

Ирина Юдина

**ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ
И НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**

Монография

*Издательство
Алтайского государственного университета
Барнаул 2005*

ББК 65.018.6я43

Ю 163

Рецензенты:

доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой региональной экономики
Алтайского государственного университета

Виталий Викторович Мищенко

кандидат экономических наук, профессор, зав. кафедрой международных
экономических отношений Омского государственного университета

Валерий Дмитриевич Чухломин

Ю163

Юдина И. Н.

Финансовая нестабильность и новые вызовы для развивающихся

стран: Монография. Барнаул: Изд-во Алт. ун-та, 2005. 166 с.

ISBN 5-7904-0347-6

В данной монографии анализируются основные причины глобальной финансовой неустойчивости на рубеже XX–XXI вв. и влияние факторов внешнего финансового окружения на экономику развивающихся стран с зарождающимися рынками. Целая череда финансовых кризисов в различных регионах мира в 1997–2003 гг. повысила риски инвестирования в этих странах и породила чувство неуверенности («неприятия рисков») глобальных инвесторов в отношении этих рынков. Одновременно исследуются внутренние причины финансовой неустойчивости и такое относительно новое явление, как финансовая «инфекция», изучаются механизмы её распространения на соседние регионы.

Книга содержит богатый иллюстративный материал, который будет полезен не только для научных работников, но и для специалистов, занимающихся проблемами внешнего финансирования (прямых и портфельных инвестиций, внешнего долга), а также для студентов высших учебных заведений по специальностям «Мировая экономика», «Международные отношения» и «Регионоведение».

ISBN 5-7904-0347-6

© Юдина И. Н., 2005

© Издательство Алтайского
гос. университета, 2005

Оглавление

Введение	5
Глава 1. Финансовая нестабильность как феномен мировой экономики конца XX — начала XXI вв.	7
1.1. Ухудшение международной финансовой среды со второй половины 1990-х гг.	7
1.2. Волатильность финансового рынка и нестабильность финансовой системы.....	14
1.3. Волатильность и её связь с макроэкономическими факторами (опыт развитых экономик).....	20
1.4. Финансовые потрясения на формирующихся рынках: угрозы извне и изнутри	28
1.5. Восприятие риска и политика в отношении потоков капитала	37
Глава 2. Пути и последствия интеграции стран с формирующимися рынками в международную финансовую систему	48
2.1. Изменчивость потоков капитала и экономический рост в странах с формирующимися рынками	48
2.2. Финансовая интеграция и волатильность производства	62
2.3. Внешнее финансирование в посткризисный период	70
2.4. Пересмотр стратегии инвестирования на формирующихся рынках и новые возможности	82
2.5. Внутренние активы как альтернативный источник финансирования	94
2.6. Россия на пути интеграции в международные рынки капитала	98

Глава 3. Восприятие рисков на формирующихся рынках и управление ими	105
3.1. Рынок деривативов в управлении потоками капитала в страны с формирующимися рынками	105
3.2. Кредитные деривативы как инструмент управления кредитными рисками	111
3.3. Рынки производных как фактор риска во время финансовых кризисов	118
3.4. Роль деривативов в кризисе развивающихся экономик	123
3.5. Повысить устойчивость банковской системы: новые соглашения по достаточности капитала (Basel II)	130
Заключение	137
Основные источники статистической информации	145
Приложения	147
Словарь терминов	156

Введение

1990-е гг. показали огромную волну притоков частного капитала из промышленно-развитых в развивающиеся страны. В начале десятилетия частные и официальные потоки были почти одинаковыми, но спустя пять лет первые превысили вторые. Это явление было характерно не только для конца XIX в., но и для конца XX в. Данное обстоятельство имело важное политическое последствие для развивающихся стран, поскольку они стали интегрироваться в глобальную финансовую систему.

С конца XIX в. капитал вкладывался в финансирование инфраструктурных проектов, таких как железные дороги и прямые инвестиции в иностранные компании. Спустя 100 лет иностранные инвестиции поступают главным образом по каналам мультинациональных предприятий, которые возводят заводы и организуют услуги по всему миру. Эти инвестиции приносят с собой не просто деньги. Они открывают доступ к рынкам, новым технологиям и обучают рабочих. Но есть другой тип капитала: значительный пул мобильных денег по каналам взаимных и пенсионных фондов и деньги богатых персон, готовых преодолевать различные барьеры в поиске очень высокой краткосрочной выгоды.

Страны, открывающиеся таким потокам капитала, несут и издержки от таких инвестиций. Мнения инвесторов очень изменчивы, и это может вызвать значительную нестабильность, особенно в странах с формирующимися рынками (СФР). Это, в свою очередь, требует пересмотра международной экономической архитектуры, ставится ряд важных вопросов: стоят ли выгоды затрат, связанных с либерализацией потоков капитала? Смогут ли СФР извлечь выгоды финансовой глобализации без того, чтобы не подвергать опасности беднейших людей? Ответ политиков – найти подход к последовательным финансовым реформам с тем, чтобы гарантировать стабильность и извлечь выгоды от интеграции в мировые рынки капитала.

Можно выделить четыре основных компонента такого подхода: 1) СФР должны укреплять банковское регулирование и, по-возможности, построить дополняющий и хорошо управляемый рынок ценных бумаг; 2) политика должна быть направлена на сокращение спроса (и, соответственно, волатильности) на краткосрочные внешние займы; 3) необходима дальнейшая международная кооперация в выработке и проведении фискальной, денежной и валютной политик; 4) долгосрочные иностранные инвестиции должны привлекаться путем создания здоровой экономической среды, включая инвестиции в человеческий капитал, не допуская искажения на внутренних рынках, путем предоставления гарантированных прав инвесторам, а не субсидирования.

Данная работа показывает противоречивый результат интеграции СФР в международную финансовую систему. Опыт 1990-х гг. позволяет выявить основные выгоды и риски глобальной финансовой интеграции. И, что более важно, чтобы достигнуть целей без угрозы для финансовой стабильности, потребуются глобальные и национальные действия.

Глава 1. Финансовая нестабильность как феномен мировой экономики конца XX — начала XXI вв.

1.1. Ухудшение международной финансовой среды со второй половины 1990-х гг.

Существуют четыре элемента в международном окружении, которые в наибольшей степени содействовали ухудшению экономической ситуации в мире во второй половине 1990-х гг. Во-первых, произошедший кризис в Восточной Азии выявил степень, с которой темп глобальной финансовой интеграции (с доступом к частным потокам капитала для развивающихся стран) опередил создание внутренних институтов, необходимых для контроля и регулирования финансового сектора и его взаимодействия с мировым рынком. Значительные притоки капитала в страны со слабыми внутренним финансовым и корпоративным регулированием и наблюдением породили серьезную угрозу финансовой нестабильности, и это стало основой вспышки финансового кризиса в Восточной Азии с вытекающими отсюда серьезными макроэкономическими последствиями. Массированный приток капитала значительно увеличил краткосрочную задолженность в иностранной валюте на балансе у местных банков и корпораций и вызвал бум во внутреннем кредитовании, что поощряло спекулятивные низкокачественные инвестиции. Они увеличили итак уже высокий корпоративный левередж и ухудшили кредитные портфели банков сомнительными займами, параллельно отразившись в «ценовом пузыре» на активы, который неизбежно должен был лопнуть.

Во-вторых, международное окружение стало слишком благодушным к последствиям системного риска и коллапсу финансового сектора: к тому, насколько глубоким может быть этот коллапс и каким трудным (и длительным) может быть восстановле-

ние, насколько неэффективными могут быть стандартные подходы к таким кризисам и насколько огромными могут быть социальные издержки. Беспрецедентная глубина и продолжительность кризиса в Восточной Азии, банковский кризис в Японии лишь высветили международные издержки неуправляемого системного финансового кризиса. Большинство аналитиков серьезно недооценило значимость долго вызревавшего банковского кризиса в Японии и серьезность разногласий во внутренней политике, что и препятствовало решающим действиям. Японские банки, столкнувшиеся со стагнирующей экономикой и накопившие «плохие» долги у себя дома, были одними из основных кредиторов бума в Восточной Азии середины 1990-х гг. Рецессия в Японии в 1998 г. совпала с кризисом в Восточной Азии и повысила риск глобальной рецессии. Разрешение банковского кризиса потребует времени и эффективного проведения реформ в течение длительного периода.

В-третьих, недавние события высветили даже больше несовершенств на глобальном рынке капитала, которые могли поспособствовать «иррациональному избытку» и неустойчивым колебаниям в потоках капитала в период длительного процветания. При ухудшении среды они провоцируют панику и порождают пессимизм относительно достоверности оценок изменений в фундаментальных экономических условиях. И в результате — внезапные массовые оттоки капитала из развивающихся стран с серьезными последствиями для экономического роста и благосостояния. То, что началось как локальный кризис в маленькой тайской экономике в июле 1997 г., быстро распространилось на соседей в регионе, затем на Россию в августе 1998 г., превратившись во всеобщий кризис доверия к зарождающимся рынкам. Поиск путей, позволяющих сгладить будущие международные финансовые кризисы — усилить как внутренние институты и политику, так и институциональную архитектуру мировой финансовой системы, — является насущной проблемой.

В-четвертых, после кризисов второй половины 1990-х гг. появилось единогласие, что развивающиеся рынки, отменяя ограничения на движение капитала и интегрируясь в глобальный финансовый рынок, должны будут развивать внутренние институты. Выгоды открытого баланса капитала должны быть взвешены с рисками финансового кризиса, особенно в странах с хрупкими финансовыми системами. В частности, потоки капитала нужно дифференцировать по степени и типу выгод, которые они несут странам-заемщикам, так же, как по связанным рискам, таким, как их изменчивость и склонность к внезапным массовым реверсиям.

Заглядывая вперед и несмотря на специфические политические и экономические проблемы в ведущих странах с развивающимися рынками, наиболее вероятно, что финансовая стабильность и эластичность их экономик в будущем сохранятся.

1. Глобальная экономика будет постепенно улучшаться, хотя и более медленными темпами, чем ожидалось.

2. Недавняя коррекция рынка несколько снизила необычно высокую цену акций, которая сама по себе уже высокий риск. Особенно это относится к сектору высоких технологий, где в результате продолжительной «вялости» цены на акции снизились настолько, что частные фонды привлекли чистый капитал от инвесторов и готовы приобрести имущество отдельных телекомпаний и других промышленных компаний. В этом случае они смогут обеспечить стабильность рынка. С начала августа 2002 г. оценки американского и европейского рынков акций находятся на уровне средних долгосрочных тенденций (рис.1.1).

3. Хотя рынки остаются волатильными и даже могут стать более изменчивыми, с небольшой вероятностью можно утверждать, что рыночная динамика может вызвать систематические проблемы.

Несмотря на то, что новые скандалы вокруг корпораций и неудовлетворительная прибыльность не могут быть исключены в ближайшее время, а коррекции глобального рынка будут происходить и в будущем, продолжающаяся эрозия цен не сильно повредит экономике. Это объясняется поведением розничных инвесторов. Если домашние хозяйства продолжат инвестировать в акции, то будет сдерживаться давление со стороны продаж, а негативный эффект богатства будет ограничен. В таком случае разумно ожидать, что глобальное экономическое восстановление продолжится (это находит подтверждение в последних обзорах МВФ (World Economic Outlook)), а стабильность и эластичность международной финансовой системы сохранятся.

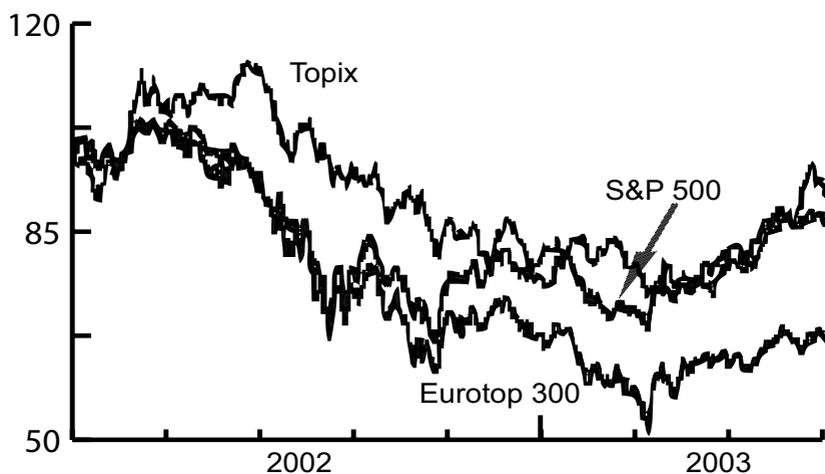


Рис. 1.1. Фондовые индексы стран триады (январь 2000 г. = 100)

Источник: Bloomberg L.P.

Тем не менее риски финансовой стабильности исходят как от развитых, так и от развивающихся финансовых рынков. На зрелых рынках наибольшее беспокойство вызывает тот факт, что доверие инвесторов может достигнуть предела, когда они начнут закрывать позиции, не принимая экономические и финансовые риски. Обвал сектора телекоммуникаций в 2000 г. и сохраняющаяся «вялость» вызывают беспокойство, что дальнейшая коррекция цен на акции может породить «каскадный» эффект и, таким образом, обострить проблемы с ликвидностью и кредитами.

Вероятность массового неприятия риска, включая домашние хозяйства, частично зависит от того, будут ли оставаться проблемы корпоративного управления, особенно в странах с зарождающимися рынками. Наиболее вероятно, что это будет связано с резкой коррекцией на уже слабых рынках корпоративных бумаг, потерей гибкости и эластичности глобальных финансовых институтов и более значительным сокращением кредитования даже заемщиков с низким риском. Это может создать такие условия на рынке, когда «страхи кормят страхи» и происходят панические продажи. Такие процессы, связанные со стадным поведением инвесторов, хорошо известны и являются потенциальной угрозой турбулентности на глобальном рынке, включая возможность сильного воздействия на зарождающиеся рынки. Еще один риск в том, если глобальное экономическое восстановление так и не наберет силу (или вовсе затормозится) в результате проявления эффекта богатства на поведение домашних хозяйств в расходовании средств (ослабляются стимулы к сбережениям).

Второй источник глобального риска — возможность, что кумулятивные потери, которые понесли финансовые институты, могут ухудшить капитал ведущих институтов или большого числа средних. Это может сильно подорвать эластичность таких

институтов. Особенно в Европе, где сектор телекоммуникаций и энергетических компаний сильно пострадал и столкнулся с более высокой стоимостью финансирования; где компании страхования и перестрахования оказались в затруднительном положении, а банковский капитал обесценился настолько, насколько потеряли все европейские рынки. Напротив, в США банковский капитал упал меньше, чем в целом рынок. Причина такого различия в том, что европейские страховые компании и банки подвержены большему корпоративному риску, в том числе компании телекоммуникаций (как в форме владения акциями этих корпораций, так и в форме займов), поскольку компании в Европе все еще предпочитают пользоваться услугами финансовых посредников, а не рынков. К тому же для многих европейских банков диверсификация операций за счет инвестиционного бэнкинга и международного бизнеса привела к существенным потерям. Ухудшения банковских балансов могут быть связаны (и даже усугублены) с неприятием рисков и недостаточным кредитованием в основных международных финансовых центрах и развивающихся экономик.

Третий источник рисков — возможность резкого замедления чистых притоков капитала в США. В 1990-е гг. США привлекли значительное количество капитала из всех стран, и в последние несколько лет они абсорбировали около 70% чистых сбережений всего мира (излишков текущего баланса). К концу 2001 г. чистый приток капитала достиг 400 млрд долл., поскольку экономику США воспринимали как наиболее желательное место для инвестирования. В течение 1990-х гг. притоки капитала на рынки США были связаны с бурным ростом цен на активы и постоянным увеличением стоимости доллара, который в настоящее время падает. В той степени, в которой будет снижаться приток капитала, будет меняться и динамика рынка. Хотя экономические и финансовые риски остаются существенными, корректировка рынка не должна быть

резкой или разрушительной, чтобы не создавались проблемы с ликвидностью и кредитом. Для этого инвесторы должны иметь возможности для желательных инвестиций, по крайней мере, пока существуют признаки роста где-либо еще.

Развивающиеся рынки остаются уязвимыми к дальнейшему ухудшению рыночных настроений. Во-первых, индикаторы неприятия рисков и инфекции выросли, хотя и остаются ниже исторических значений. Будущие шоки придут из стран с развивающимися рынками или в результате ухудшения ситуации на зрелых рынках. Во-вторых, если брать развивающиеся рынки, то ситуация в Бразилии критическая, и всякое дальнейшее ухудшение настроений по отношению к этой стране, особенно касающееся опасений инвесторов о преемственности политики и устойчивости долга, может затронуть множество развивающихся стран. В-третьих, продолжительные «вялость» и неустойчивость на зрелых фондовых рынках, особенно на фоне пессимистических оценок глобального роста, могут в дальнейшем привести к спаду на развивающихся рынках. Поскольку доверие к развивающимся рынкам было поколеблено, а признаки инфекции обозначились более четко, инвесторы стали очень осторожны по отношению к ним, хотя кредиты высокого класса остаются невосприимчивыми к недавним беспорядкам.

Те развивающиеся страны, у которых имеются хорошо развитые рынки облигаций, могут быть менее восприимчивыми к любой смене настроений международных инвесторов в будущем. Местные рынки облигаций могут быть относительно стабильным источником финансирования в период, когда международные рынки облигаций невосприимчивы к развивающимся рынкам. В этом случае они могут помочь стабилизировать финансирование заемщиков с развивающихся рынков — суверенных, банковских, корпоративных — в периоды стрессов на международных финансовых рынках. В Латинской Америке, например, задолженность корпоративного сектора зна-

чительно обесценилась в местной валюте, и сейчас предпочтение отдается местным рынкам облигаций. Некоторые страны, особенно со слабой макроэкономикой, вынуждены были деноминировать локальные инструменты в долларах — практика, ведущая к нестабильности долга. В целом внутренние рынки облигаций в СФР значительно выросли за последние 5 лет и постепенно, но устойчиво становятся альтернативным источником финансирования суверенных долгов и (в меньшей степени) корпоративных заемщиков и могут содействовать международной финансовой стабильности.

