июнь 1932	50,1	дек. 1935
Япония	июль 1926	окт. 1931	48,9	май 1933
Австралия	февр. 1929	авг. 1931	46,3	окт. 1934
Индия	ноябрь 1926	июнь 1932	45,9	окт. 1934
Ю. Африка (промышленность)	сент. 1929	дек. 1932	42,1	окт. 1933
Дания	февр. 1925	июнь 1932	39,4	авг. 1935

Источник: Could 1996 Be the Next 1929? Global Financial Data. <http://www.globalfindata.com>

¹ Цит. по DeLong J. B. Slouching Towards Utopia?: The Economic History of the Twentieth Century -XIV. The Great Crash and the Great Slump. University of California at Berkeley, 1997.

И Шумпетер, и Хайек писали об опасности кредитной экспансии в период кризиса. Главная опасность для них - высокая инфляция. В соответствии с этими идеями министерства финансов и центральные банки США, Англии и многих других стран в период кризиса повышали процентные ставки. Это еще больше затрудняло получение предприятиями кредита и еще больше углубляло депрессию.

Существовала еще одна причина того, что правительства проводили политику высоких процентных ставок: приверженность золотому стандарту. Падение процентных ставок при фиксированном соотношении национальной валюты с золотом приводило к оттоку драгоценного металла за рубеж, чего старались не допустить любой ценой, в частности, путем поддержания высоких процентных ставок (см. также ниже). Кстати, скандинавские страны, раньше других отказавшиеся от золотого фетиша, относительно легко пережили кризис.¹

После Второй мировой войны наступает новый период подъема фондового рынка, завершившийся кризисом 1973-74 гг. Этот кризис также представляет собой результат наложения ряда факторов: завершение очередного экономического цикла, нефтяной кризис, развал бреттон-вудской валютной системы.

С начала 80-х годов начинается очередной период роста, продолжающийся до настоящего времени. Однако движение не однонаправленное. Например, если рынки США и Европы с начала 90-х годов переживают период небывалого подъема, то рынок Японии уже ряд лет находился в состоянии кризиса.

Попробуем дать количественную оценку кризисов 70-90-х годов. Для этого воспользуемся результатами исследования американских экономистов Patel S., Sarkar A., опубликованных Федеральным Резервным Банком Нью Йорка (табл. 5.10) с нашими дополнениями. Авторы использовали в качестве основного индикатора региональные фондовые индексы Morgan Stanley Capital International

¹ О кризисе 1929-1933 гг. см также Иноземцев В.Л. Расколота цивилизация. М.: "Academia" – "Наука", 1999, стр.224-227.

(MSCI) для группы развитых стран (семерка крупнейших плюс Швейцария) и индексы Международной финансовой корпорации (IFC) для формирующихся рынков. Кризис, повторим, это такое состояние рынка, когда **региональный индекс** падает ниже 20% на развитых рынках и ниже 35% на развивающихся.

С начала 70-х годов по начало 2000 г. можно выделить десять фондовых кризисов, затронувших как большую часть стран мира, так и отдельные регионы (Северная Америка и Европа, Латинская Америка и Азия).

Развитые рынки

1. **Кризис 1973-74 гг.** затронул все крупнейшие промышленные страны (все 8, входящие в индекс). Ему предшествовало четырехкратное увеличение цен на нефть, проведенное странами ОПЕК в 1973 г., что, в свою очередь, привело к росту дефицита платежного баланса развитых стран - импортеров нефти. Кроме того, произошел окончательный крах золото-валютного стандарта (Бреттонвудской валютной системы). Фондовые рынки развитых стран, за исключением Канады, достигли пика в июне 1973 г. Первым обвалился рынок Италии - в июле 1973 г., месяц спустя - рынок Великобритании. Фондовые рынки Японии, Франции и Германии рухнули между ноябрем и декабрем 1973 г. Кризис поразил Канаду и США, соответственно, в апреле и июне 1974 г.

Восстановление рынка Германии заняло 4 месяца, Швейцарии - 16. В прочих странах - от 27 месяцев в США до 52 в Канаде.