1.2. Волатильность финансового рынка и нестабильность финансовой системы

Колебания цен на финансовые активы подрывают финансовую стабильность, и это остается объектом беспокойства в последнее время. В данном разделе показаны историческая волатильность и корреляция между классами активов на основных зрелых рынках. Обсуждаются связь между волатильностью и нестабильностью, уроки, которые были извлечены в период различных кризисов и их значение в сегодняшних условиях. Внимание в разделе фокусируется на курсах акций, поскольку в последние годы они характеризовались необычной волатильностью; в то же время она рассматривается в контексте более широких финансовых рынков. Волатильность неизбежна, но это не значит, что она нежелательна, поскольку отражает процесс ценообразования и трансферта риска, ведь обстоятельства на рынке каждый раз меняются. Если финансовые рынки не реагируют на изменения условий (например, политические условия или различные шоки), произойдет неправильное размещение (misallocation) финансовых ресурсов. Но если волатильность приведет к нестабильности, то последуют уже реальные издержки. Изучение последних кризисов показало, что самая большая угроза финансовой стабильности исходит не столько от ус-

тойчиво высокого уровня волатильности, сколько от ее неожиданно резких всплесков. Это значит, что политики и практики должны больше сфокусироваться на уменьшении нестабильности (что равносильно неожиданной турбулентности), нежели на контроле за общим уровнем волатильности.

Иллюстративный материал данной главы показывает, что большинство периодов высокой волатильности цен на акции было связано с шоками в реальной экономике. Но было несколько случаев, когда волатильность сама являлась порождением беспорядков на финансовых рынках. Все это позволяет более специфично посмотреть на финансовый сектор как причину и последствия волатильности и нестабильности. Рассматривается несколько случаев за последнюю четверть века: «Черный понедельник» 1987 г.; разрыв «финансового пузыря» в Японии в 1990 г.; крах управляющей компании «Long-Term Capital Management» (LTCM) в 1998 г.; финансовый кризис на развивающихся рынках, в том числе в России в 1998 г.; рыночная конъюнктура, последовавшая после того, как лопнул «ценовой пузырь» на акции компаний «новой экономики» (масс-медиа и телекоммуникаций) на зрелых рынках. Эти кризисы преподали уроки того, как волатильность может перерасти в кризис и как контролировать такие факторы, как леввередж, нехватка ликвидности и недостаток транспарентности, которые могут обернуться нестабильностью. Важный вопрос в связи с этим: как избежать обстоятельств, при котором участники рынка, пытаясь контролировать свой собственный риск, прибегают к массовым продажам на падающих рынках и порождают общую нестабильность («эффект домино»).

Поскольку термины «рыночная волатильность» и «финансовая нестабильность» часто используются как взаимозаменяемые в публичных дискуссиях, необходимо вначале определиться, а затем дать отличительные признаки этих понятий. Волатильность означает размах колебаний (вариации) цены на определенном от-

резке времени. При более общем подходе (и его мы будем в дальнейшем придерживаться) ценовая волатильность определяется как стандартное отклонение (standard deviation) изменений цен на активы на регистрируемом временном интервале. Поскольку какое-либо общепринятое определение нестабильности финансовой системы или системного риска отсутствует, может быть полезным следующее определение, которое включает в себя многие подходы у других авторов¹: **периоды нестабильности финансовой системы влекут за собой серьезные рыночные разрушения: нарушаются возможности системы осуществлять платежи за услуги, оценивать и транслировать риски и/или размещать кредитные и денежные ресурсы и в потенциале вызывают сокращение деловой активности. Нестабильность финансовой системы обычно приводит к неликвидности и банкротству финансовых институтов; вызывает беспокойство также общее состояние ликвидности и инфраструктуры финансовых рынков.**

Хотя финансовая нестабильность вредит реальной экономике, но это необязательно приводит к фактическому сокращению экономической активности. Политическая реакция властей, например, может предотвратить появление экономических проблем. Периоды финансовой нестабильности почти всегда сопровождаются более значительной рыночной волатильностью. Однако рыночная неустойчивость не подразумевает финансовую нестабильность². Неустойчивость часто имеет более мягкие последствия и не вызывает особого беспокойства властей. На эффективных рынках, где цены содержат в себе всю доступную информацию, ценовая волатильность отражает неустойчивость фундаментальных факторов и является неотъемлемой частью хорошо функционирующей финансовой системы. Даже относительно большая краткосрочная неустойчивость может быть результатом рациональной реакции участников рынка на быстро меняющиеся события и увеличивает неуверенность относительно будущих результатов.

И только когда волатильность становится экстремальной (часто упоминается как «tail events»)³, она представляет серьезную опасность для ключевых финансовых институтов и рынков, и падение цен становится хаотичным. В этом случае можно говорить о финансовой нестабильности, которой должны быть обеспокоены власти. Финансовая система непрерывно подвержена различным шокам (в результате каких-то известий или событий), что вынуждает участников рынка переоценивать стоимость и риски своих активов или собственное восприятие рисков своих контрапартнеров.

Существует два типа шоков: один из них общий, систематический, захватывающий большие сегменты финансовой системы, а другой специфический (*idiosyncratic*), влияющий на состояние отдельных институтов или на движение цен на отдельных сегментах рынка.

Обширные шоки часто связаны со значительными изменениями в макроэкономике отдельных стран, тогда как примерами идиосинкратических шоков являются внезапные обвалы цен на определенные ключевые активы, иногда происходящие в результате коррекции переоцененных активов (явление так называемых пузырей) или краха финансового института.

Степень, в которой удары (шоки) по финансовой системе усиливаются и распространяются по различным сегментам рынков, и есть ключевой элемент нестабильности финансовой системы. Поскольку специфические шоки происходят в какой-то одной части финансового рынка и могут перекинуться на другие, они могут оказаться особенно полезным случаем для изучения уязвимости (*vulnerability*) финансовой системы. Обширный шок, с другой стороны, затрагивает финансовую систему в нескольких направлениях одновременно, так что практически нельзя изолировать отдельную слабость системы.

Факторы, которые могут обратить волатильность в нестабильность

Среди факторов, которые могут усилить ценовую волатильность и привести к нестабильности, можно выделить следующие.

Структура стимулов. Стратегия инвестирования, основанная на отслеживании индекса (indextracking), может поощрять «стадность» (herding) и «шорттермизм» (shorttermism)⁴ среди институциональных инвесторов, что лишь усиливает бесконечное движение цен. Выполнение краткосрочных установок по доходам, например, зависимость вознаграждения посредников от объемных показателей, а не от доходов, скорректированных в зависимости от риска, может привести к недооценке долгосрочного риска и наращиванию значительного левереджа. Конфликт интересов у посредников может также привести к недостаточному раскрытию информации для инвесторов. Внезапные изменения стадного настроения (чувство «толпы»), усиленные любым увеличением левереджа, могут затем создать нестабильность посредством падения цен, которое вызывает инфекцию (эффект «заражения»), и затруднить переоценку риска.

Отсутствие должного риск-менеджмента. Левередж усиливает чувствительность финансовых институтов и системы в целом к экономическим спадам и любым понижениям цен на активы. Любое событие или изменения в режимах, которые не могут быть представлены в виде коэффициентов в моделях измерения риска или стресс-тестах (stress tests), также могут быть источниками недооцененного риска. Валютные несоответствия тоже могут привести в системному риску, особенно при режиме фиксированного («связанного») курса, когда возможность изменения режима практически не учитывается в риск-менеджменте. Определенные хеджинг-стратегии (delta-хеджинг, или «страхование портфеля») могут работать как механизм обратной связи и также усилить движение цен. Закрытие позиций с

левереджем (имеющее отношение к популярным «carry trade»⁵ или «пузырям») может подобным образом увеличить волатильность. Комбинация чрезмерного движения цен и внезапной реализации недооцененного рыночного и кредитного рисков может привести к серьезным потерям и нарушить процесс рыночного ценообразования.

Недостаток прозрачности. Недостаточное раскрытие информации отдельными фирмами затрудняет управление риском для других при изменении условий. Неадекватное раскрытие информации о действительной величине позиций или финансовом положении может привести к внезапным изменениям рыночных настроений, когда становится известно об истинных масштабах риска или слабых местах. Следует чрезмерная реакция цен, когда рыночные участники пытаются разглядеть события и оценить значения, основываясь на частной информации и слухах. Рыночная неопределенность с платежеспособностью одних фирм и беспокойство относительно других с аналогичными характеристиками могут затруднить предоставление кредита и функционирование системы платежей.

Слабость рыночной инфраструктуры. Платежная, клиринговая системы или система урегулирования платежей могут оказаться неадекватными для того, чтобы позволить рыночным участникам удовлетворить требования маржи и породить сомнения о платежеспособности контрапартнера. Это может привести к неликвидности и неплатежам, которые приобретают системный характер.

Должно быть найдено необходимое равновесие между рыночной дисциплиной и регулированием. Дерегулирование может привести к чрезмерному наращиванию долга, когда новые инвесторы на рынке недооценивают риски на новых сегментах рынка (где регулирование отсутствует), тогда как новые регулирующие и контролирующие системы могут оказаться не-

достаточно подготовленными, чтобы противостоять замедлению экономики или внезапному появлению отрицательных новостей.

С другой стороны, инструкции, которые ужесточают пределы риска в периоды рыночной нестабильности, могут иметь проциклический эффект, что лишь усиливает изменчивость рынка. Регулирование может быть чрезмерным, тормозящим рыночные инновации. Все это ставит ряд проблем, с которыми власти неизбежно столкнутся, и они должны быть готовы решать их.

1.3. Волатильность и её связь с макроэкономическими факторами (опыт развитых экономик)

Данные приводятся по ценам на акции, валютным курсам и доходности по облигациям, относящимся к экономике Германии, Японии, Великобритании и США, которые являются основными финансовыми центрами. Волатильность измеряется историческим стандартным отклонением (standard deviation) изменчивости цен, подсчитанным как скользящее среднее выборки. За рассматриваемый 30-летний период волатильность цен на акции за последнее время достигла пика, тогда как по облигациям и валюте она оставалась в границах исторических отклонений (а во многих случаях они даже имели меньшую волатильность, чем за периоды 1980-х гг.). Как показывают данные, рынки акций ведущих стран стали более интегрированными.

Эконометрические оценки предполагают (кроме Германии), что связь между волатильностью на рынке акций и внутренней рецессией довольно тесная⁶. Однако во всех четырех случаях были исключения, когда волатильность была связана с рецессией слабо или не напрямую. Все четыре рынка акций показывали пиковую волатильность в период финансовых потрясений, таких как крах в октябре 1987 г. и кризис LTCM в

1998 г. (рис. 1.2). Если не принимать во внимание кризис 1987 г., волатильность акций в США и Великобритании до середины 1990-х гг. в целом оставалась ниже, чем в период кризисов середины 1970-х гг. В то же время в Японии в начале 1990-х гг. она повысилась после разрыва финансового «пузыря» на рынке акций, а в Германии волатильность подпрыгнула в период воссоединения.

Экстремальные дневные изменения цен (так называемые хвостовые события) стали более частыми для рынка акций, хотя они менее частые на рынке облигаций и остаются близкими к средним частотам на валютном рынке (табл. 1.1). С октября

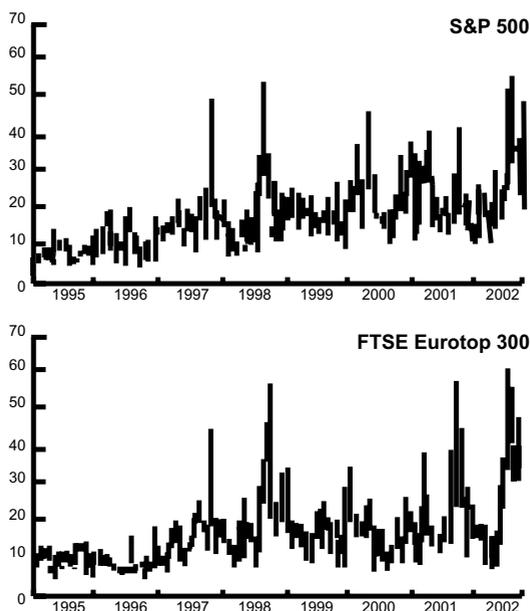


Рис. 1.2. Изменчивость на рынке акций, в %

Источник: IMF. Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues. December 2002. Washington DC. P. 11.

1997 г. число дней, когда цены на акции двигались более, чем на 3%, было в 2–3 раза выше, чем в целом за период 1970-х гг. Напротив, на рынке облигаций значительные ежедневные движения цен резко сократились, а на рынке валют они оставались на нормальном уровне. Частота «хвостовых» событий является полезным инструментом измерения рыночной нестабильности, потому что стандартное отклонение как мера волатильности есть форма усреднения, оно маскирует случайные значительные ценовые движения.

Хотя уровень цен на активы относится к макроэкономической активности, отношения между волатильностью доходов на активы и макроэкономическими условиями не настолько прямолинейны. Как показывают исследования, волатильность рынка акций повышается в период экономических спадов («сжатий»), но достаточных объяснений этому нет⁷. Предполагается, что более значительная неуверенность инвесторов относительно фундаментальных факторов увеличивает волатильность (и корреляцию) доходности активов и, как правило, такая неуверенность растет во время рецессии. Это как раз и объясняет наблюдаемую положительную корреляцию между волатильностью рынка акций и рецессией.

С другой стороны, периоды высокой рыночной волатильности (не связанные с рецессией) могут указывать на возрастание неуверенности инвесторов, относящейся скорее к нестабильности финансовой системы, нежели к макроэкономическим факторам. Волатильность цен на акции может расти, даже если фундаментальные условия не становятся более изменчивыми. Это происходит, если инвесторы сомневаются относительно долгосрочных тенденций экономического и финансового развития и поэтому придают большое значение даже незначительным известиям. Поэтому изменчивость макроэкономических переменных объясняет только малую часть волатильности цен на активы. (В странах «Большой семерки» на

Таблица 1.1

Частота «хвостовых» событий (в процентах)

Индексы по акциям	С 2001 г.	1973–1974 гг.	1970–сентябрь 1997 г.	Октябрь 1997–2003 гг.	За весь период	Стандартное отклонение за весь период
S&P500	5,7	1,9	0,6	3,4	1,1	1,0
DAX	16,7	0,7	1,7	10,2	2,7	1,3
FTSE	4,4	4,4	1,3	2,6	1,5	1,0
NIKKEI	9,7	9,1	2,2	5,9	2,9	1,2
Доходность по облигациям	С 2001 г.	1990–1992 гг.	1994 г.	Октябрь 1997–2003 гг.	За весь период	Стандартное отклонение за весь период
США	1,4	1,3	1,2	0,9	1,9	0,5
Германия	2,0	1,7	3,8	1,1	1,5	0,3
Великобритания	1,4	1,5	1,5	0,9	1,8	0,5
Япония	0,9	2,9	3,4	0,5	1,9	0,3
Курс валюты	С 2001 г.	1990–1992 гг.	1973–сентябрь 1997 г.	Октябрь 1997–2003 гг.	За весь период	Стандартное отклонение за весь период
Евро	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2	0,6
Фунт стерлингов	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,6

Примечание. Для акций и валютного курса частота подсчитывалась как число торговых сессий с 3%-ми или более отклонениями в доходности как доля от общего числа торговых сессий за относящийся период. Для рынка облигаций хвост фиксировался в интервале $\pm 3\sigma$ по всей выборке для каждого ряда доходности по облигациям.

фоне снижающийся нестабильности макроэкономических показателей, таких как рост ВВП и инфляция в 1990-е гг., одновременно не наблюдалось снижения волатильности цен на акции).

Финансовые потрясения без рецессии. Хотя многие всплески ценовой волатильности на финансовые активы относятся к периодам стрессов в экономических циклах, волатильность может наблюдаться и в другое время. Например, инновация, дерегулирование, другие структурные изменения могут образовывать финансовые «пузыри», и, когда они взрываются, это вызывает волатильность. Еще в самом начале (когда «пузырь» только начинает образовываться), у бизнеса «повышается аппетит» на финансовых рынках, что часто сопровождается образованием леввереджа (явно ли, путем прямого заимствования, или неявно, путем использования деривативов).

Нереалистичные предположения о долгосрочных финансовых выигрышах и вера в устойчивость рынка вкупе со слабым риск-менеджментом могут породить чрезмерное принятие риска. Когда участники рынка пересматривают свои предположения и умеряют свои аппетиты (реакция на экзогенные события), они начинают закрывать финансовые позиции. Эти события могут спровоцировать взрыв «пузыря», но не обязательно явиться основной причиной этого, особенно в том случае, если рыночная динамика была неустойчива в длительном периоде; даже если бы особые события не происходили, любое случайное событие имело бы подобный результат. Как только начинается понижительная тенденция, леввередж усиливает финансовые риски: растут потери инвесторов из-за падающих цен на активы; риски, которым подвергаются контрапартнеры по сделкам, возрастают, и это форсирует ликвидацию позиций. Подобное развитие событий лишь усиливает падение цен.

Четыре наиболее заметных события продемонстрировали всплески волатильности, которые не угрожали финансовой стабильности (см. в Дополнении 1.1).

1. «Черный понедельник» 1987 г. (крах фондового рынка).
2. Разрыв «пузыря» на рынке акций и недвижимости в Японии в 1990 г.
3. Кризис управляющей компании LTCM в 1998 г.
4. Рыночные условия после коллапса акций предприятий телекоммуникаций в 2000 г.

Эти события не сопровождалась рецессией и, кажется, были мало связаны с неуверенностью относительно фундаментальных макроэкономических условий.

Резкое падение аппетитов в период кризисов, неуверенность в оценке активов, взаимопереплетение позиций контрапартнеров затрудняют для рыночных участников координацию организованного закрытия позиций без интервенций официальных институтов. Все четыре события показали, что финансовые власти, особенно центральные, сыграли решающую роль в восстановлении рынка. Сами эти события больше фокусируются не на приближении кризиса, а на самом кризисе и его саморазвитии.

Обычно волатильность цен на активы особенно высока во время и после кризиса, чем накануне кризиса, и факторы, которые определяют, приведет ли волатильность к финансовой нестабильности, наиболее отчетливо просматриваются именно в эти моменты.

Периоды высокой волатильности в каждом конкретном случае различны; одни происходят в течение нескольких дней, а другие — в течение нескольких лет.

Итак, подведем **некоторые итоги**. Принятие риска на глобальных рынках сократилось за рассматриваемый период, и последовали коррекции портфелей на фоне продолжающихся колебаний цен и возрастающей волатильности на основных рынках (США, Японии, ЕС).