2. **Кризис 1980-1981 гг.** поразил 5 стран (Канаду, Италию, Великобританию, Японию, Францию). Ему предшествовали резкое повышение цены золота в 1980 г. и удвоение цены на нефть в 1979 г., что обострило проблему платежного баланса стран - импортеров нефти.

Великобритания, Франция, Италия и Канада достигли пика между октябрем 1980 и маем 1981 г. Первым в апреле 1981 г. рухнул фондовый рынок Франции, три месяца спустя за ним последовали рынки Италии, Великобритании

и Франции. Японский рынок достиг вершины в декабре 1981 г. и рухнул в июле 1982 г.

Восстановление. Японский рынок восстановился через 2 месяца, канадский и английский - через 17-19. Для полного восстановления французского и итальянского рынка потребовалось более трех лет.

3. **Кризис 1987 г.** охватил практически все развитые рынки за исключением Японии (7 стран). Он начался обвалом на Нью-Йоркской фондовой бирже, когда за пять октябрьских дней индекс Доу Джонса снизился на треть. Толчком к обвалу послужил высокий торговый дефицит и предложения об изменении законодательства по поглощениям.

Практически все ведущие фондовые рынки достигли максимума в период между апрелем и сентябрем 1987 г. В октябре они все вместе рухнули (в Швейцарии - в ноябре).

Восстановление растянулось на период от 11 месяцев (Швейцария) до 2 лет (Италия).

Рынки стран Латинской Америки

1. **Кризис 1980-81 гг.** поразил три страны (Аргентину, Чили и Мексику). Непосредственным толчком послужил двукратный рост цен на нефть, проведенный ОПЕК в 1979 г., что привело к обострению проблемы платежного баланса стран - импортеров нефти, особенно развивающихся. В 1982 г. сначала Мексика, а следом за ней Бразилия и Аргентина объявили о невозможности платить по внешним займам (объявили о 90-дневном моратории на платежи по внешнему долгу).

Рынки Аргентины, Мексики и Чили достигли пика между апрелем 1979 и июнем 1980 г. Первым рухнул фондовый рынок Аргентины в мае 1980 г., Мексика и Чили последовали за ним в июле 1981 г.

Восстановление растянулось на 4-6 лет.

2. **Кризис 1986-87 гг.** захватил Бразилию и Мексику. Бразильский рынок акций достиг наивысшей отметки в апреле 1986 г. как следствие ускоренного экономического роста, наступившего после принятия плана стабилизации национальной денежной единицы (Cruzado Plan), но рухнул в сентябре того же года из-за неспособности правительства проводить экономические реформы. Крах на Нью-Йоркской фондовой бирже 1987 г. еще больше обострил бразильский кризис и привел к кризису в Мексике, где в сентябре 1987 г. был отмечен максимум, а в октябре рынок обвалился.

Восстановление заняло от 29 месяцев в Мексике до 71 месяца в Бразилии.

3. **Кризис 1994-1995 гг.** захватил Аргентину, Бразилию и Мексику. Кризису предшествовало увеличение почти на 85% ставки рефинансирования ФРС (Federal Funds Rate) в течение 1994 г. и неожиданная девальвация мексиканского песо в декабре 1994 г.

Рынки акций всех трех латиноамериканских стран достигли очередного пика в 1994 г.: Мексика и Аргентина - в январе, Бразилия - в сентябре. Первым рухнул мексиканский рынок в декабре 1994 г. Т.наз. “эффект текилы” (Tequila effect) оказал затем воздействие на Аргентину, где местные банки потеряли одну пятую своих депозитов, резко возросли процентные ставки, а сальдо движения капиталов стало отрицательным из-за бегства капиталов. Рынок акций рухнул в феврале 1995 г. Очередь Бразилии наступила в марте 1995 г.

Для **восстановления** Бразилии потребовалось 22 месяца, Аргентине 23. Рынок акций Мексики даже в начале 1999 г. не достиг предкризисного максимума.