■ Рынки акций продолжают падать. Основные фондовые индексы упали до самого низкого уровня начиная с 1997 г. в США и Европе и с 1984 г. в Японии. В Европе это было одно из самых серьезных падений (на 50% ниже пика, достигнутого в 2000 г.).

В секторе телекоммуникаций акции упали значительно ниже уровня 2000 г. (например, акции немецкой биржи Neuer Markt упали до 5% от ее пиковой стоимости, и, скорее всего, скоро она закончит свое существование). Глобальные распродажи связаны с беспокойством о будущих корпоративных доходах.

■ Это снижение приблизило цены к их исторически среднему уровню. К тому же снижение номинальных процентных ставок способно поддержать цены акций, а неуверенность о будущих доходах не носит постоянного характера. Соотношение рыночная цена/книжная цена и цена/доход (P/E) в США находится в диапазоне от 10 до 15% выше уровня, достигнутого в предыдущей рецессии, что, по мнению аналитиков, характеризует сохраняющуюся переоценку акций.

■ Беспокойства о будущих доходах могут уменьшиться, поскольку были поддержаны новые инициативы, направленные на решение проблем корпоративного управления и искажения отчетности (например, в США 30 июля 2003 г. был принят закон Sarbanes-Oxley Act. Этот закон ужесточает наказания за искажения отчетности; на его основе учреждена публичная компания «Совет по надзору за бухгалтерской отчетностью»).

■ Финансовые институты США в ответ на ухудшение внешней среды сокращают издержки, улучшают управление и систему оценки кредитного и других рисков.

■ На глобальном кредитном рынке процентные спреды по инвестиционным бумагам расширились, а по высокодоходным (долгосрочным) бумагам достигли нового уровня, поскольку

ку проценты по госбумагам резко упали (например, по 10-летним американским казначейским векселям — до уровня 40-летней давности). Тем не менее стоимость заимствования для рискованных заемщиков увеличилась, и выпуск их бумаг, помещенных в категорию D (риск дефолта), достиг 140 млрд долл., побив рекорд 2001 г.

■ На валютных рынках сдвиг в сторону относительно ликвидного и глубокого рынка казначейских векселей и ценных бумаг агентств США может поддержать доллар. Начиная со второго квартала 2003 г. чистые иностранные покупки долгосрочных бумаг достигли пика (с 94 млрд до 135 млрд долл.), отражая сохраняющийся спрос на высокодоходные активы США.

■ Способность ряда стран с формирующимися рынками сохранять доступ к мировому рынку по разумной стоимости, несмотря на ухудшение глобальной среды, выдвигает на первый план важность проведения политики, поддерживающей макроэкономическую и финансовую стабильность.

Однако некоторые риски остаются:

■ Более высокие долгосрочные процентные ставки все еще вызывают проблемы, если это не сопровождается более сильным ростом экономики и укреплением финансовых балансов.

■ Существуют хорошие признаки того, что доходности корпораций оправдают ожидания, но остается высокая неопределенность, особенно в Европе.

■ Длительный период продолжающегося вялого роста мировой экономики, разочаровывающие корпоративные доходы, слабость основных фондовых рынков и их высокая волатильность, сокращение банками кредитования в условиях снижения качества ссуд, резкие всплески цен на нефть — все это представляет основные внешние риски для стран с формирующимися рынками.

1.4. Финансовые потрясения на формирующихся рынках: угрозы извне и изнутри

Хотя общепризнанно, что развивающиеся страны устойчиво извлекают пользу от больших притоков прямых инвестиций, гораздо более спорный аспект либерализации счетов капитала касается политики (или недостатка таковой) в отношении иностранных портфельных инвестиций и краткосрочных иностранных заимствований⁸.

Эти типы притоков очень тесно связаны с нестабильностью на финансовых и денежных рынках конца 1990-х гг. Страны с высоким уровнем краткосрочного долга уязвимы к внезапным изменениям мнений инвесторов. Массовые сдвиги в направлениях потоков часто достаточно чувствительны даже для сильных финансовых систем и имеют разрушительные последствия для более слабых систем. Экономические кризисы в результате таких колебаний влекут за собой огромные издержки,



Дополнение 1.1

«Черный понедельник»: Крах фондового рынка в 1987 г.

Первоначальные условия в макроэкономике и бизнесе. Политика стабилизации доллара берет свое начало с соглашений в Плаза (Plaza Accord) 1985 г., Луврского Соглашения (Louvre Accord) в начале 1987 г. Она, вкпе с устойчивым ростом в США, привела к росту доверия к финансовым активам США, что и подпитывало начало бума на фондовом рынке. Активность сделок по слияниям и поглощениям, подкрепленная бумом займов, привела к выкупу акций поглощаемых компаний (stock retirements) и выплате премий по слияниям, а это вызвало сильное повышение цен на акции. В то же время быстро нарастал дефицит в торговле и бюджете. Финансовое дерегулирование в других странах, особенно в Японии, помогло профинансировать торговый дефицит США. В первой половине 1987 г. иностранцы приобрели такой же объем амери-

которые несут не только заемщики, но также и большое число «невиновных» лиц. Иногда рабочим приходилось переживать рост безработицы и падение заработков на четверть или более. Малый бизнес с допустимым уровнем долга оказывался отрезанным от доступа к кредиту или сталкивался с астрономическими процентными ставками. Резкий рост числа банкротств приводит к экономическому развалу, информационному и организационному разрушению. Такая ситуация требует длительного периода восстановления.

Учитывая риски, присущие оттокам и притокам иностранного капитала, правительства делают различия между либерализацией внутренних финансовых институтов и счетов движения капитала. Хотя они используют различные политические инструменты и риски оценивают по-разному, либерализация в этих двух направлениях может привести к финансовой нестабильности, если она осуществляется непродуманно.



канской собственности (акций), как и местные инвесторы. Многие из этих внешних инвесторов ослабили свой риск-менеджмент и доверили американским институтам управление своими фондами.

Кризис разразился. В начале октября 1987 г. разногласия между странами «пятерки» (G-5) по вопросам денежной политики расстроили рынок и привели к спекуляциям, конец которым положило соглашение в Лувре. 14 октября 1987 г. объявление неожиданно большого дефицита торгового баланса США сыграло против доллара, и последовал рост доходности по американским облигациям (бондам). Акции стали менее привлекательными для иностранных инвесторов по сравнению с облигациями. В тот же день в Конгрессе США был представлен закон, ограничивающий налоговые льготы для финансирования сделок по слияниям. В ответ на это арбитражеры начали продавать свои доли в компаниях-претендентах на слияния, что вызвало оживление на рынке.

Реакция цен. За семь дней после 14 октября индекс Dow Jones Industrial Average (DJIA) упал на 31%, включая падение на 23% 19 октября (самое значительное однодневное падение за всю его

Прошедшие два десятилетия не оставляют никакого сомнения в тяжелых последствиях глобальных банковских кризисов. За период 1977–1995 гг. 69 стран столкнулись с банковским кризисом, настолько серьезным, что большая часть их банковского капитала была утеряна. Рекапитализация этих банков обошлась чрезвычайно дорого, с бюджетными издержками, достигшими примерно 10% от ВВП в Малайзии (1985–1988 гг.) и 20% от ВВП в Венесуэле (1994–1999 гг.). Эти кризисы затормозили прогресс экономического роста на долгие годы. В ходе мексиканского кризиса 1994 г. и восточно-азиатского кризиса 1997–1998 гг. банковские и денежные кризисы часто происходили одновременно.

Либерализация счетов капитала также влияет на внутреннюю финансовую стабильность, потому что портфельные инвестиции могут быть непостоянными. Это продемонстрировали страны Латинской Америки, где потоки иностранного капитала резко росли



историю). Корреляция между ценами на облигации и акции оказалась даже отрицательной (обозначив «бегство» в качество); спред (разница цен покупки/продажи) расширился, и временами ликвидность полностью «испарялась». Цены на акции упали, и волатильность в целом быстро распространилась по всему миру, поскольку корреляция между национальными фондовыми рынками значительно возросла.

Финансовый «пузырь» в Японии лопнул в 1990 г.

После принятия Луврского Соглашения Банк Японии сохранял пониженными процентные ставки с целью поддержать стоимость доллара и стимулировать внутреннюю экономику и спрос на акции. Денежные условия порождали агрессивные операции на основе леведреджа и чрезмерное заимствование, обеспеченное земельной недвижимостью. Ограничения на продажу земли и лимит свободных земельных участков заставляли цены расти, а банки принимали по-

и падали. В 1993 г. чистый приток был 60 млрд долл., но вслед за мексиканским кризисом в 1995 г. чистый отток достиг 7,5 млрд долл. Доступ к растущему пулу глобального капитала может означать большую изменчивость на зарождающихся финансовых рынках и более значительный риск изменения настроений институциональных инвесторов в развитых странах.

Многие эмпирические исследования показывают чувствительность портфельных потоков к процентным ставкам в развитых странах. Рост процентных ставок в развитых странах повышает вероятность банковского кризиса в развивающихся и переходных экономиках именно по этим причинам⁹.

Во-первых, чтобы удержать эти инвестиции от возвращения в развитые страны, где инвесторы могут извлекать более высокую прибыль, банки в СФР также должны повышать свои ставки. Более высокие издержки передаются внутренним заемщикам, при этом повышается вероятность дефолта.

вышенные риски главным образом через связанное финансирование. Быстрая банковская кредитная экспансия, поддержанная выпуском акций и ростом нераспределенной прибыли, подпитывала бум на рынке акций и недвижимости. Перекрестное владение акциями (double gearing — так называемый двойной левередж), особенности бухгалтерского учета издержек, недостаточное раскрытие информации привели к ослаблению рыночной дисциплины в атмосфере всеобщей эйфории.

В мае 1989 г. беспокойство относительно инфляции вынудило Банк Японии прогрессивно повышать официальную учетную ставку. Сложившееся чрезмерное соотношение цена/доход и последовательное повышение процентной ставки в течение всего 1989 г. вызвали нервозность на рынке акций. Когда долгосрочные процентные ставки достигли пика в начале 1990 г., и фьючерсы на акции начали падать, арбитраж между сделками спот и форвард оказал понижающее давление на фондовом рынке.

С 20 февраля по 5 апреля 1990 г. индекс Nikkei упал на 23%, хотя S&P и европейские индексы выросли, он падал и дальше, на сей раз так же, как и на

Во-вторых, многие фирмы в СФР заимствуют у зарубежных банков. Когда такие заимствования широко распространены, рост процентных ставок в индустриальных странах создает общий макроэкономический шок, а фирмы оказываются не в состоянии оплачивать свои займы местным и зарубежным банкам. Балансы еще больше ухудшаются, когда взлет процентных ставок в развитых странах приводит к обесцениванию валют СФР, так что местным заемщикам требуется больше национальной валюты, чтобы оплатить свой долг в иностранной валюте.

В-третьих, спекулятивные атаки могут подвергнуть серьезной опасности стабильность банковской системы СФР. Спекулятивная атака на валюту происходит, когда иностранные и местные вкладчики внезапно перемещают свои вклады из местных банков в иностранную валюту, часто оставляя внутреннюю банковскую систему перед ситуацией «набега». Атаки случаются потому, что инвесторы получают новую ин-



других рынках. С 31 декабря 1989 г. по октябрь 1990 г. индекс упал почти на 50% и продолжал дрейф в следующее десятилетие. В тот же период цена на землю продолжала расти некоторое время, но резко реагировала на лимиты кредитования отраслей промышленности под недвижимость, установленные Министерством финансов в апреле 1990 г. К осени 1990 г. цены на землю упали в национальном масштабе. Корреляция между акциями и облигациями оставалась положительной до 1993 г. Недостаток ликвидности и нечастые взаимозачеты так же, как угроза инфляции, не позволяли использовать правительственные облигации в качестве «гавани безопасности».

Крах компании LTCM в 1998 г.

Во второй половине 1990-х гг. большинство развитых экономик, особенно США, росли стабильно на фоне низкой инфляции. Вера, что экономика США вступила в эру высокопроизводительного роста, финансовая глобализация и успешное движение к Европейскому Экономическому и Валютному Союзу, а также продолжавшийся приток капитала в США и на другие зрелые фондовые рынки поддерживали длительный рост цен на

формацию, это может повлиять на решение о выводе денег из страны. И финансовая инфекция происходит, когда макроэкономика данной страны аналогична такой же в других странах, что, как известно, приводит к серьезным шокам (Дополнение 1.2).

«Набеги» на банк или валюту могут случиться сами по себе, порождая макроэкономические кризисы, которые иначе не произошли бы. В ходе банковских кризисов в Аргентине в 1995 г. депозиты уменьшились на 20% в первом квартале года, а Центробанк потерял 5 млрд долл. своих резервов. Кризис частично приписывается коллапсу доверия к латиноамериканским финансовым рынкам, что привело к мексиканскому кризису в декабре 1994 г.¹⁰ Два последних финансовых кризиса в Восточной Азии и Латинской Америке свидетельствуют о том, что географическая близость является важной детерминантой финансовой инфекции.



активы. Однако ослабление кредитных стандартов, посредственное управление риском и недостаточное раскрытие информации хедж-фондами позволили таким фирмам, как LTCM, создать высоколевереджные позиции, которые не оценивались рынком, а в некоторых регионах цены на активы были переоценены. Вместо того чтобы контролировать величину своих позиций вместе с хедж-фондами, контрапартнеры в основном полагались на обеспечение, скорректированное с учетом рынка, чтобы контролировать риск.

В августе 1998 г. Россия в одностороннем порядке провела реструктуризацию долга, и это вызвало глобальный откат чрезмерного сужения кредитных спредов. Последовал эффект «снежного кома», развившийся в массовых продажах бумаг зрелых рынков, которые служили обеспечением левереджных позиций по ГКО и другим активам развивающихся экономик. К середине сентября быстро нарастающие требования маржи привели LTCM к краху.

История с LTCM увеличила спреды по своп-операциям через неделю после 17 августа, а волатильность по опционам на акции увели-

«Институциональная близость», или схожесть в юридической или регулирующей системах, подверженность одним и тем же шокам также могут служить факторами инфекции. Страны, таким образом, заинтересованы, чтобы финансовые системы и макроэкономическая политика стран-соседей не увеличивали вероятность финансовых кризисов и **инфекции**. Потенциальный эффект распространения (spillovers) между странами обуславливает целесообразность региональной кооперации и координации макроэкономической политики, банковских стандартов и принуждает к банковскому регулированию.

Последние исследования по разным странам показали, что введение контроля за движением капитала мало влияет на экономический рост. Наиболее убедительная интерпретация этого утверждения в том, что выгоды от доступа к глобальному пулу капитала — как возможность для привлечения инвести-



чилась еще через неделю. Спреды между более старыми выпусками («off-the-run») и эталонными бумагами (казначейскими векселями) расширились до 35 б.п., когда распродажа старых выпусков (с истекающими сроками) привела к быстрому «испарению» ликвидности и «бегству в качество».

Доходность по правительственным облигациям США и других стран снижалась с 29 сентября по 6 октября. Распродажа происходила на всех основных фондовых рынках, а корреляция между акциями/облигациями стала отрицательной на рынках США, Великобритании, Германии, отражая дальнейшее «бегство в качество». Когда требования маржи распространились на другие позиции хедж-фондов, доллар понизился на 17% против иены за два дня (с 6 по 8 октября).

ций или диверсификации риска — будут компенсироваться издержками кризиса в случае финансовой либерализации. Существуют разные мнения относительно воздействия на экономический рост либерализации торговли и счетов движения капитала. Многие исследования по торговой либерализации утверждают, что она несет много выигрышей, но выводы по либерализации счетов капитала намного более смешанные¹¹. Вызов в том, чтобы предпринимаемые политические и институциональные меры были бы достаточно привлекательными для притока инвестиций, а это будет иметь позитивный эффект на их рост и в то же время уменьшат вероятность финансового кризиса.

Банковские системы особенно важны для роста и размещения капитала в СФР, где на банковский сектор обычно приходится большая часть финансового посредничества, чем в развитых странах. Исследования по странам также указывают на



Падение акций

телекоммуникационных компаний (ТМТ)

Длительный период экономического роста в 1990-х гг. был поддержан сильными инвестициями и потребительскими расходами, финансируемыми за счет кредита, и, как следствие, последовал подъем цен на акции.

Информационные технологии (IT) породили эйфорию о «новой экономике», поддержанной приростом производительности, ожиданиями длительного роста спроса и прибылей, особенно в отраслях высоких технологий. Дерегулирование рынка энергетики и коммуникаций создало возможности для роста бизнеса. Бум также подпитывался заманчивой перспективой публичных размещений и слияний учрежденных компаний.

Сверхинвестиции, сверхзапасы товарно-материальных ценностей и излишние мощности, особенно в отраслях high-tech, вызвали переоценку бизнес-моделей и планирования доходов в долгосрочной перспективе. И когда произошло резкое падение прибылей в компаниях этого сектора в начале 2002 г. на фоне растущей нервозности по поводу

благотворное (полезное) воздействие здорового банковского сектора на накопление капитала, производительность и экономический рост¹². Частые банковские кризисы в СФР убеждают в том, что здоровая основа для банковского регулирования сулит значительные выгоды. И такая основа будет гарантировать, что менеджеры и собственники банка сбалансируют издержки и выгоды при принятии риска.

Проблема установления необходимого баланса при разработке правил банковского регулирования очень сложна. Любой опрометчивый шаг повышает риск того, что кредитование переместится из области соразмерного принятия риска к безрассудству. Но чрезмерное регулирование банков приведет к оттоку средств в менее регулируемый небанковский финансовый сектор. Этот сектор меньше связан с проблемами системного риска, так как в случае банкротства солидного банка могут возникнуть серьезные трудности с системой платежей. Но и этому сектору тоже присуща неустойчи-



истой цены накопленных акций, это вызвало падение акций отраслей высоких технологий.

Уклонение от риска проявилось в окончании разбухания «пузыря» акций ТМТ. Индекс NASDAQ упал на 32% с 27 марта по 14 апреля 2000 г., обозначив начало длинного скольжения этого индекса вниз на 78% за период с 2000 г. до конца 2002 г. Углубление и расширение взаимодействий означало также понижение более широких индексов США и стран Европы начиная со второй половины 2000 г.

Последовательное снижение курса акций создало более глубокую неуверенность, дойдя до нижней точки во второй половине 2002 г. (это самое значительное снижение с середины 70-х гг. XX в.), когда волатильность достигла пика, а кредитный спред — самых больших значений за последнее десятилетие.