4. **Кризис 1998 - 1999 гг.** явился результатом азиатского кризиса. Непосредственный толчок был дан кризисом в России, разразившимся после 17 августа 1998 г. Захватил все 7 стран, по которым рассчитывается индекс МФК. Падение оказалось очень быстрым и глубоким, однако уже с осени индекс начал расти.

Таблица 5.10

Хронология региональных кризисов

Начало кризиса	Момент падения ниже контрольной точки (20% и 35%)	Низшая точка падения	Дата восстановления рынка	Период до низшей точки падения, мес.	Период до восстановления, мес.	Падение, %	Среднегодовая норма доходности до кризиса		Среднегодовая норма доходности после кризиса	
							1 год	3 года	1 год	3 года
Развитые рынки										
1973 06	1974 05	1974 09	1978 02	15	41	39,9	25,0	24,2	-5,0	-7,5
1980 10	1982 06	1982 06	1983 03	20	9	22,9	31,1	25,7	-5,0	-15,5
1987 08	1987 11	1988 01	1989 01	5	12	21,5	26,8	48,7	-7,4	-1,3
Рынки стран Латинской Америки										
1980 06	1981 07	1982 12	1985 11	30	35	68,4	71,0	66,8	-4,0	-10,1
1987 09	1987 11	1987 11	1988 05	2	6	38,2	67,9	64,4	-29,0	-37,4
1994 09	1995 02	1995 02	1997 02	5	24	38,2	63,5	37,2	-2,5	-0,6
1998 07	1998 08	1998 08		1		46,0				
Азиатские рынки										
1978 12	1980 08	1980 10	1985 10	22	60	43,7	33,8	51,6	-7,9	-15,8
1990 03	1990 09	1990 09	1993 08	6	35	37,7	44,7	55,6	-10,3	-1,4
1996 04	1997 08	1997 12	1997 12	20	-	67,9	20,3	21,6	-	-

Источник: Patel S., Sarkar A. Stock Market Crises in Developed and Emerging Markets. Federal Reserve Bank of New York, April 1998, Table 1. Emerging Markets Database. IFC, Washington. [Http://www.ifc.org](http://www.ifc.org)

Азиатские фондовые рынки

1. **Кризису 1979-1980 гг.** в Южной Корее и Таиланде предшествовал также нефтяной кризис, вызванный двукратным повышением цен на нефть странами ОПЕК в 1979 г., который привел к обострению проблем платежного баланса стран - импортеров нефти. Рынок Кореи достиг максимума в августе 1978 г. и затем рухнул в мае 1979 г. Рынок акций Таиланда достиг пика в октябре 1978 г. и провалился в январе 1980 г.

На восстановление ушло примерно 5 лет.

2. **Кризис 1990 г.** поразил фондовые рынки уже 5 стран (Индонезии, Ю. Кореи, Филиппин, Тайваня и Таиланда). Кризису предшествовало обострение проблем с ликвидностью, высокие процентные ставки, замедление экономического роста и политическая неопределенность, связанная с войной в Персидском заливе. Указанные пять стран достигли пика между мартом 1989 и июлем 1990 г. в основном благодаря интересу иностранных инвесторов к региону. Первыми рухнули рынки Филиппин и Тайваня в мае 1990, за ними последовала Корея в августе 1990 г., Таиланд в сентябре 1990 г. и Индонезия в октябре 1990 г.

На восстановление Таиланду потребовалось 23 месяца, Филиппинам 35, Южной Кореи и Индонезии не достигли докризисного уровня и в 1999 г.

3. **Кризис 1996-1997 гг.** также затронул те же 5 азиатских стран. В Таиланде рынок акций за 1990-1994 гг. вырос почти в три раза, достигнув максимума к октябрю 1994 г. Затем цены пошли вниз в связи с ростом процентных ставок и накоплением “плохих кредитов” и в октябре 1996 г. произошел обвал. Рынки Малайзии и Филиппин достигли максимума в начале 1997 г. и рухнули в августе. Рынки Южной Кореи и Индонезии, так и не восстановившись после кризиса 1990 г. вновь “обвалились”.

Восстановление растянется на несколько лет, учитывая, что Индонезия и Корея до сих пор не преодолели последствий кризиса 1990 г.