вость, поэтому некоторые инструкции должны распространяться помимо банковской системы и на другие финансовые институты.

Растущая сложность и разнообразие банковской деятельности вызывают необходимость регулирования банковских ресурсов во всех странах, но особенно в СФР, где отмечается недостаток таких ресурсов. Частный мониторинг банков может дополнять формальное регулирование, но только разумная комбинация государственного и частного надзора позволяет развивающимся экономикам пожинать всевозможные выгоды финансовой либерализации.

В развитых странах обширная юридическая и регулирующая структуры являются надежной основой для проведения банковских операций. Законы, защищающие права кредиторов (законы о банкротстве и восстановлении активов и имущественного залога), позволяют банкам уверенно предоставлять займы и привлекать депозиты, а судебные разбирательства осуществляют такие законы быстро и беспристрастно.

Стандарты отчетности и аудита помогают сравнивать инвестиционные проекты и являются предпосылками в деле создания эффективного рынка акций и облигаций. Рост международного банковского заимствования повышает важность глобальных стандартов отчетности. А поскольку эти институты потребуют не одного года для своего создания, очень важно начать их формирование уже сейчас. Тем временем правительства могут развивать регулирующие структуры, чтобы преодолевать некоторые проблемы в деятельности банков в СФР (более подробно о новых принципах банковского надзора см. в главе 3).

1.5. Восприятие риска и политика в отношении потоков капитала

Последние события на финансовых рынках развивающихся стран вынудили правительства стран-дебиторов предпринять шаги по ограничению потоков с международных рынков капитала в среднесрочном периоде или отсрочке либера-

лизации баланса счетов капитала. Финансовый кризис выявил уязвимость маленьких открытых экономик к колебаниям на глобальных финансовых рынках. Страны, которые имеют открытые счета капитала, даже если у них здоровая экономическая политика, могут пострадать как от чрезмерных заимствований, порождающих финансовые «пузыри» и создающих серьезные проблемы для макроэкономической политики, так и от внезапных изъятий средств. Это лишь усилило поддержку ограничений на потоки капитала и ослабило политическую поддержку для их либерализации¹³.

Поскольку главным источником уязвимости был огромный накопленный объем краткосрочных обязательств банков и корпораций, то следует уменьшить краткосрочные заимствования частного сектора, например, прямо облагая налогами или увеличивая резервные требования к коммерческим банкам по краткосрочным обязательствам. Является ли такая политика желательной, зависит от того, насколько краткосрочные потоки содействуют росту. Рост краткосрочного долга повышает уязвимость экономики (особенно открытие счетов капитала), и правительства в целом должны содержать более высокие резервы для компенсирования. Но это будут чистые потери для экономики в целом ввиду того, что частный сектор берет краткосрочные займы по ставке предложения LIBOR плюс спред, а правительство размещает равное количество иностранной валюты на внешних банковских депозитах по LIBOR.

Однако ясно, что не все краткосрочные заимствования представляют собой спекулятивные транзакции, которые увеличивают риск; некоторые краткосрочные потоки играют важную роль в облегчении внешних сделок. Например, бизнес привлекает средства для финансирования импорта, а местные филиалы ТНК могут обращаться к внешним заимствованиям для финансирования оборотных средств. Любые рестрикции на

краткосрочные потоки должны тщательно обдумываться во избежание повышения издержек транзакций (для совершения сделок). Некоторые страны недавно ослабили ограничения на приток капитала в попытке компенсировать снижение экспортных доходов и притоков капитала¹⁴.

Политика с целью стабилизации потоков находилась под влиянием малазийского эксперимента с ограничениями на оттоки капитала. В феврале 1999 г. правительство ввело некоторые из этих требований с налогами на допуск наряду с введением налога на прирост капитала на иностранные портфельные инвестиции. Цель интервенций на рынке капитала — обуздать спекуляции с валютой и дать возможность правительству снизить внутренние процентные ставки, в то же время поддерживая фиксированным обменный курс. Важная цель этой политики — избежать уменьшения ПЗИ. В общем контроль за краткосрочным долгом и портфельными потоками не противоречит открытому режиму в отношении ПЗИ. Например, несмотря на ограничения на валюту и портфельные потоки, Китай остается самым большим реципиентом ПЗИ среди СФР. Однако у некоторых инвесторов растет беспокойство, что контроль коснется трансфертов, относящихся к ПЗИ, таких как переводы дивидендов, прибылей, лицензионных платежей и процентов по займам.

Картина по странам показывает, что ограничения на отток капитала накладывают значительные издержки, но иногда они дают полезный политический инструмент в ограждении внутреннего денежного рынка от внешнего, удержании более низких процентных ставок и укреплении валюты. Такие ограничения используются как альтернатива или дополнение к повышению процентных ставок, чтобы защитить валюту от спекулятивной атаки (например, европейскими странами в первой половине 80-х гг. XX в.)¹⁵.

Возможные краткосрочные выгоды использования ограничений на оттоки капитала как временный инструмент денежной политики нужно сопоставить со множеством издержек и рисков. В целом контроль может препятствовать капиталу в поисках его более эффективного использования извне, увеличивая издержки и масштаб коррупции. Неблагоприятные изменения в правилах управления существующими инвестициями снижают уверенность в стабильности этих правил и вынуждают инвесторов не возвращаться после отмены контроля.

Контроль вообще может оказывать внешние негативные воздействия на другие страны путем увеличения восприятия инвесторами рискованности формирующихся рынков. Также контроль может сдерживать необходимую адаптацию экономики, иногда делая издержки адаптации более значительными, когда, в конечном счете, страны вынуждены ее предприни-



Дополнение 1.2

Что является причиной финансовой инфекции?

Во время финансового кризиса инфекция происходит, когда страна отстывает перед финансовым кризисом по причинам, отличным от фундаментальных. Кризисы в Мексике в 1994 г. и в Таиланде в 1997 г. быстро распространились по всему миру. Основное воздействие они (охватив полмира) оказали на финансовые рынки, рынки труда и на производство в ряде других стран в различных регионах.

Каковы причины финансовой инфекции? Ряд событий может начаться в стране, которая проводит девальвацию валюты, как результат совместного набега на банки и валюту со стороны иностранных инвесторов. Экспорт товаров из этой страны становится более дешевым для иностранных потребителей, а другие страны, которые экспортируют такие же товары, теряют свои конкурентные преимущества. Эти страны также попадают под угрозу девальвации своей валюты. В 1997 г. и в на-

мать. Один из наиболее важных вопросов для национальных и зарубежных держателей активов состоит в том, действительно ли денежное послабление, предпринятое Малайзией (в сочетании с рестрикциями на оттоки), будет использовано, чтобы создать благоприятный общий фон для срочного принятия необходимой всесторонней и энергичной программы финансовой реструктуризации.

Глобализация усложняет для правительств достижение желательных целей экономической политики из-за огромных краткосрочных потоков капитала, которые действуют деструктивно, например, как в случае цен на активы. Тем не менее глобализация ограничивает для правительств поле деятельности для реализации политики, не совместимой со среднесрочной финансовой стабилизацией. Хотя глобализация увеличивает издержки экономических искажений, она в то же время увеличивает и выигрыши здоровой политики.



чале 1998 г. многие боялись, что восточно-азиатские страны в попытке поддержать экспортные отрасли втянутся в замкнутый круг «конкурирующих девальваций». Это будет угрожать экономическим перспективам каждой вовлеченной страны.

Такого типа воздействия на торговлю и обменные курсы исходили от девальвации в Таиланде в 1997 г. и способствовали распространению восточно-азиатских кризисов. Но они не могут объяснить глубину или ширину финансовой инфекции. Другая причина, связанная с действиями инвесторов по всему миру, — это реакция менеджеров взаимных фондов на кризис в стране. Финансовые менеджеры могут содействовать распространению финансовой неустойчивости несколькими способами:

- Управляющие фондами на зарождающихся рынках часто размещают свои портфели в различных странах согласно процентам, определенным заранее. Когда стоимость инвестиций в одной стране снижается, реакцией менеджера должна быть продажа акций на других зарождающихся рынках, чтобы переформировать портфель.

Наиболее очевидный урок, извлеченный из финансовых шоков последнего времени, заключается в том, что либерализация движения капитала должна происходить организованным способом. А главная проблема — скорость и последовательность шагов в направлении либерализации потоков капитала. Общий вывод для экономик с зарождающимися рынками состоит в том, что ненадлежащее управление либерализацией финансового рынка может обуславливать периодические бумы и банкротства в течение переходного периода. Некоторые успешно развивающиеся страны с переходной экономикой на первый план скорее ставят разумный контроль за банковской системой, нежели за потоками капитала. Проигравшей стороной являются правительства, которые не ужесточают рыночную дисциплину и/или проводят неблагоприятную политику фиксированного обменного курса.



Это понижает цены на акции и усиливает давление на валюту во всех странах, где инвестируют менеджеры.

- Менеджеры фондов, столкнувшись с потерями от инвестиций в одной стране, могут иметь проблемы с ликвидностью, форсируя продажу активов на других рынках.

- Инвесторы, особенно на зарождающихся рынках, обнаруживают, что информация о перспективах компании или страны является слишком дорогой для её сбора. Это стимулирует «стадное поведение»: избавление от акций одного инвестора основывается на известиях, которые еще недостаточно распространены, поэтому другие инвесторы интерпретируют эти действия как сигнал для продажи своих собственных ценных бумаг. Недостаток информации также вынуждает инвесторов воспринимать неблагоприятные известия на одном развивающемся рынке как сигнал, что плохие новости надвигаются на аналогичные рынки.

Источник. Worldbank. World Development Report. 2000. P. 75.

Финансовая неустойчивость растет по мере дерегулирования экономики. Последствия азиатского финансового кризиса оказали негативное влияние на рынки России и Бразилии, однако страны ЦВЕ практически не были затронуты этим кризисом, хотя в недавнем прошлом у них были серьезные проблемы в банковском секторе, системы регулирования и надзора за банковской деятельностью все еще недостаточно развиты. Но финансовая либерализация в этих странах способствовала оздоровлению банковского сектора, открыв его для международной конкуренции. Иностранные банки заняли часть рынка и вынудили банки сократить объем кредитования, что привело и к снижению рисков.

В других странах с формирующимися рынками (кроме ЦВЕ) показатели отношения краткосрочного долга к величине государственных резервов выше среднемирового уровня. Разрыв в темпах роста реального и финансового секторов в большинстве СФР был более значительным. К тому же в странах ЦВЕ рынок ценных бумаг не так развит и не оказывает особого влияния на реальную экономику; эти страны придерживались политики гибкого валютного курса¹⁶.

Глобальная финансовая интеграция вызывает глубокие изменения в международной финансовой системе, что влияет на положение участвующих в ней стран. Многие специалисты выступают за введение превентивного контроля за движением капиталов. Поведение инвесторов меняется: они сравнивают выгоды, связанные с диверсификацией их портфеля, с расходами на получение специфической информации о стране приложения капиталов. По мере роста диверсификации портфеля выгоды от обладания специфической информацией уменьшаются. В этих условиях внезапный и массированный отток капиталов является рациональной реакцией инвесторов, ожидающих снижения доходности своих инвестиций.

Превентивный контроль за движением капиталов может быть направлен на ограничение прежде всего притока краткосрочного капитала, притоки и оттоки которого в течение короткого периода могут достигать огромных размеров.

О повышении роли внешних факторов в притоках капитала в страны с зарождающимися рынками свидетельствуют следующие данные: до 50% притока капитала в страны Латинской Америки в 1988–1992 гг. объяснялось действием внешних факторов: снижением доходности ценных бумаг США в связи с понижением процентных ставок в период медленного роста в 1975–1992 гг.

Основная причина кризиса банковской системы СФР — также уровень процентных ставок в развитых странах. Таким образом, здоровая макроэкономическая политика недостаточна для того, чтобы повысить иммунитет банковской системы в отношении кризиса. Это значит, что власти СФР имеют все основания контролировать потоки капитала, чувствительного к колебаниям процентных ставок на развитых рынках.

Многие специалисты, изучавшие опыт стран с зарождающимися рынками, пришли к выводу о наличии тесной связи между эффективностью контроля и макроэкономической политикой. В Чили введение контроля за движением капитала сопровождалось проведением определенной кредитно-денежной политики. В Бразилии кредитно-денежная политика противоречила политике контроля, в результате ей не удалось сдержать массиванный приток спекулятивного капитала, оказавшего очень сильное давление на официальные валютные резервы страны.

С течением времени меры контроля за движением капитала утрачивают свою эффективность по причине адаптации к ним частных экономических субъектов. Эти меры предполагают постоянное усиление роли властей и рост ад-

министративных издержек, что, в конечном счете, может вызвать усиление макроэкономических диспропорций. Эффективность мер контроля во многом зависит от экономической политики, которая их сопровождает. Так, контроль за движением капитала позволяет выиграть время для осуществления структурных реформ, призванных уменьшить уязвимость стран перед лицом внешних шоков и кризисов. Развитие пруденциального регулирования и разработка способов управления рисками представляются более эффективными путями достижения финансовой стабильности мировой экономики.

Примечания к главе 1

¹ Crockett A. Why Is Financial Stability a Goal Public Policy? // Maintaining Financial Stability in a Global Economy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Kansas City, 1997. P. 7–36; Davis P.E. A Typology of Financial Instability // Financial Stability Review 2. Vienna: Osterreichische National bank, 2002. P. 92 –110.

² Schwartz A. Real and Pseudo-Financial Crises // Financial Crises and the World Banking System / Ed. by Forrest Capie and Geoffrey Wood. New York: St. Martin's, 1985; Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability // Essays in International Finance. N. 203. Princeton: Princeton University, 1997.

³ «Хвостовые события» — такие, которые проявляются в виде экстремальных отклонений цен как реакция на какую-либо информацию. Они часто связаны с бумагами, паниками, резкими изменениями политики Центрального Банка, реакцией рынка на политические известия. Так, 17 июня 1996 г. на известие о победе Б. Ельцина в первом туре президентских выборов индекс РТС отозвался увеличением на 16%. В результате продажи нерезидентами крупных пакетов российских ценных бумаг 28 октября 1997 г. индекс потерял 19% своей величины, в то время как доходность ГКО возросла на 5,88 процентных пунктов.

⁴ Под этим термином подразумевают увлечение инвесторов краткосрочными спекулятивными операциями.

⁵ Торговля за наличные — сделки с помощью рычага, при котором заемные средства используются для покупки ценных бумаг, по которым доходность выше, чем стоимость привлеченных средств.

⁶ Важно заметить, что эти оценки показывают корреляцию между волатильностью и рецессией, но не указывают на причинную связь между ними.

⁷ Исследования по волатильности рынка акций США и бизнес-циклу опубликованы в статье: Officer R.R. The Variability of the Market Factor of the New York Stock Exchange // *Journal of Business*. Vol. 46. (1973). P. 434–453. Финансовый аналитик В.Г. Шверт (Schwert W.G. Why Does Stock Market Volatility Change Over Time? // *Journal of Finance*. Vol. 44 (December 1989). P. 1129–1155) показал, что именно рецессия является наиболее важным фактором, объясняющим волатильность. В статье Х. и Г. Лин (Lin H., Lin G. Stock Market Volatility and the Business Cycle // *Journal of Applied Econometrics*. Vol. 11 (Sept.–Oct. 1996). P. 573–593) доказывалось, что рецессия на 60% объясняет изменения в волатильности, тогда как другие авторы (например, Campbell J., Lettau M., Malkiel B.G., Yexiao Xu. Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Explorations of Idiosyncratic Risk // *Journal of Finance*. Vol. 56 (February 2001). P. 1–43) обнаружили, что волатильность увеличивается в 2–3 раза в период рецессии. Одно из объяснений этому следующее: фирмы подвергаются большему риску в период рецессии, поскольку они имеют больший финансовый левередж, и курсы их акций подвергаются большим колебаниям. Еще ранее упомянутый Шверт обнаружил, что рецессии в США по-прежнему объясняют существенную часть волатильности рынка акций даже тогда, когда левередж фирм стал контролироваться.

⁸ Случай для либерализации международных потоков капитала был сжато изложен заместителем директора-распорядителя МВФ Стенли Фишером в речи в сентябре 1997 г. (См.: Fisher S. Financial Instability // *Oxford Analytica*. 1998. November 4).

⁹ Обсуждение этих проблем см.: Demirguc-Kunt A., Detragiache E. Financial Liberalization and Financial Fragility // *IMF Working Paper*. 1998. N 83. Wash., 1998; Eichengreen B., Rose A. Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises // *National Bureau of Economic Research // Working Paper*. 6370. Cambridge, 1998.

¹⁰Leipzig D.M. The Argentine Banking Crisis: Observations and Lessons // Preventing Bank Crises: Lessons from Recent Global Bank Failures / Ed by Gerard C. Caprio. Wash.: Federal Reserve Bank of Chicago and the World Bank Economic Development Institute, 1998.

¹¹Rodrik D. Who Needs Capital-Account Convertibility? // Symposium Paper to appear in Princeton Essays in International Finance. Princeton: Princeton University Press, 1998.

¹²Levine R. The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth // Journal of Money, Credit, and Banking. 1998. N 30. P.596–613.

¹³Cordella T. Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows // IMF Working Paper. 1998. N 131. Wash., 1998.

¹⁴Колумбия и Чили наложили резервные требования на притоки капитала, т.е. налог на держателей краткосрочных ценных бумаг. Чилийское правительство решило до нуля снизить это резервное требование.

¹⁵См.: Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. Is There a Safe Passage to EMU? Evidence on Capital Controls and a Proposal // CEPR Discussion Paper. 1061. L.: Centre for Economic Policy Research, 1998.

¹⁶Weller C.E., Moryuch D. International Financial Contagion // Economics of Transition. Oxford, 2000. Vol. 8. N 3. P. 639–663.

Глава 2. Пути и последствия интеграции стран с формирующимися рынками в международную финансовую систему

2.1. Изменчивость потоков капитала и экономический рост в странах с формирующимися рынками

Финансовый кризис привел к значительному ухудшению среднесрочных перспектив для потоков с международных рынков капитала в страны с формирующимися рынками (СФР). Однако важно отметить, что основная часть фундаментальных детерминант 1990-х гг., вызвавших волну потоков, сохраняется, в том числе остаются более взвешенная открытая политика и относительно низкая капиталоемкость в СФР; технологические инновации; инвестиции в сбор информации (например, о рыночных условиях, правовых нормах для доступа и мерах текущего мониторинга), что сокращает издержки транзакции; устранение барьеров на потоки капитала; демографическая ситуация в развитых странах, обуславливающая рост излишков текущего платежного баланса в некоторых странах-кредиторах; конвергенция экономических политик этих стран, увеличивающая выгоды диверсификации портфельных вложений на формирующихся рынках¹. Наиболее вероятно, что эти фундаментальные факторы сохранятся в долгосрочной перспективе. Однако в ближайшем будущем финансовые кризисы заставят как заёмщиков, так и кредиторов более осторожно вовлекаться в международное финансовое посредничество, чем это было в середине 90-х гг. XX в.

Интеграция рынков капитала и рост. Привлечение кредитов с международных рынков и портфельные потоки более продуктивны в развитой финансовой среде. Чем значительнее развит финансовый сектор, тем быстрее происходит

экономический рост, а большой приток иностранного капитала связан с большей глубиной финансового сектора и улучшением его ликвидности. Однако приток иностранного капитала сам по себе не гарантирует улучшение финансового сектора. Краткосрочные последствия могут быть неблагоприятными, учитывая неустойчивость движений капитала, которая оказывает негативное влияние на производство и занятость.

Роль финансового посредничества. Специализируясь на предоставлении финансовых услуг, банки снижают издержки приобретения информации, увеличивают ликвидность и облегчают инвестиции в долгосрочные проекты, диверсифицируют риски, объединяя средства вкладчиков. Рынки акций могут способствовать эффективному распределению капитала путем улучшения раскрытия информации, увеличения ликвидности, позволяя сберегателям лучше диверсифицировать свои портфели, а акционерам осуществлять лучший контроль над управляющими.

Из этого следует, что в развивающихся странах с «тонким» и неликвидным финансовым рынком нет возможности эффективно распределять существующий капитал. Дальнейшее развитие финансовых систем в развивающихся странах с точки зрения обеспечения полного диапазона (ассортимента) финансовых услуг, дополненное учреждением нормальных юридических и регулирующих структур, поддерживает рост. Исследования на уровне фирм, отраслей и по странам показали, что развитие финансового сектора положительно коррелирует с более сильным ростом². Американские исследователи также подтвердили, что развитие финансового сектора сокращает экономическую волатильность посредством улучшения способности обрабатывать информацию о внутренней экономике и выравнивать потребление³.

Международные потоки и внутреннее финансовое развитие. Существует положительная взаимосвязь между потоками с международного рынка капитала и развитием финансового сектора. Однако в самых бедных странах такие связи не обнаружены. Графики на рисунке 2.1 для трех групп СФР показывают отношение внутреннего кредита к ВВП против средних притоков частного капитала. Положительная связь между этими показателями обнаружена для первой десятки стран с формирующимися рынками, она присутствует (менее явно) в странах со средними доходами в целом; однако такая связь не обнаружена в странах с низкими доходами.

Иностранный капитал часто приносит с собой новые финансовые методы и практику, которые могут найти применение на внутренних финансовых рынках. Например, иностранный капитал может облегчить введение новых финансовых инструментов, позволяя индивидуумам лучше диверсифицировать риски, отчетность и практику раскрытия информации. Отмена «потолков» на процентные ставки и прямого кредитования были основными причинами быстрого развития финансового сектора во многих СФР; вероятно, иностранный капитал в значительной степени способствовал этому.

Дерегулирование в финансовом секторе включает ослабление контроля за иностранной собственностью. Вместе с либерализацией контроля за капиталом это вызвало волну притока иностранного капитала и приватизацию финансового сектора во многих СФР. Например, в Центральной Европе за период 1994—1999 гг. доля банковских активов под контролем иностранных банков увеличилась с 10% до более 50%. Иностранное участие в банковском секторе Латинской Америки также драматически увеличилось в 1990-х гг., что повлияло на рост эффективности местных банков. Обычно иностранные банки более эффективны, чем местные. Например, Дж. Кларк и другие выявили, что банки, находящиеся в инос-

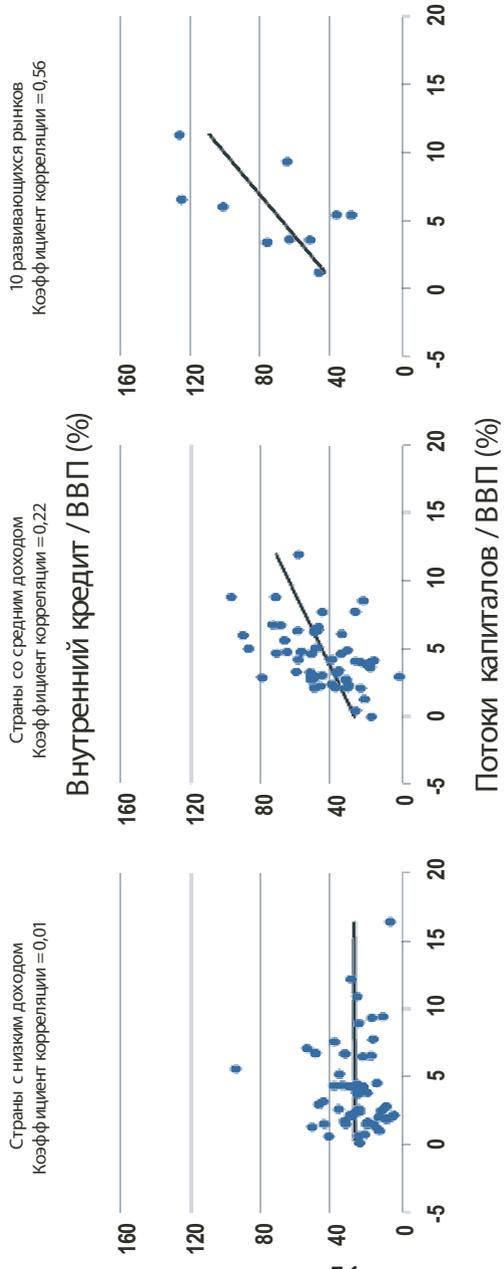


Рис. 2.1. Иностранный капитал и развитие финансового сектора среди различных групп стран, 1970–1998 гг.

Источник: Global Development Finance 2000: Country Tables. P. 71, 79.

Потоки портфельных инвестиций / ВВП (%)

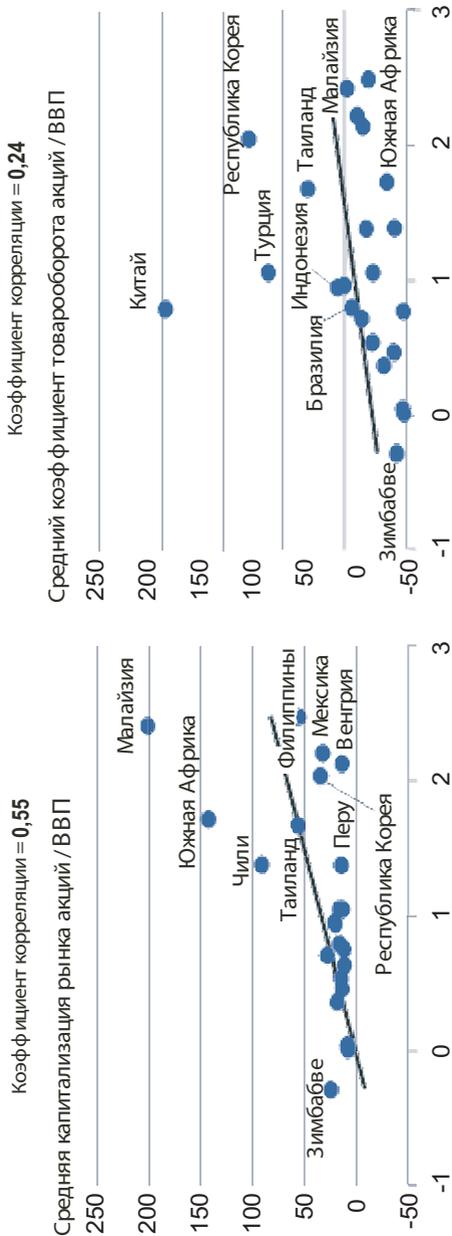


Рис. 2.2. Развитие финансового сектора и портфельные инвестиции, 1990–1998 гг.

Источник: Global Development Finance: Country Tables P. 72,79.

транной собственности в Аргентине, имеют кредитный портфель лучшего качества, выше чистую стоимость активов и доходность, чем местные. Эта лучшая практика может оказывать давление на внутренних финансовых посредников, чтобы они повышали свою собственную эффективность. Американцы Классенс, Демиргак-Кант и другие обнаружили, что допуск иностранных банков значительно сокращает прибыльность и накладные расходы местных банков⁴.

Портфельные потоки и развитие финансового сектора. Притоки портфельных инвестиций ассоциируются с хорошими достижениями в развитии финансового сектора. Рисунок 2.2 показывает такую положительную связь между величиной портфельных потоков и двумя различными показателями развития финансового сектора: капитализацией рынка акций и величиной оборота на нем. Портфельные потоки (особенно бонды) обычно оцениваются международными кредитными рейтинговыми агентствами. Последние делают периодические оценки суверенных и корпоративных кредитов, и эта более тщательная проверка может содействовать большей бдительности во внешней политике. В той степени, в которой такие потоки концентрируются в ограниченном числе формирующихся рынков, выгоды от этих инвестиций также достаются им.

Волатильность потоков капитала. Когда финансовые рынки хорошо интегрированы и гладко (без сбоев) функционируют, доступ иностранного капитала поддерживает рост даже в случае внешнего шока; доступ к финансовому капиталу должен смягчить падение потребления и минимизировать ущерб инфраструктуры страны. На практике, однако, все наоборот: потоки частного капитала часто весьма излишни в благоприятное время и недостаточны в неблагоприятное. Такие колебания обуславливают огромные издержки не только в форме периодических кризисов, но и, как показывает действительность, в виде замедления долгосрочного роста. Таким об-

разом, результат отражает отчасти несовершенную интеграцию развивающихся экономик в международные финансовые рынки и информационную асимметрию, иногда стадное поведение иностранных инвесторов. Однако проциклическая природа потоков капитала также отражает волатильность, вызванную собственными действиями государства — и бездействиями — из-за неуверенной политики правительства и, особенно, недоразвитости их собственных финансовых рынков.

Управление волатильностью. Природа кризисов 1990-х гг. показала, что издержки изменчивых потоков капитала могут быть значительными. Но в целом для группы СФР их рост был несущественным. Рисунок 2.3 показывает медиану волатильности (неустойчивости) потоков капитала по десятилетиям среди различных регионов. Здесь мы видим смешанные результаты: хотя волатильность резко возросла в 1990-е гг. в Восточной Азии из-



Дополнение 2.1

Волатильность экономики в развивающихся странах

Несколько факторов обуславливают более высокую экономическую неустойчивость зарождающихся рынков. Во-первых, эти экономики более уязвимы к ценовым шокам на сырьё, поскольку одни из них остаются зависимыми от сырьевого экспорта, а другие — еще в большей степени от сырьевого импорта, особенно нефти. И, как результат, колебания в условиях торговли (соотношение экспортных и импортных цен) намного значительней на развивающихся рынках, чем на развитых. Частично это отражает высокую степень конкуренции среди поставщиков сырья, которые агрессивно реагируют на изменения цен, вызывая существенные колебания.

Во-вторых, финансовые системы в этих странах являются еще незрелыми. Финансовые системы могут помочь сгладить колебания через диверсификацию, облегчая кредитование и заимствование. Однако иногда финансовые системы вовлечены в непроизводительную

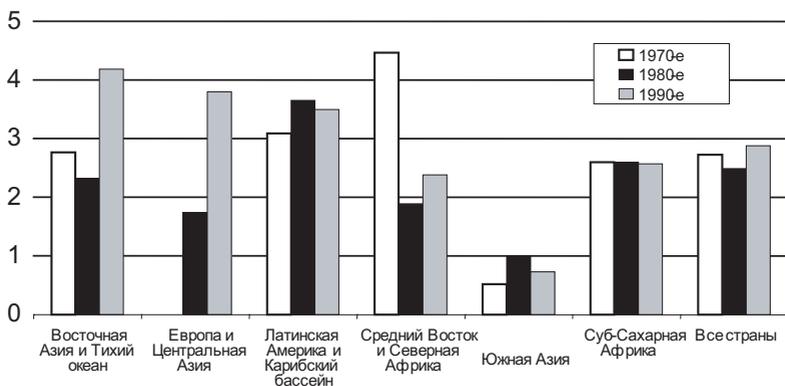


Рис. 2.3. Изменчивость потоков капиталов по регионам (за десятилетия)
Стандартное отклонение, в % от ВВП

Источник: Global Development Finance: Country Tables. P. 77.

деятельность, что имеет результатом «бум заимствований», это также увеличивает волатильность и хрупкость внутренних финансовых систем. Более значительная прозрачность и возможности для диверсификации — ключевые факторы для достижения стабилизирующей функции финансовой системы.

В-третьих, СФР сталкиваются с более резкими колебаниями цен на активы, и последствия этого более серьезны. В развитых странах колебания валютных курсов значительны, но мало воздействуют на неустойчивость потребления. В то время как неустойчивость цен на бирже влияет на неустойчивость потребления через эффект богатства, домашние хозяйства в этих странах имеют более широкие возможности для финансовой диверсификации, чем в странах с развивающимися рынками. Например, в США растущая волатильность фондового рынка обусловлена прежде всего движениями цен на акции отдельных компаний, и индивиды могут диверсифицировать, используя нейтральные активы. Напротив, на развивающихся рынках очень значительные разломы в движении фондового рынка отражают скорее общий рыночный риск,

за финансового кризиса и в странах СНГ за десятилетие переходного периода, другие регионы показали небольшое изменение этого показателя с 1980-х гг. В среднем такая изменчивость капитала нанесла меньший ущерб росту в 1990-е гг., чем в прошлые десятилетия. Это кажется необычным в свете прошедших кризисов. Однако, как указано выше, только несколько стран имели значительный приток капитала, что впоследствии и сказалось на риске реверсии (обратного оттока).

Во-вторых, после кризисов в Восточной Азии и России страны быстро вернулись к предкризисным трендам роста. Это контрастирует с эпизодами 1980-х гг., когда первоначальное влияние кризиса было небольшим, а последующее воздействие более продолжительным. По утверждению У. Кляйна, такое изменение – результат более значительных колебаний валютных курсов и мобильности капитала. В 1980-е гг., когда курсы валют были относительно фиксированными, а контроль за капиталом был жесткий,



а не риск отдельных компаний, что предоставляет меньше возможностей для диверсификации.

И, наконец, макроэкономическая политика в СФР также объясняет причины более высокой волатильности макроэкономических показателей. В развитых странах центральные банки создают более предсказуемую макроэкономическую среду и уменьшают волатильность через контроль за инфляцией. Напротив, макроэкономическая политика во многих СФР часто более проциклическая, т.е. она имеет тенденцию усиливать макроэкономические беспорядки. Надо признать, что политическая среда (в которой принимаются решения) более неустойчива в СФР, она частично отражает более значительные внешние шоки, например шоки цен на сырьё. Кроме того, принятие решений в этих странах происходит при очень слабых институтах управления конфликтами, что также является источником нестабильности и ограничивает способность справиться с неблагоприятными последствиями макроэкономических колебаний⁵. Более сильные институты нужны не только для устойчивого роста, но и для смягчения таких колебаний.

приспособление к кризису требовало рациирования иностранной валюты. В 1990-е гг., напротив, валюты быстро обесценились. Хотя непосредственный эффект вызвал рецессию, последующее восстановление происходило также быстрее⁵.

В-третьих, в 1990-е гг. большинство стран предприняло шаги для отражения кризиса. Например, к концу 90-х гг. XX в., когда кризис уже начался, Чили укрепила свою «обороноспособность» посредством налога на приток капитала; страна также осуществляла интенсивные реформы своих финансовых рынков. Аргентина использовала квоту по кредитной линии и также укрепила свой финансовый сектор, а Китай и её провинция Гонконг создали значительные резервы для управления непосредственной потребностью в ликвидности.

Большие пакеты помощи (rescue packages), предоставленные международным финансовым сообществом, приостановили сползание к системному кризису в 1990-х гг. И, наконец, значительная экономическая диверсификация, особенно в более продвинутых развивающихся экономиках, также помогла ограничить спад, поскольку в случае изменений в условиях международного спроса капитал легко перетекает между отраслями.

Политики должны сосредоточиться на защите от возникающей извне волатильности. И лучшая гарантия — та, которая нацелена на долгосрочную перспективу, т.е. более сильная финансовая система, которая уменьшает уязвимость. Однако и краткосрочные гарантии также необходимы, чтобы изолировать страны от спекулятивной атаки. Например, рост ликвидности посредством разумной величины резервов — это своего рода буфер, но без значительных фискальных издержек, или контингенты кредитной линии. Это может быть опыт Чили по введению налога, чтобы ограничить волатильность краткосрочных потоков капитала, хотя эффективность такой меры остается дискуссионным вопросом⁶.

Однако ни один из этих подходов не совершенен, и страны должны адаптировать эти меры, чтобы лучше учесть свою специфику. То же самое относится и к так называемым индикаторам раннего предупреждения (Дополнение 2.2). Каждая страна в соответствии с ними должна отслеживать свои собственные уязвимости.

Таким образом, хотя открытие внутренних финансовых рынков для иностранной конкуренции привлекло больше капитала в СФР и поддержало рост в некоторых из них, более значительные объемы транзакций на рынке капитала также создавали более неустойчивую ситуацию. Там, где потоки капитала большие, любые внезапные изъятия денег из страны могут усугубить кризис. Как показало огромное число публикаций по азиатскому кризису, быстрые реформы по либерализации финансового сектора и устранение барьеров для допуска иностранного капитала часто происходят без развития институтов или методов, которые ха-



Дополнение 2.2

Индикаторы раннего предупреждения

Поиск таких индикаторов для предупреждения финансовых кризисов активизировался в 1990-е гг. Эдисон (2000) провел обзор ряда показателей, которые рассматривались как наиболее удачные по их способности предсказывать денежный кризис в течение следующих 24 месяцев. Они оказались несовершенными, и необходим подход, учитывающий специфику каждой страны в мониторинге уязвимостей.