Из приведенных данных можно сделать следующие выводы:

Шесть из этих десяти кризисов связаны с радикальным изменением условий торговли: первый кризис развитых рынков в 1973 г., кризисы, охватившие все три региона в 1980-81 гг. были связаны с нефтяным кризисом (резким повышением цен на нефть); латиноамериканский кризис 1994 г. и азиатский кризис 1997 г. связаны в значительной мере с завышенным курсом национальной валюты из-за проводимой политики поддерживаемого курса.

Остальные 2 кризиса (кризис 1987 г. в развитых и латиноамериканских странах) связаны с крахом на рынке США, азиатский кризис 1990 г. и латиноамериканский 1998 г. явились результатом одновременного сочетания ряда экономических и политических факторов.

С начала 70-х годов в мире произошло три фондовых кризиса на развитых рынках, каждый из которых оказался менее сильным, чем предыдущий. Продолжительность кризисов для развитых рынков сократилась с 59 месяцев у кризиса июня 1973 г. до 17 месяцев у кризиса августа 1987 г. Глубина падения сократилась с 40% до 22%.

За тот же период в Латинской Америке произошло 4 кризиса и в Азии три кризиса. Однако в отличие от развитых рынков здесь не приходится говорить о снижении их интенсивности. Кризисы на развивающихся рынках отличаются глубоким и быстрым падением с долгим периодом восстановления. Максимальное падение рынка составляло примерно 40% в случае 6 кризисов и превышало 60% в двух других случаях.

В случае всех 10 кризисов краху предшествовал очень значительный рост. В среднем за три года, предшествовавшие кризису, годовая норма прибыли (прирост курсовой стоимости и дивиденды) составляла 49%.¹

Данные о падении цен на региональных рынках свидетельствуют о наличии эффекта “распространения заразы” (contagion) в рамках региональной группы (в кризисе участвует большая часть группы и степень падения, как и

¹ Patel S., Sarkar A. Stock Market Crises in Developed and Emerging Markets. FRB of New York, April 1998, p.8.

длительность кризиса примерно равны), однако нет явных доказательства того, что “распространение заразы” происходит между регионами.

Но и в рамках одной группы нельзя говорить о полной синхронности в динамике фондового рынка. Особенно заметно несовпадение динамики между основными промышленными странами и странами - экспортерами сырья: Австралия, Канада, ЮАР, Новая Зеландия. Последние показывали относительно хорошие результаты в 30-е, 40-е и 70-е годы, когда рынки США и Европы находились в упадке. И наоборот, результаты этих рынков в 20-е, 50-е и 80-е годы были хуже, чем у США и Европы.

В 90-е годы рынок США переживает период невиданного подъема, в то время как Японии - сильнейшего спада.

Это несовпадение предоставляет прекрасную возможность диверсификации портфеля акций для крупных инвесторов и позволяет снизить уровень систематического риска.

Итак, частота кризисов на мировых фондовых рынках заметно увеличилась в 70-е - 90-е годы, а главное, они начали приобретать более интернациональный характер. Ситуация заметно контрастирует с периодом 50-60-х годов, когда и масштабы падения были ниже, и не наблюдалось совместного или группового “погружения” в кризис. Чем это вызвано?

Основная причина, вероятно, это либерализация движения капиталов, произошедшая после окончательной ликвидации золото-долларового стандарта в 1973 г. и переход большинства стран к режиму плавающего валютного курса.

Принятие в декабре 1997 г. Всемирной торговой организацией пакта о торговле финансовыми услугами привело к еще большей открытости национальных финансовых рынков.

Полностью открытый рынок капиталов лишает правительство возможности одновременно проводить политику поддержки валютного курса и осуществлять денежно-кредитное регулирование в соответствии с целями внутренней экономической политики.

Рассмотрим следующий пример с Австрией. На протяжении длительного времени австрийский шиллинг был “привязан” к немецкой марке. Поскольку участники рынка знали, что курс шиллинга не может отклониться от марки более, чем на несколько базисных пунктов, процентные ставки в Австрии следовали за процентными ставками в Германии. Баланс сохраняли арбитражеры, которые заимствовали деньги на том рынке, где они дешевле и предоставляли их в виде кредита на том, где они дороже, будучи уверенными в том, что их выигрыш не окажется “съеден” изменением валютного курса. Однако равенство процентных ставок означало также, что Австрия не могла проводить денежно-кредитную политику независимо от Германии: как курс шиллинга, так и процентные ставки зависели от Германии. Фактически у центрального банка Австрии в этом случае лишь одна функция: регулировать курс шиллинга к марке.

В данном случае возможны два варианта обретения независимой денежно-кредитной политики. Первый вариант - запретить межстрановые финансовые операции. В этом случае если Австрия понижает процентные ставки, спекулянты (прежде всего финансовые институты) не могут перевести деньги в Германию для игры на разнице процентных ставок. На валютный курс будет оказывать влияние лишь состояние текущего платежного баланса.

Второй путь - сохранение свободы перемещения капитала, но при этом переход на режим плавающего валютного курса. В этом случае Австрия получает возможность понижать уровень процентных ставок, но результатом станет понижение курса шиллинга к марке. И то, и другое способствует повышению спроса на австрийскую продукцию.

Иными словами, правительство не может одновременно проводить политику фиксированного валютного курса, иметь открытый рынок капиталов и осуществлять денежно-кредитную политику, направленную на достижение внутренних целей (стимулирование производства, борьба с инфляцией и т.п.).

Одновременно можно реализовать лишь две из этих целей. Если денежно-кредитная политика нацелена на достижение внутренних задач, необходимо отказаться либо от фиксированного курса, либо от свободного перелива капиталов. Если приоритетом становится фиксированный курс с интеграцией в мировой рынок капиталов, нужно отказаться от независимой денежно-кредитной политики.

В действительности ни одна страна в мире не допускает абсолютно “свободного плавания” своей валюты, как не бывает и абсолютно фиксированных курсов. В последней четверти XX в. после отмены золотодолларового стандарта все развитые страны перешли к системе “плавающих” валютных курсов. Однако все страны в той или иной форме осуществляют мероприятия по регулированию курса. И при этом остается непреложным фактом, что чем жестче это регулирование, тем сложнее реализовывать внутренние цели с помощью инструментов денежно-кредитной политики.

В эпоху золотого стандарта указанная задача решалась в пользу фиксированного курса и свободного перелива капитала между странами.

В 30-е годы все страны отказались от золотого стандарта и свободного рынка капиталов в пользу денежно-кредитной политики, нацеленной на повышение уровня занятости и роста производства.

Великая Депрессия дискредитировала идею свободного рынка и сделала непопулярным финансовый рынок и финансистов. Финансовые рынки стали жестко регулироваться. На первое место в качестве целей экономической политики повсеместно вышло поддержание высокого внутреннего спроса.

Как известно, послевоенная валютная система, основы которой были заложены на Бреттон-Вудской конференции 1944 г., также предусматривала сохранение стабильных валютных курсов путем их фиксации к доллару США. Плавающие курсы рассматривались как препятствие для развития международной торговли.

При возникновении временных трудностей платежного баланса предусматривалась возможность получения кредита от специально созданной организации - Международного валютного фонда, при сохраняющемся дисбалансе страна могла, по согласованию с МВФ, изменить курс своей валюты к доллару.

Основатели МВФ рассматривали кредиты МВФ как заменитель частных капиталов, а не дополнение к ним. Жесткий контроль над движением капиталов, введенный в годы войны, предполагалось продолжить и дальше, поскольку в свободном переливе капитала многие видели угрозу национальной экономике. Устав МВФ предоставлял право его членам вводить новые ограничения при длительной утечке капитала из страны, а в отдельных случаях давал право МВФ требовать введения этих ограничений.

Как заявил министр финансов США Генри Моргентау, МВФ совместно с Мировым банком “изгонят алчных спекулянтов из храма международных финансов”.¹ Конвертируемость валют по капитальным операциям рассматривалась не только как необязательная, но и нежелательная.