Возможно, что такие показатели должны включать показатели глобальных экономических условий (рост производства в странах «Группы 7», процентные ставки в США и цены на нефть), а также собственных слабостей. Внутреннюю уязвимость к денежному (валютному) кризису можно обнаружить либо по ПБ страны, либо по состоянию реального или финансового секторов. Выбор индикаторов частично определяется их интуитивной привлекательностью, а частично — доступностью данных.

рактируют зрелость финансового рынка. Особенно это касается эффективных методов отчетности, надлежащего контроля и сильного надзора за банковской системой. Без такого фундамента потоки капитала часто вызывают сверхинвестиции и спекулятивный бум. Б. Иченгрин описал смешивание иностранного капитала в хрупком финансовом секторе как «взрывчатое соединение»⁷.

Но это не обязательно. Так, Г. Каминский и С. Шмуклер обнаружили, что, хотя открытость внутренних финансовых рынков иностранному капиталу увеличивает нестабильность в первый год, притоки в конечном счете (начиная где-то с третьего года) связаны с большей (а не меньшей) стабильностью⁸. Очевидно также, что волатильность может быть управляемой. Опыт Чили демонстрирует важные уроки из серьезного финансового кризиса, от которого пострадала страна в начале 1980-х гг., а последующий опыт укрепления внутреннего финансового сек-

Возможные показатели по балансу платежей (по текущим платежам) включают переоценку реального валютного курса и состояние торговли, а по балансу капитала — резервы иностранной валюты, краткосрочный долг и различия по процентным ставкам. Показатели внутреннего финансового сектора включают денежный баланс, депозиты коммерческих банков и процентные ставки, а для реального сектора — индексы промышленного производства и курсы акций.

Исследование таких индикаторов обнаружило, что некоторые из них используются для предсказания финансовых кризисов, но отдельные индикаторы предсказывают не лучше, чем случайные догадки. Наиболее полезными для предсказания являются три таких показателя: переоценка реального валютного курса, соотношение денежного предложения ($M2$) к резервам, соотношение краткосрочного долга к резервам. Было обнаружено, что общий индекс уязвимости (на основе 19 показателей) был недостаточно информативен в прогнозе кризисов. В типовом «предсказании», основанном на данных за декабрь 1996 г., например, не указано ни одной страны, у которой была вероятность кризиса

тора и постепенной либерализации потоков капитала служит примером того, как достигнуть выгоды в обоих случаях. Наконец, некоторые предполагают, что гибкость обменных курсов сдерживает продолжительность кризиса, хотя это доказательство остается спорным⁹.

Источники волатильности. Различные внешние и внутренние факторы могут приводить к неустойчивости потоков капитала. У. Истерли, Р. Ислэм и Дж. Стиглиц обнаружили, что среди внутренних факторов финансовый сектор — наиболее важный источник нестабильности¹⁰. Хотя здоровый финансовый сектор помогает скорее сгладить потребление и производство, нежели усилить их колебания, чрезмерно большой или быстро растущий финансовый сектор может лишь усугубить дело. Когда внутренний финансовый сектор слаб, он может усилить неустойчивость внутреннего производства и потребления.



более чем 50%. Действительно, с высокой степенью вероятности кризиса была Бангладеш, в которой на самом деле не было кризиса. А вероятности для Малайзии и Филиппин, Таиланда были немногим более 30%, для Республики Корея — около 25% и Индонезии — 15%.

Одна проблема, присущая многим потенциальным индикаторам, — они не всегда своевременно доступны. А если подходить более критически, то любая модель страдает либо от переоценки, либо от недооценки кризиса. Например, соотношение краткосрочного долга к резервам очень хорошо заранее предупреждает о наступающем кризисе, который фактически случается, но также может и не произойти. Показатель реального курса, напротив, стремится не давать ложных сигналов, но пропускает множество фактических кризисов. Таким образом, пользователи могут сталкиваться с различными типами дефектов, а те, кто действует в странах с различными характеристиками, могут улучшить результаты путем включения специфичной информации, нежели просто полагаться на показатели вероятности кризиса, которые являются общими для стран.

Источник: Global Development Finance. 2000.

Р. Кабарелло в исследованиях по Аргентине, Чили, Мексике пришел к тем же самым выводам¹¹. Г. Берола и А. Дрэйз предполагают, что волатильность может быть вызвана непредсказуемостью внутренних экономических условий и усилена мерами политики (например, контролем за капиталом, когда он «убегает», а это, в свою очередь, препятствует притоку капитала или путем проциклических правительственных расходов)¹².

Но вызванная внешними факторами неустойчивость — это предмет серьёзного политического беспокойства. Как заметил Кабаллеро, «огромные волны в потоках капитала и суверенных спредах... кажется, мало связаны — по крайней мере по величине — с экономическим фундаментом» (р. 35). Волатильность может отражать, например, состав потоков капитала. Л. Сарно и М. Тейлор показали, что потоки, опосредованные рынками капитала, значительно более изменчивы, чем ПЗИ¹³. Это подтверждается устойчивостью ПЗИ во время последних кризисов, когда потоки с рынков капитала в значительной степени иссякли, тогда как ПЗИ были на подъеме. Портфельные потоки и краткосрочный долг были особенно неустойчивы, а их значительный прирост и вызвал резкие колебания, особенно в тех странах и регионах, где они сконцентрированы более всего.

Слабое развитие рынка акций в развивающихся странах резко изменило мнение глобального инвестора о данных рынках. Например, взаимные фонды в некоторых случаях уменьшили свои активы на данных рынках наполовину. А роль таких инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании, а также тактических инвесторов (хедж-фондов) возросла: они сосредоточились на спекулятивном трейдинге. Здоровое функционирование данных рынков в последние месяцы опять привлекло инвесторов к этому классу активов, а ряд глобальных инвестиционных банков рекомендовал своим клиентам вкладывать сбережения в бумаги развивающихся рынков¹⁴.

И насколько рыночные участники рассматривают «тактическое» инвестирование как относительно более важное (с точки зрения прибылей), настолько, вероятно, это обуславливает изменчивость чистых притоков капитала на данные рынки. А это, в свою очередь, влияет и на другие сегменты рынка, особенно на валютный.

Опыт 1990-х гг. также вызвал беспокойство относительно распространения финансовых кризисов, что связано с бумом в потоках капитала. С позиции потерь в производстве и последствий в виде бедности и безработицы азиатские кризисы представляли собой наиболее острые периоды финансовой нестабильности в XX в.

Очень трудно определить, в какой степени колебания в потоках капитала в начале 1990-х гг. способствовали недавним кризисам, а в какой степени они отражали несовершенное управление экономикой в странах-реципиентах. Колебания темпов роста связаны с внутренними действиями, такими как проциклическая фискальная политика и внезапные волонтаристические изменения в экономической политике. Однако исторические аналоги бумов и крахов во время периодов огромных потоков капитала установлены досконально. Например, бумы заимствований в Латинской Америке в 1825 г., 1880 г. и 1890 г. всегда заканчивались финансовыми кризисами. Недавние кризисы в Латинской Америке и Восточной Азии — классические примеры такого цикла бумов-крахов¹⁵.

Более значительные потоки капитала в годы, предшествующие кризису, были связаны с более высокими темпами роста в предкризисные годы и характеризовались более острым падением, когда кризис уже наступил.

2.2. Финансовая интеграция и волатильность производства

Как влияет открытость потокам капитала на изменчивость производства? Последняя трактуется как неопределенное стандартное

отклонение темпов роста реального душевого ВВП за период 1975–1999 гг. Правая панель на рис.унке 2.4 показывает, что изменчивость производства в СФР в два раза выше, чем в ПРС, а среди СФР изменчивость в малых странах (с населением от 0,5 млн до 1,5 млн) на треть выше, чем в среднем. СФР, которые относительно больше интегрированы в глобальный рынок капитала, имеют в среднем более низкую изменчивость, чем закрытые страны (левая панель рис. 2.4). Чем больше финансовая открытость, тем меньше волатильность производства (особенно в маленьких открытых экономиках).

Это действительно для всего периода в целом, но не для начала 1980-х и конца 1990-х гг., когда глобальные финансовые шоки были особенно значительны. Изменчивость среди финансово открытых небольших развивающихся экономик на треть ниже, чем среди финансово закрытых. Эмпирически это подтверждается данными по экономикам маленьких стран, которые доказывают, что выгоды от углубления финансового рынка могут быть существенными¹⁶.

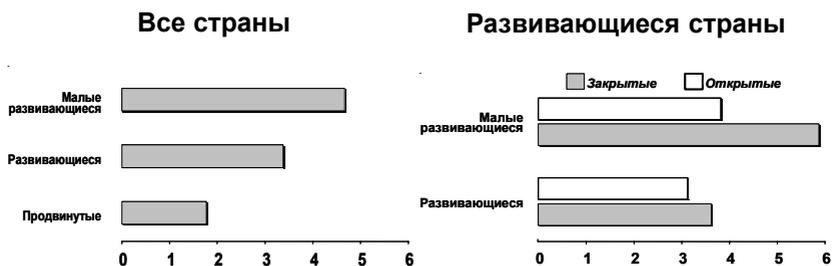


Рис. 2.4. Волатильность производства за период 1975–1999, в %**

* За каждый 5-летний период страны делились по степени финансовой открытости на закрытые и открытые относительно стран-медианной группы.

** Стандартное отклонение реального душевого ВВП за 5-летний период и в среднем.

Финансовая открытость обуславливает более низкую изменчивость производства по двум каналам: величине инфляции и незначительным колебаниям валютных курсов, а воздействие всех других шоков на производство размыто. Финансово открытые страны, которые к тому же более открыты в торговле и имеют немного выше отношение долга, подвергаются значительным внешним шокам, связанным с изменчивостью условий торговли (terms of trade), торговых и финансовых потоков (табл. 2.1).

Таблица 2.1

**Волатильность производства
и другие макроэкономические индикаторы* (%)**

	Развивающиеся экономики	
	Открытые**	Закрытые**
Волатильность производства	3,2	3,6
Торговая открытость***	67,4	40,9
Изменчивость потоков торговли	6,5	4,4
Изменчивость условий торговли	5,7	4,9
Финансовая открытость***	28,4	6,4
Доля внешнего долга (% от ВВП)	62,4	50,6
Волатильность внешних активов и обязательств	5,0	1,5
Изменчивость реального обменного курса	8,8	10,5
Изменчивость инфляции	6,9	11,8
Изменчивость фискального баланса	2,1	1,9

* На базе 5-летних периодов за 1975–1999 гг.

** На базе степени открытости относительно медианы (среднего уровня).

*** Торговая интеграция определяется как сумма экспорта и импорта товаров и услуг в процентах от ВВП (торговая открытость). Финансовая интеграция измеряется как сумма внешних активов и обязательств (в прямых и портфельных инвестициях) в процентах от ВВП (финансовая открытость).

Однако финансово открытые страны имеют немного более стабильные реальные валютные курсы и уровни инфляции (бюджетные балансы почти схожи как в открытых, так и в закрытых странах). Более низкая изменчивость валютных курсов в открытых странах отражает «дисциплинирующий эффект» международных финансовых рынков или облегчение трансферта тем странам, которые проводят «надлежащую политику»¹⁷. Но это может также отражать причинную связь, идущую в противоположном направлении: от более здоровой макроэкономической политики к более значительной интеграции. Финансовая интеграция также связана с более низкой изменчивостью производства, поскольку воздействие шоков на производство размыто. Волатильность производства значительно коррелирует с изменчивостью инфляции и фискального баланса в закрытых, но не в открытых экономиках (табл. 2.2).

Таблица 2.2

Корреляция с волатильностью производства*

	Развивающиеся экономики	
	Открытые**	Закрытые**
Торговая открытость***	-0,26	-0,46
Изменчивость потоков торговли	0,10	0,45
Изменчивость условий торговли	–	–
Финансовая открытость***	-0,14	-0,09
Доля внешнего долга (% от ВВП)	–	0,16
Волатильность внешних активов и обязательств	–	0,09
Изменчивость реального обменного курса	0,15	0,37
Изменчивость инфляции	–	0,28
Изменчивость фискального баланса	–	0,39

* На базе 5-летних периодов за 1975–1999 гг. Прочерк указывает, что корреляция не очень отличается от нуля.

** На базе степени открытости относительно медианы (среднего уровня).

*** В процентах от ВВП.

Аналогично корреляция между волатильностью производства и внешними шоками — включая условия торговли, изменчивость торговых потоков и реальных обменных курсов — значительно ниже в открытых экономиках. Заметим, что, хотя закрытые экономики подвергаются меньшей изменчивости потоков капитала, они, в свою очередь, значительно коррелируют с волатильностью производства. Более того, чем больше степень финансовой открытости, тем ниже изменчивость производства.

Важно отметить, что связь между более значительной открытостью прямым иностранным и портфельным инвестициям и более низкой изменчивостью производства зависит от того, какова величина внешнего долга. Финансово открытые страны имеют несколько выше соотношение внешнего долга, а последний положительно коррелирует с изменчивостью производства в обеих группах стран. Внешний долг может усилить волатильность производства, так как состояние платежного баланса увеличивает воздействие шоков, особенно если внутренние финансовые системы еще недостаточно развиты. Вклад финансовой открытости в сокращение волатильности производства остается значительным в более сложной экономической структуре. Эконометрические модели международного бизнес-цикла предполагают, что глобальная финансовая диверсификация может быть правильной реакцией на шоки условий торговли¹⁸. Американские исследователи Г. Бекарт, К. Гарвей и Х. Лундبلاد выявили, что либерализация фондового рынка связана с более низкой волатильностью производства и потребления¹⁹. В ряде других исследований было также показано, что амплитуда экономических колебаний в Восточной Азии падала по мере того, как страны этого региона становились более открытыми²⁰.

Последствия влияния торговой и финансовой интеграции на макроэкономическую нестабильность. Нестабильность нежелательна не только сама по себе, но и потому, что сильно отрицательно коррелирует с ростом производства. Торговая и

финансовая интеграции делают экономику более уязвимой для внешних шоков: торговая открытость связана с более высокой волатильностью производства, тогда как финансовая открытость — с более высокой волатильностью потоков капитала, особенно краткосрочного.

Каково воздействие более значительной торговой открытости на подверженность страны внешним финансовым кризисам? Рассмотрим два типа финансового кризиса: дефолт и крах валюты. Дефолт происходит, когда просроченная задолженность внешним частным кредиторам составляет более 5% всей неоплаченной задолженности или пересматриваются соглашения о реструктуризации. Валютный кризис определяется уровнем девальвации в 25% относительно американского доллара или, по крайней мере, падением курса наполовину по сравнению с предыдущим годом (исключая случай гиперинфляции)²¹.

Верхняя панель на рисунке 2.5 показывает частоту дефолтов и валютных кризисов по 5-летним периодам за 1975–1999 гг. Два типа внешних финансовых кризисов имеют схожий временной профиль за весь период, включая пик начала 80-х гг. XX в. Такие кризисы более часто повторяются в странах, которые менее интегрированы в глобальную торговую систему (нижняя панель на рисунке 2.5.)

За последнюю четверть века менее интегрированные страны в среднем на 20% больше страдали от дефолта и на $\frac{1}{3}$ от девальвации своей валюты, чем в среднем все развивающиеся страны. Если представить картину по регионам, то Западное Полушарие более уязвимо к финансовым беспорядкам, чем другие регионы. Самые большие выгоды извлекают страны с открытыми рынками капитала.

Торговая интеграция уменьшает финансовую уязвимость страны, повышая её способность и готовность обслуживать свои внешние обязательства. Более высокая доля экспорта в ВВП означает, что девальвация дает стране допол-



**Рис. 2.5. Частота финансовых кризисов в РС
(доля стран, испытавших кризис, % в год)**

Источник: IMF. World Economic Outlook. April 2000.

нительные возможности заработать иностранную валюту, чтобы обслужить внешний долг. Таким образом, если страна рассматривается как более способная обслуживать свой долг, то это уменьшает вероятность резких реверсий потоков капитала²². Это особенно важно для СФР, где внутренние финансовые рынки не развиты, а экономические и по-

литические перспективы более неопределенны, чем в промышленных странах. К тому же торговая открытость требует исполнения внешних обязательств, поскольку делает страну более уязвимой к санкциям кредиторов в случае дефолта²³.

Итак, чем выше степень торговой интеграции, тем меньше частота внешних финансовых кризисов. Одна из интерпретаций такого результата следующая: торговля создает важный буфер для волатильности, присущей финансовой интеграции. Вывод таков, что страны, которые уже финансово открыты, добиваются уменьшения частоты внешних финансовых кризисов путем увеличения открытости своей торговой системы.

Более значительная международная финансовая интеграция ассоциируется с более низкой волатильностью производства (что может проявляться только на длительном временном интервале). Последняя также зависит от других факторов, включая стабильность макроэкономической политики, внутреннее финансовое развитие и институциональное качество. Значительная финансовая интеграция также обуславливает меньшие шоки валютного курса и инфляции. Экономики с менее диверсифицированной производственной структурой, включая маленькие экономики, которые очень открыты для торговли, могут снизить волатильность путем либерализации финансовых потоков.

Международные торговля и финансовая интеграция в значительной степени взаимодополняют друг друга. В прошедшие десятилетия степень открытости торговли и финансов была сильно взаимосвязана как в группе развитых, так и развивающихся стран. Хотя двигателем глобальной экономической интеграции было прежде всего технологическое развитие в первом цикле глобализации (1870–1914), начиная со Второй мировой войны интеграцию продвигала политика либерализации.

Взаимодействие между торговыми и финансовыми аспектами глобализации наиболее явно в случае внешних финансовых кризисов. Торговая открытость, например, сокращает вероятность внешних финансовых кризисов путем улучшения внешней платежеспособности страны. В тех странах, где уровень торговой интеграции уже высокий (как в небольших экономиках), сокращение волатильности достигается посредством дальнейшей финансовой интеграции, тогда как страны с высокой финансовой интеграцией (как многие страны Латинской Америки) могут сократить риск внешних финансовых кризисов путем увеличения торговой интеграции.

2.3. Внешнее финансирование в посткризисный период

Внешние финансовые условия конца 2000 г. на фоне неуверенного глобального восстановления еще раз бросили вызовы ряду развивающихся стран (особенно со средними доходами), которые сильно зависят от международных финансовых рынков.