Конвертируемость по текущим операциям была достигнута в Европе к концу 50-х годов, что способствовало росту международной торговли. Контроль над движением капиталов в большинстве стран продолжал сохраняться.

Однако по мере роста международной торговли возникало все больше возможностей для обхода официальных ограничений на перемещение капиталов путем трансфертных цен, задержки или ускорении платежей и т.п. Быстрый экономический рост способствовал все большей финансовой либерализации ряда стран, в то время как США, озабоченные потерей золотого запаса, на протяжении 60-х годов вводили ограничения на отток капитала за рубеж (см. предыдущий параграф).

Для США поддержание фиксированного курса требовало сохранения высоких процентных ставок, что снижало темпы роста. В Германии

¹ Цит. по Obstfeld M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? NBER Working Paper 6559. Cambridge, Mas., May, 1998, p.11.

фиксированный курс не позволял противодействовать инфляции. Даже та ограниченная свобода в перемещении капиталов, которая была достигнута к началу 70-х годов, приводила к отчаянным спекулятивным атакам на ведущие валюты. После ряда неудачных попыток восстановить фиксированные курсы, промышленно-развитые страны перешли к системе плавающих курсов в 1973 г. Первоначально режим плавающих курсов рассматривался как временная мера, однако оказалось, что это надолго. Более четверти века развитые страны живут в условиях плавающих курсов.

Плавающие курсы способствовали бурному росту финансовых рынков. Отказавшись от фиксированных курсов, страны смогли открыть свои рынки капиталов при сохранении независимости при проведении денежно-кредитной политики. Многие страны пытались в той или иной форме зафиксировать курс своей валюты, однако очень немногие смогли или захотели поддерживать его долгое время. Раньше или позже, поддержание стабильного курса вступает в противоречие с другими целями экономической политики.

Морис Обстфельд из Университета Беркли (США) отмечает, что лишь единицы из крупных и средних стран мира соблюдали фиксированный курс более 5 лет. Таиланд вынужден был девальвировать свою денежную единицу - бат в 1997 г., причем с этой девальвации начался азиатский кризис.¹ Гонконг сохранил фиксированный курс к доллару США, несмотря на спекулятивные атаки 1997-98 гг., при поддержке КНР. Аргентина сохраняет фиксированное соотношение своей валюты с долларом США (1:1) с апреля 1991 г., опираясь на кредиты МВФ, но при этом в стране сохраняется достаточно высокая безработица (около 15% в 1997 г. и 12% в 1998 г.).

Страны ЕС в рамках Европейской валютной системы на протяжении многих лет сохраняли стабильные курсы по отношению к валютам других членов ЕВС. Однако не исключено, что платой за эту стабильность является высокая безработица - заметно большая, чем в США и Японии.

¹ Ibid., p.13.

Тенденция к либерализации финансовых систем развивающихся стран будет сопровождаться переходом к плавающим валютным курсам.

Попытка сохранять фиксированный курс (или валютный коридор как было в России) увеличивает возможность международного долгового кризиса. Когда национальные заемщики (будь то банки или нефинансовые компании) чрезмерно уверены в стабильности валютного курса, они могут осуществить также чрезмерные заимствования в иностранной валюте, при этом не застраховавшись от возможного падения курса национальной валюты, что приводит к резкому увеличению соотношения обязательства/активы.

Они могут также уверовать, что, даже в случае кризиса, обязательство государства поддерживать курс представляет собой скрытую форму гарантии оказания помощи в той или иной форме.

Когда действительно ситуация на рынке меняется и на национальную валюту оказывается давление, правительство оказывается перед выбором: либо принять на себя краткосрочные обязательства национальных заемщиков, либо допустить многочисленные банкротства. А поскольку правительство одновременно уже использовало валютные резервы в тщетной попытке поддержать курс на прежнем уровне и при этом не может получить новых кредитов, суверенный дефолт оказывается неизбежен.