Начиная с 1998 г. они активно выплачивали внешний долг частным кредиторам из развитых стран; в некоторых случаях данные выплаты вызвали обеспокоенность относительно величины этого долга. В целом (если учесть накопленные финансовые активы этих стран за рубежом) выплаты свидетельствовали о том, что развивающиеся страны стали чистыми экспортерами по отношению к развитым странам.

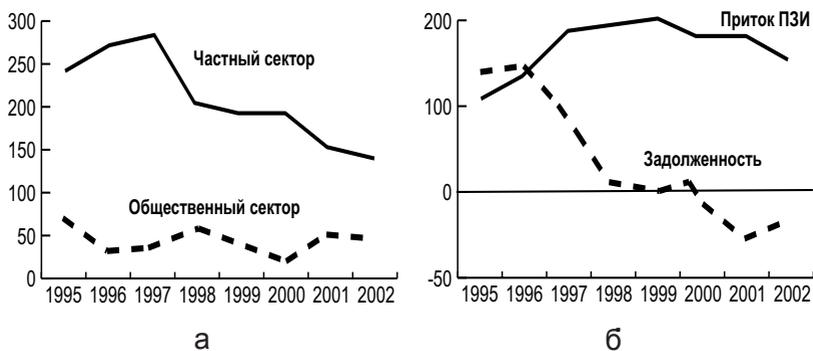
Сокращение извне притока ссудного капитала было в какой-то мере смягчено продолжающимся притоком прямых зарубежных инвестиций. Есть позитивные моменты, связанные с ростом на рынках облигаций (бондов) в некоторых развивающихся экономиках и появлением некоторых инноваций в управлении кредитным риском.

Вопросы, требующие исследования: 1) что должно быть предпринято, чтобы предотвратить разрушительное воздействие резких оттоков капитала на растущие экономики;

2) что может быть сделано для обеспечения доступа развивающихся стран к внешнему финансированию?

Начиная с 2000 г. чистый поток капитала в СФР падает. В 2002 г. весь чистый приток капитала по всем источникам (частный и официальный долг, акционерный капитал) составил 192 млрд. долл., или 3,2% от ВВП этих стран, снизившись с 210 млрд в 2001 г. (3,6% от ВВП) и 215 млрд долл. в 2000 г. (3,7% от ВВП). Этот снижающийся тренд начался с 1997 г., когда данный поток составил почти 325 млрд долл. (5,5% от ВВП)²⁴. Это было связано с сокращением частного финансирования (рис. 2.6 а) в основном в виде ссудного капитала (как банковского, так и заемного). Чистый приток ссудного капитала в 1995–1996 гг., достигший 135 млрд долл. в год, затем имел устойчивое снижение, пока не стал чистым оттоком в 2001–2002 гг. Это оказалось беспрецедентным снижением за период, начиная с середины 1960-х гг. (рис. 2.6 б).

Быстрый рост уже с конца 1960-х гг. приобрел взрывной характер в 1970-е гг., когда коммерческие банки рециклировали излишки нефтедолларов от производителей нефти в другие развивающиеся страны. И только долговой кризис начала 80-х гг. XX в. замедлил этот рост, но не положил ему конец. Усилия по реструктуризации долга (в том числе перенос сроков выплаты) означали, что в целом проблема осталась, а новые кредиторы вновь активизировались, но уже в других странах. Когда в 1990-е гг. восстановилось доверие к рынкам после принятия Плана Брейди (Brady Plan), реальный долг стал устойчиво расти (рис. 2.7 а). С середины 1998 г. картина финансирования СФР в целом изменилась. Когда заемщики стали активно выплачивать свои долги, их внешний долг в долларовом измерении снизился, а процентные ставки оставались на низком уровне (Дополнение 2.3).



**Рис. 2.6 Чистые финансовые потоки
в развивающиеся страны
в 1995–2002 гг., млрд долл.**

Источник: World Bank Debtor Reporting System.

Дополнение 2.3

Развивающийся мир учится жить в условиях сокращающегося внешнего долга

Приток ссудного капитала на развивающиеся рынки, который был чрезвычайно раздут в начале 1990-х гг., сперва резко сократился из-за шока восточно-азиатского кризиса 1997–1998 гг., затем из-за беспорядков на рынке финансовых инструментов с фиксированным доходом летом 1998 г. и совсем недавно – в связи с замедлением мировой экономики начиная с 2001 г. Сократившийся приток, вначале особенно заметный в Восточной Азии и России, сейчас характерен и для стран Латинской Америки.

Потоки ссудного капитала в развивающиеся страны от частных кредиторов второй год подряд, начиная с 2000 г., уменьшались. Платежи по долгам СФР превысили новый заем на 9 млрд долл., достигнув пика в 2001 г. (24,8 млрд долл.). Брутто-поток новых рыночных займов упал со 171 млрд долл. в 2000 г. и 145 млрд долл. в 2001 г. до 138 млрд долл. в 2002 г. (табл.2.3).

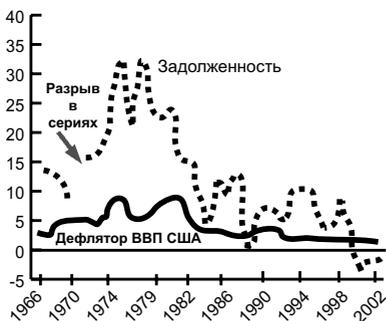


Рис. 2.7а.

Внешняя задолженность развивающихся стран за период 1966–2002 гг., изменение в % по сравнению с предыдущим годом

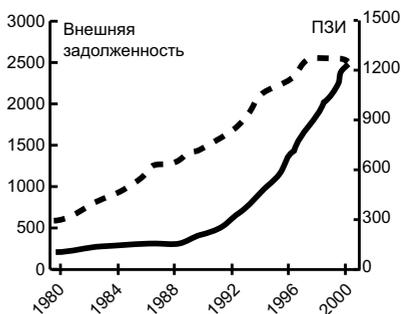


Рис. 2.7б.

Внешняя задолженность и накопленный запас ПЗИ в развивающихся странах за 1980–2000 гг., млрд долл.

Источник: World Bank Debtor Reporting System; IMF Balance of Payments Yearbook. 2001.

Некоторые едва заметные признаки улучшения ситуации на рынке долговых инструментов появились в конце 2002 г., и далее ожидается постепенный рост притока внешнего финансирования, но это не значит, что его величина вернется к уровню начала 1990-х гг. Хотя внешнее долговое финансирование (размещение бондов и привлечение банковских займов) продолжает играть важную роль в финансовой стратегии правительственных и частных заемщиков из развивающихся стран, обслуживание долга с фиксированными процентами не всегда хорошо согласуется с колебаниями номинального ВВП во многих этих странах, особенно тех, которые зависят от первичных товаров. Реакции рынков на обслуживание долгов лишь усиливают неустойчивость, что может угрожать экономическому росту и борьбе с бедностью. Переход от долгового финансирования к акционерному стал общей тенденцией с 1998 г. Политики должны признать последствия этого важного сдвига и достойно ответить на новые возможности и политические вызовы.

Наиболее важной является поддержка притока иностранного акционерного капитала. Прямые зарубежные инвестиции (ПЗИ) более

Таблица 2.3

Брутто-займы для СФР, млрд долл.

	2000 г.	2001 г.	2002 г.		2000 г.	2001 г.	2002 г.
Всего, в т.ч	171	145	138				
Бонды	58	59	55				
Банковские ссуды	113	86	83				
Восточная Азия, в т.ч.	27	17	34	Латинская Америка*, в т.ч.	83	75	44
Бонды	5	7	12	Бонды	35	34	22
Банковские ссуды	22	10	22	Банковские ссуды	48	41	22
Южная Азия, в т.ч.	4	3	2	Суб-Сахара, в т.ч.	12	11	9
Бонды	0	0	0	Бонды	1	2	3
Банковские ссуды	4	3	2	Банковские ссуды	11	9	6
Европа и Центральная Азия, в т.ч.	37	27	34	Средний Восток и Средняя Африка, в т.ч.	9	12	15
Бонды	14	11	15	Бонды	3	5	3
Банковские ссуды	23	16	19	Банковские ссуды	6	7	12

*Кроме Аргентины.

Источник: Dealogic Bondware and Loanware.

стабильны, чем внешний долг. Поскольку они ориентированы на долгосрочную отдачу, страны с развивающимися рынками предпочитают именно эту форму финансирования. Эти инвестиции приносят выгоды в технологиях, оперативном и финансовом менеджменте. В данном контексте устойчивость ПЗИ на фоне ослабления заемного финансирования является хорошим признаком.

В отличие от внешних кредиторов, компании стремятся закрепиться в развивающихся странах, частично из-за того, что здесь они владеют весьма незначительными активами по отношению к общей величине их акционерного капитала, а частично потому, что многие крупные компании сейчас ожидают роста прибылей за счет сокращения издержек своего бизнеса.

ПЗИ приносят выгоды, будь то доступ к рынкам или трансферт технологий. На фоне изменчивых потоков частного капитала именно ПЗИ особенно желательны. Компании стремятся инвестировать в эти страны надолго (если не навсегда). Их доходы растут или падают в зависимости от общего состояния экономики, и большую их часть они оставляют в стране инвестирования.

На этом фоне приток частного акционерного капитала (ПЗИ) остается значительным. В 2002 г. этот приток (в основном в Латинскую Америку) сократился, в то время как инвестиции в Китай остаются на высоком уровне вследствие сильного роста и оптимизма в связи с недавним вступлением в ВТО.

В целом картина изменилась следующим образом: в то время как совокупная величина внешнего долга СФР (с учетом всех источников) упала с 1998 г., накопленная величина акционерного капитала, принадлежащая иностранным инвесторам, резко повысилась за последнее десятилетие (рис. 2.7б). Соотношение внешнего долга к акционерному иностранному капиталу снизилось с 300% в 1997 г. до менее чем 200% в конце 2001 г. для всех регионов развивающегося мира.

Почему это происходит, каково значение и насколько данный сдвиг долговременный предстоит нам исследовать в дальнейшем. Выделим три аспекта этого сдвига:

Значимый приток капитала в СФР, однако, нельзя считать «манной небесной». Чистый приток капитала упал со 179 млрд (пик в 1999 г.) до 143 млрд долл. в 2002 г. (табл. 2.4).

Поддерживать устойчивость притока прямых инвестиций — насущная необходимость для политиков и рыночных участников, что, как известно, зависит от инвестиционного климата. Здоровая среда для корпоративного сектора, в том числе развитая институциональная основа — необходимое условие для выгодных инвестиций и уменьшения риска и, таким образом, для привлечения ПЗИ. Также необходимо содействовать росту производительности, деловой активности и капитала национальных фирм как ключевым факторам притока капитала (до 90% всех инвестиций) в развивающиеся страны и главным двигателям роста. В конечном счете это определяет то, останется ли капитал дома или «сбежит» за границу.

Рост и уменьшение бедности зависят от управления суверенными финансовыми рисками. Финансовые рынки стремительно реагируют на плохие новости, поэтому важно тщательно планировать способы защиты от риска. Заметим, что на рынке облигаций (бондов) в СФР за про-

■ Частично это обусловлено предпочтениями инвесторов. Кредиторы (как банки, так и портфельные инвесторы) начали очень осторожно подходить к долговым требованиям развивающихся стран; в то же время нефинансовые корпорации стали более благосклонными к развивающимся странам, принимая в внимание хорошие перспективы роста как экспорта, так и внутреннего потребления.

■ Сдвиг также объясняется предпочтениями политиков развивающихся стран. Один очень важный урок из кризисов 1990-х гг. состоял в том, что зависимость от внешнего долга делает экономику более уязвимой к потокам капитала. Чтобы защититься от этого, страны стали укреплять свои резервы и склоняться к более стабильным формам инвестиций, особенно ПЗИ. Это наглядно видно на примере восточно-азиатских стран, но более всего — на примере Мексики, что позволило ей избежать шоков на рынке капитала за последние несколько лет по сравнению с серединой 1990-х гг.



шедшие годы предпочитали размещать выпуски в местной валюте, хотя и с коротким сроком. В переходный период для суверенных заемщиков очень важно переместиться с валютного риска к риску ролловерного (возобновляемого) кредита, особенно если внутренний долг связан с иностранной валютой. Действительно, долг большинства стран со средними доходами имеет краткосрочный характер в национальной валюте, а рынок долговых бумаг служит инструментом надлежащего управления долгом.

Международное сообщество должно облегчить бремя долга. В прошедшие годы многие страны находились под сильным давлением выплаты внешнего долга, и это имело особенно неблагоприятное последствие для группы беднейшего населения. Сейчас достигнут консенсус, что нужна реформа для смягчения этого долгового пресса. Для стран с низкими доходами была предусмотрена Инициатива по списанию задолженности (Heavily Indebted Poor Countries Initiative). Продолжающееся снижение цен на первичные товары и экспортных доходов бедных стран означает, что некоторым странам требуются дополнительные ресурсы

■ Такой сдвиг положительно влияет на баланс. Для многих стран такая перемена может рассматриваться как вызов. С одной стороны, текущий ПБ должен иметь излишек с тем, чтобы, «зарабатывая» таким образом валюту, выплачивать внешний долг. Однако, что более важно, это явится хорошей финансовой опорой развития. Чрезмерное заимствование вынуждает СФР нести на себе всю тяжесть в случае неблагоприятного глобального развития: они должны или полностью платить по своим долгам, или объявить дефолт.

Когда макроэкономические условия складываются не лучшим образом для развивающихся экономик, рынок долговых обязательств становится повышенным фактором риска, и они не могут больше обременять себя большим долгом. В таком случае возникает большая вероятность кризиса и даже дефолта. Напротив, финансирование путем участия в акционерном капитале является хорошим амортизатором в случае различных не-

прежде, чем их долг будет рассматриваться как приемлемый. Для стран с непосильным бременем долга МВФ предложил критерий реструктуризации суверенного долга.

Предложенная основа может оказаться полезной не только в случае дефолта, но и для его предотвращения, позволяя действовать более предсказуемо, избегая при этом чрезвычайных действий (что лишь усложняет ситуацию). Политикам из развитых стран надо стабилизировать финансирование с целью развития путем улучшения торговой политики и помощи. Обязательства, принятые на Конференции ООН по финансированию развития в Монтерее в марте 2002 г., предполагают лишь скромное увеличение помощи. Хотя снижающийся тренд 1990-х гг. удалось прервать, но этого недостаточно для достижения Целей развития тысячелетия к 2015 г. (Millennium Development Goals).

Эффективность помощи может быть улучшена путем перераспределения фондов в самые бедные страны, которые проводят политику, нацеленную на сокращение бедности. В таких странах помощь будет более продуктивна, если она пройдет через правительственные кана-

равновесий. Выгода от ПЗИ не только в том, что доходы от них являются «частью государства», т.е. зависят от него: инвесторы получают прибыль в случае благоприятного развития; в случае же неблагоприятного развития инвестиции абсорбируют некоторые шоки, но в любом случае они никогда внезапно и стремительно не выводятся из страны. Сами инвесторы заявляют, что у них долгосрочные цели, и они готовы терпеливо пережить неблагоприятные временные ситуации.

Дальнейшее развитие может идти по следующему сценарию:

— Если мировая экономика будет развиваться хорошо, то иностранные инвесторы, вероятно, продолжат осуществлять свои инвестиционные планы в СФР. В таком случае кредиторы также в ближайшее время вернуться сюда, тогда главным вызовом для политиков будет чрезмерный рост краткосрочного долга, что недопустимо, поскольку это вызовет проблемы в будущем.



лы с более тесным подключением институтов гражданского общества, нежели это осуществляют сами доноры. И, что более важно, развитые страны могут поощрять развитие путем сокращения сельскохозяйственных субсидий и торговых барьеров, которые дискриминируют экспортеров из развивающихся стран.

Развитые страны тратят более 300 млрд долл. ежегодно в виде субсидий в сельское хозяйство; это в шесть раз больше, чем они тратят на иностранную помощь. Пока не будет достигнут прогресс в этом вопросе на переговорах под эгидой ВТО, нельзя подвести прочную основу под рост и развитие.

Источник: Global Development Finance. 2003.

— Если начнется глобальное замедление, то инвесторы смогут сделать паузу, а кредиторы, вероятно, продолжат финансирование, но значительно сократят его. Такой сценарий наиболее подойдет в случае, когда геополитические отношения станут еще более напряженными, чем сегодня.

— Если, согласно прогнозам, состояние мировой экономики будет посредственным, то прямые инвестиции и кредиты будут оставаться очень скромными. Чистый приток ПЗИ достигнет пика в 2003–2004 гг. по мере восстановления основного капитала. Приток ссудного капитала ожидается положительный, поскольку инвесторов привлекут высокие доходы по долговым бумагам СФР. Напротив, процентные платежи коммерческим банкам останутся на прежнем уровне, поскольку банки, находящиеся под наблюдением БМР, вынуждены сокращать свои риски.

Официальное финансирование снизилось в начале 2000-х гг., потому что МВФ осуществил намного меньше выплат (disbursements). Такое финансирование играет в развивающихся странах роль своеобразного буфера, и оно негативно коррелирует с притоками частного капитала и глобальным ростом²⁵. Действительно, в 2003 г. приток частного капитала в СФР оказался положительным, поскольку официальное финансирование резко упало в связи с уменьшающейся потребностью в чрезвычайном финансировании.

Хотя развивающиеся страны имеют весьма значительные внешние обязательства, их внешние активы в последнее время также растут. Накопление активов за рубежом стало веянием последнего времени. Результатом является то, что СФР в целом становятся чистыми экспортерами капитала, имея небольшой излишек по текущим статьям ПБ за период с 1998 г. Приобретение иностранных активов развивающимися странами

Таблица 2.4

Чистые потоки капитала в СФР, млрд долл.