В таком положении оказалась Чили в начале 80-х годов, Мексика в 1994 г. Так, в Мексике в начале 90-х годов национальные финансовые институты, пользуясь разницей процентных ставок в США и Мексике, осуществили крупные заимствования на американском рынке, разместив полученные деньги в Мексике (под более высокий процент). Во многих случаях эти заимствования осуществлялись с помощью специальных методов, позволявших обойти существовавшую в Мексике систему пруденциального надзора.

Когда в конце 1994 г. разразился “кризис песо”, мексиканское правительство столкнулось одновременно с кризисом в частном финансовом секторе и с проблемой государственной долларовой задолженности. Чтобы

спасти банки, оно было вынуждено предоставлять им ликвидные ресурсы, что лишь ускорило девальвацию песо.

Похожая ситуация сложилась и в странах Азии в 1997 г. - в Таиланде и Малайзии, где банки и компании также осуществляли крупные заимствования в иностранной валюте, используя опять же низкие процентные ставки на рынках развитых стран. А дальше события развивались по тому же сценарию, что и в Мексике.¹

Аналогично развивались события и в России в 1998 г., с той лишь разницей, что в отличие от азиатских стран, где в эпицентре кризиса оказался частный сектор, у нас это было государство. Кризис в России оказался значительно более глубоким, чем в других развивающихся странах (по глубине финансового кризиса с российским сравним лишь кризис в Индонезии).

Волнение на финансовых рынках, наступившее после дефолта России 17 августа 1998 г., нельзя объяснить ролью России в мировой валютно-финансовой системе. Как было показано в главе первой, даже в благополучный период ее доля в мировых фондовых рынках была ничтожна. Причина заключается в том, что финансовый кризис в России привел к повсеместной переоценке рисков, связанных с вложениями в формирующиеся рынки. Инвесторы в развитых странах стали пересматривать свои портфели в пользу ценных бумаг своих стран. Массовый сброс ценных бумаг стран с формирующимися рынками и “бегство к качеству” привело к резкому снижению их курсовой стоимости, снижению доходности облигаций развитых стран и увеличению спреда по долговым бумагам развивающихся стран в ряде случаев на десятки процентных или тысячи базисных пунктов. Если в 1997 г. спред доходности по евродолларовым облигациям развивающихся стран (по сравнению с эталонными benchmark, безрисковыми облигациями) находился в пределах 500 базисных

¹ Обстоятельный анализ “азиатского финансового кризиса” конца 90-х годов дан в работах Иноземцев В.Л. Расколота цивилизация. М.: “Academia” – “Наука”, 1999, стр. 344-381; Монтес М.Ф., Попов В.В. “Азиатский вирус” или “голландская болезнь”? Теория и история валютных кризисов в России и других странах. Пер. с англ. М.: АНХ при Правительстве РФ, “Дело”, 1999.

пунктов, то после российского дефолта 17 августа он увеличился до 2000 базисных пунктов у Индонезии и Бразилии и 7000 у России (по облигациям внутреннего валютного займа).

Уход денег с формирующихся рынков на развитые, как следствие финансовых кризисов в этой группе стран в 1997-1998 гг., в результате еще больше раздул пузырь фиктивного капитала на развитых рынках и отсрочил давно назревшую корректировку курсовой стоимости их финансовых активов, в первую очередь в США. Однако по всем признакам эта корректировка, причем, скорее всего, в форме кризиса (т.е. значительного и быстрого снижения курсовой стоимости), должна произойти в течение 2000 г.

Первые признаки подобной корректировки стали проявляться в апреле 2000 г., когда падение курсов акций в США на некоторое время превратилось в самое важное экономическое событие на мировом финансовом рынке. В публикациях этого периода большинство экспертов говорило о завышенности курсов акций высокотехнологических компаний, имеющих листинг в НАСДАК и рассматривало произошедшее падение индекса НАСДАК как необходимую и давно назревшую корректировку рынка. Однако, как отмечалось в главе второй, чрезмерное разбухание фиктивного капитала в конце 90-х годов характерно не только для сектора новых технологий, но и для всего рынка в целом. Относительное спокойствие, установившееся на рынках США к маю, по нашему мнению, явление временное.