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Сальдо текущего ПБ	-91,4	-113,6	-10,7	61,9	27,6	48,3	26,2
В % от ВВП	-1,5	-2,0	-0,2	1,0	0,5	0,8	0,4
Движение капитала (чистый итог)							
Акционерный капитал, в т.ч.	196,0	181,9	194,3	186,7	177,6	152,3	158,0
ПЗИ	169,3	174,5	179,3	160,6	171,6	143,0	145,0
Портфельный	26,7	17,4	15,0	26,0	6,0	9,3	13,0
Ссудный капитал, в т.ч.	102,1	57,4	13,9	-1,0	3,2	7,2	5,0
Официальные кредиторы	13,0	34,1	13,5	-6,2	28,0	16,2	0,0
Мировой Банк	9,2	8,7	8,8	7,8	7,5	1,5	-
МВФ	3,4	14,1	-2,2	-10,6	19,5	14,5	-
Другие	0,5	11,2	6,9	-3,4	1,0	0,2	-
Частные кредиторы, в т.ч.	89,1	23,3	0,5	5,1	-24,8	-9,0	5,0
Средне- и долгосрочные ссуды	38,4	39,7	29,6	17,4	-8,6	-2,9	-
Краткосрочные ссуды	43,1	51,4	-5,9	2,6	-16,2	-6,1	-
Балансирующая статья*	-153,8	-109,0	-160,1	-192,5	-128,2	-97,8	-81,2
Изменения в резервах (рост со знаком «минус»)	-52,9	-16,6	-37,3	-55,1	-80,3	-110,0	-108,0

* Включает ошибки, пропуски и чистое приобретение иностранных активов за границей (в том числе ПЗИ).

Источник: Global Development Finance. 2003. P. 8.

видно по трем показателям, первые два из которых отражены как «балансирующая статья» в табл. 2.4.

Из-за рециркулирования положительных сальдо торговых балансов восточно-азиатских и ряда других развивающихся стран и стран с переходной экономикой за счет беспрецедентного накопления резервов в 2003 г. сохранила свое

действие тенденция чистого оттока капитала — в размере порядка 230 млрд долл. из развивающихся стран и стран с переходной экономикой в развитые страны. Это произошло, несмотря на существенное увеличение чистого притока частного капитала в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой, который достиг самого высокого уровня с 1997 г. С другой стороны, хотя прямые иностранные инвестиции остаются наиболее важным каналом притока частного капитала в развивающиеся страны, их размеры снизились до самого низкого уровня с 1996 г. в связи с затуханием волны приватизации, которая выступала движущей силой притока ПЗИ в 1990-х гг. Напротив, объемы кредитов и потоков краткосрочного капитала значительно выросли, но основная часть этих потоков направлялась в небольшое число стран с формирующейся рыночной экономикой, куда их привлекали высокие процентные ставки или ожидание повышения курсов валют. Более того, значительная часть внешнего частного финансирования не поступала в страны, испытывающие потребность во внешних финансовых ресурсах или имеющие низкие нормы инвестирования.

Вместо этого такие потоки направлялись главным образом в страны, зачастую имеющие крупные активные сальдо по счету текущих операций, образовавшиеся в результате быстрого расширения экспорта, пополняя их и без того значительные валютные резервы. Это служит еще одним свидетельством того, что на рынки капитала нельзя полагаться как на стабильный источник финансирования развития. Кроме того, очевидная боязнь многих развивающихся стран перед таким шагом, как перевод своих валют на плавающие курсы в условиях резко меняющихся ожиданий на международных финансовых рынках, должна придать импульс более активным усилиям, направленным на повышение согласованности между международной торговой

системой, с одной стороны, и международной валютно-финансовой системой — с другой (этот вопрос рассматривался выше).

2.4. Пересмотр стратегии инвестирования на формирующихся рынках и новые возможности

Если рассмотреть относительно недавний период кредитных циклов, то снижение в 2001–2002 гг. было необычным в нескольких аспектах. Частично это объяснялось восприятием рынком политического риска в связи со всеобщими выборами в Турции и Бразилии; дефолтом в Аргентине по её международным облигациям; неприятием риска международными банками, кредитовавшими развивающиеся страны.

Все это усугубилось неопределенной ситуацией в мировой экономике, военным конфликтом в Ираке и ухудшением корпоративного кредитования в основных развитых странах в связи с появлением целого ряда скандалов по отчетности крупных корпораций США, что в целом подорвало уверенность инвесторов и вызвало высокую волатильность на кредитных рынках.

Что касается дальнейших перспектив, то в 2002 г. был принят ряд важных правил и законодательных инициатив (в том числе на многостороннем уровне), что повлияет на потоки капитала в СФР. Стоит лишь отметить две такие инициативы. Во-первых, стали делаться различия в кредитном качестве заемщиков из СФР, как суверенных, так и корпоративных. Кстати, одна из первых инициатив по качеству активов исходила от плана Брейди (1980-е гг.).

Важное следствие такого шага — и, таким образом, различий в предложении и стоимости привлекаемого частного ссудного капитала — уменьшение вероятности финансовой инфекции, поскольку кредиторы будут менее склонны к внезапным изъятиям капитала. Важное значение будет иметь также

установление кривых доходности в зависимости от типа долговых бумаг, в соответствии с фундаментальными экономическими условиями и качеством. Все это находит отражение в различных сегментах международного рынка облигаций, где поиск кредиторами качественных и безопасных бумаг будет порождать спрос на более прозрачную отчетность, лучшее корпоративное управление и соглашение о надежной защите.

Реструктуризация суверенных долгов вступила в центральную стадию в 2002 г. с новыми официальными предложениями, вызвавшими значительный интерес, так же, как и дебаты. Величина займов в виде выпуска и размещения бондов значительно выросла как часть всего внешнего долга СФР. Поскольку дефолт по суверенным долгам все же иногда случается, учитывая характеристики таких бумаг — разнообразие и анонимность для инвесторов и различия в правилах по международным облигациям, — был достигнут новый консенсус относи-



Дополнение 2.4

Резервы стран с формирующимися рынками

Два общих показателя используются для оценки адекватности официальных резервов. Примененные к резервным запасам, они показывают следующие результаты.

Краткосрочный долг. Для СФР как целой группы чистые резервы иностранной валюты в настоящее время в 2,5 раза превышают краткосрочный внешний долг. Данные значительно варьируются по регионам. Резервы очень высокие в странах Восточной и Южной Азии, это следствие финансовых потрясений 1990-х гг. А в странах Латинской Америки резервы даже ниже краткосрочного долга.

Импорт. В целом для СФР резервы эквивалентны по стоимости 6-месячному импорту. Во всех шести регионах резервы гораздо выше принятого в качестве «порога безопасности» уровня трехмесячного импорта, особенно в странах Азии, Ближнего Востока и Северной Африки.

Источник: World Bank Debtor Reporting System and staff estimates; IMF International Financial Statistics.

тельно подхода к реструктуризации суверенных бондов, что может минимизировать издержки реструктуризации и повысить эффективность международного рынка облигаций. Предполагается использовать контрактный подход, включая использование пункта коллективных действий в законодательных документах, касающихся размещения бондов на международных рынках. И намного более амбициозный юридический подход (statutory approach) создает законодательную основу для коллективных действий кредиторов.

В отсутствие международного кодекса с целью реструктуризации долга суверенных заемщиков (поскольку статус банкрота предоставляется только компаниям) МВФ предложил механизм реструктуризации суверенного долга, детали которого в настоящее время разрабатываются. Главной идеей является установление рамочных основ, которые создадут временную защиту суверенных заемщиков от враждебных действий кредиторов, объединят кредиторов и обеспечат международный форум для обсуждения резолюции, и все это должно быть скреплено силой международного соглашения.

Финансовые инновации часто появляются в условиях потрясений, которые приносят новые идеи, организационные структуры, способы ведения бизнеса. Сегодняшний период финансовых бурь и уменьшения кредитов активизировал поиск финансовых инноваций в СФР, при условии, если они будут подкреплены надлежащей политикой и мерами по стабилизации потоков капитала. Одна из этих инноваций касается развития местного рынка облигаций, особенно в Азии. Вторая – расширения рынка для трансфера кредитного риска, ранжированного от класса D (дефолта) до сложных деривативных кредитных продуктов, таких как облигации с дополнительным обеспечением (collateralized debt obligations, CDO)²⁷. И третья инициатива предусматривает переход международной банковс-

кой индустрии от трансграничных займов к предоставлению финансовых услуг на местном уровне. Взятые вместе, эти инициативы дают возможность обеспечить должную стабильность потоков капитала в СФР.

Сокращение притока ссудного капитала объясняется не только нежеланием кредиторов предоставлять финансирование: во многих случаях сокращение спроса на внешние займы произошло помимо этого. Это особенно касается азиатских экономик, которые превратились из чистых заемщиков (до кризисов 1997–1998 гг.) в чистых кредиторов. Значительные излишки и устойчивый приток ПЗИ означают, что многие страны в регионе могут выплачивать внешние долги и накапливать авуары за границей в форме официальных резервов или частных авуаров.

Сокращение притока ссудного капитала лишь частично лежит на стороне спроса, другая часть этого лежит на стороне нежелания самих кредиторов держать долговые требования к СФР. Ключевым моментом является величина процентных ставок (как кратко-, так и долгосрочных) на основных рынках. Низкие доходы будут направлять потоки в СФР, где проценты по кредитам выше, тогда как высокие доходы будут удерживать капитал дома. Этот фактор рассматривался в качестве основного, направляющего потоки капитала в начале 1990-х гг.²⁸ С конца 1980-х гг. и до 1996 г. это обратное отношение между доходами по бондам в ведущих развитых странах и чистыми притоками частного ссудного капитала в СФР действительно подтверждается (рис. 2.8). Коэффициент корреляции между этими показателями составил 0.7. Поэтому не трудно понять первопричины «Текила кризис» в 1994–1995 гг., когда практически был исчерпан приток ссудного капитала в Латинскую Америку. В 1994 г. в США, ЕС и Японии проценты по бондам выросли на 120 базисных пункта, хотя устойчиво падали с 1990 г., когда серьезно ускорился приток ссудного капитала. С 1996 г., однако, эта от-



Рис. 2.8. Чистые потоки ссудного капитала и процентные ставки в США, ЕС и Японии

Источник: World Bank Debtor Reporting System; Bloomberg.

рицательная связь прервалась и стала положительной (между чистым притоком частного ссудного капитала и процентными доходами по бондам). В целом процентные доходы и потоки капитала понижались вместе.

Но с 2002 г. опять фиксируется обратная связь. Чтобы понять, почему произошло такое изменение, надо признать, что инвесторы в СФР стали все больше брать в расчет кредитный риск, нежели доход. Что касается сверхвысоких кредитных позиций в СФР в конце 1990-х гг., то более низкие краткосрочные ставки в странах «триады» продолжали снижаться, и поток капитала в развивающиеся страны возобновился. Действительно, массовое бегство капитала из стран с высокими рисками в безопасные правительственные облигации развитых стран как стремление избежать риска в эти годы и привело к существенному снижению процентных ставок по этим бумагам, это и объясняет положительную корреляцию между потоками капитала и доходностью с 1997 г.

Развивающиеся страны больше выиграют, когда основные развитые экономики достигнут устойчивого роста, избегая взлетов и падений. Центральные банки этих стран установили условия, благоприятствующие росту глобальной ликвидности. Когда в странах ОЭСР номинальные процентные ставки достигли минимального уровня (как это было полвека назад), а реальные стали нулевыми, сложились условия для возобновления потоков капитала в развивающиеся страны. В течение 1990-х гг. страны ОЭСР достигли прогресса в снижении дефицита бюджета, но за последние два года этот прогресс был исчерпан. Рост дефицита в дальнейшем может ограничить доступ СФР к таким фондам, а пакеты фискальных стимулов, которые могут обеспечить рост, уже достигли пределов своей эффективности. Трудности с выплатой долга в корпоративном секторе США и Европы были важной особенностью глобального спада в 2001 г., что способствовало не только снижению стоимости капитала, но и расширению спредов на рынке высокодоходных долговых бумаг. Принимая во внимание большое число инвесторов как в развитых, так и в зарождающихся рыночных экономиках, это привело к росту процентных ставок по внешнему долгу развивающихся стран.

Банки сокращают кредитование в развивающихся экономиках. Как уже было отмечено выше, коммерческие банки, как и держатели облигаций, стали более осторожными при расширении кредитования СФР. Кредиты европейских банков для развивающихся экономик очень быстро росли в 1990-е гг, а теперь они лидируют по сокращениям. Даже в конце десятилетия, когда банки из других стран (особенно японские) начали сокращать финансирование, европейские продолжали экспансию, особенно в связи с уменьшением возможностей на местном рынке (в связи с укрупнениями после успешного введения евро). И, как результат, доля требований к СФР, приходящимся на европейские банки, повысилась до 77%

в последнее время по сравнению с 64% в 1990 г. В ближайшее время банки будут руководствоваться ценовыми трендами на фондовом рынке. Европейские банки были подвержены влиянию глобального замедления цен на фондовых рынках с 2002 г. (рис. 2.9). Сокращению также способствовала угроза невозврата кредитов в Аргентине и корпоративных ссуд в Северной Америке и Европе. В прошедшие годы произошел фундаментальный сдвиг в стратегии кредитования коммерческих банков с трансграничного в сторону более значительного участия на местном банковском рынке.

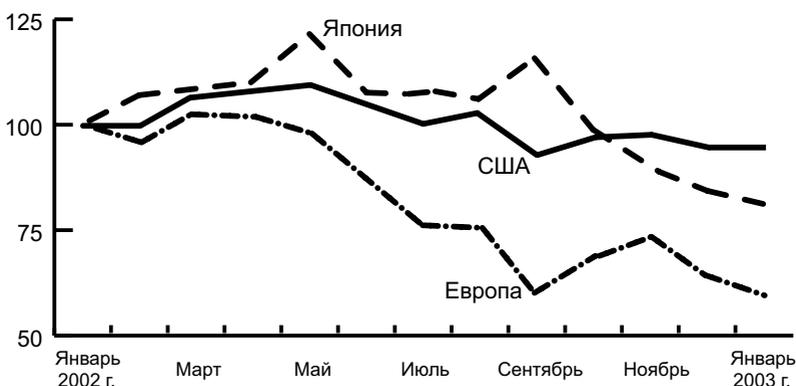
Такой сдвиг хорошо иллюстрируется данными Банка международных расчетов (БМР). Последний сейчас подразделяет общие требования на локальные, которые за последнее время очень выросли, и заграничные, которые значительно снизились (Дополнение 2.5). Этот тренд сочетается с глобаль-



Дополнение 2.5

Требования банков в иностранной и местной валютах

Иностранные активы банков, согласно отчету перед БМР, можно разбить на два компонента. Первые — это **трансграничные требования** (или международные), которые финансируются с международных рынков. Для таких требований банки привлекают депозиты (обязательства) с рынков, отличных от стран, которым предоставляются займы (активы). Обычно фонды привлекаются главным офисом (штаб-квартирой) банка. Второй компонент банковских требований — это **активы в местной валюте**, которые финансируются депозитами прямо с этих же зарождающихся рынков. Международные требования обычно характерны для международных банков, действующих в РС, тогда как требования в местной валюте — сравнительно новое изобретение. Это результат роста притока ПЗИ в финансовый сектор (в том числе банковский) зарождающихся рынков.



**Рис. 2.9. Индекс банковского акционерного капитала
(январь 2002 г. = 100)**

Источник: Bloomberg.

Требования в местной валюте стали результатом желания банков:

- глобально расширяться за счет новых рынков;
- проводить политику более справедливого роста активов и обязательств;
- обеспечивать защиту в случае валютного и долгового кризисов, таких, какие были в 80-е гг. или в конце 90-х гг. XX в.

Требования в местной валюте банков, находящихся под наблюдением БМР и действующих на формирующихся рынках, резко возросли по отношению к международным требованиям, подскочив со 130 млрд долл. в конце 1996 г. до почти 490 млрд долл. в начале 2002 г. Наибольшее увеличение произошло в странах Латинской Америки, где требования выросли с 66 млрд долл. в 1996 г. до свыше 290 млрд долл. в начале 2002 г.

В Европе и Центральной Азии этот рост за тот же период составил 75 млрд долл.: с 12 млрд долл. до 87 млрд долл. Большой скачок в Восточной Азии произошел за период 1999—2000 гг.: с 63 млрд долл. до 83 млрд долл.

ным сдвигом во внешнем финансировании от займов в сторону частного акционерного капитала.

Когда банки, находящиеся под наблюдением БМР, сосредоточились на трансграничном кредитовании, займы финансировались с международного рынка в иностранной валюте и отражались как чистый прирост долга в балансе капитала. Локальные займы деноминированы в местной валюте, финансируются на местном рынке и не отражаются в платежном балансе (ПБ), кроме вложений в акционерный капитал, который требуется для учреждения и капитализации банков на местном рынке.

В принципе, присутствие банков на местном рынке приносит выгоды (помимо увеличения финансирования в ПБ). Это помогает улучшить эффективность местной системы финансового посредничества: мобилизуются недостаточные внутренние сбережения. Присутствие депозитных институтов зоны



Два этих компонента подвержены различным рискам. Международные требования подвергают банки валютному и трансляционному риску (связанному с переводом валюты через границу), так как их требования к заемщикам (т.е. их активы) профинансированы в иностранной валюте (обязательства). Для требований в местной валюте такие риски менее вероятны. Но сохраняются риски, связанные с конкретной страной: политические, экономические, юридические. Требования в местной валюте напрямую связаны с депозитами в той же валюте (см. табл. ниже). Напротив, банки, входящие в зону наблюдения БМР, постепенно перешли из разряда чистых кредиторов в разряд чистых заемщиков.

По данным на март 2002 г. депозиты с зарождающихся рынков банков превысили их ссуды. Сдвиг с международных требований в пользу местных хотя и уменьшил некоторые риски, но вызвал другие, которые выявились только сейчас. Хорошим примером является Аргентина, где несуразное требование о финансировании активов в иностранной валюте за счет средств, привлеченных в местной валюте, введенное ра-

наблюдения БМР — один из важнейших каналов связи беднейших развивающихся стран с глобальной финансовой системой. В предыдущие годы иностранные банки инвестировали с целью создать значительное присутствие на местном рынке в Аргентине. Финансовый кризис в 2001 г. привел к серьезным потерям по этим инвестициям, вызывая беспокойство, что банки могут пересмотреть свое присутствие на местном рынке в СФР, особенно в Латинской Америке. В конце 2002 г. Испанский банк Santander продал свой бизнес в Перу, а германский HBV — свой бизнес в Бразилии. В обоих случаях покупателями выступали местные банки.

Периоды, когда инвесторы уходят с появляющихся рынков, следуют за восстановлением потоков капитала; это объясняется тем, что заёмщики из развивающихся стран с большей кредитоспособностью покидают рынок, когда издержки заимствования растут, а затем вновь входят, когда ставки падают.

нее 2002 г. на волне удорожания валюты, вынудило многие банки стать более осторожными в своих операциях в РС

**Позиции банков, находящихся под наблюдением БМР,
по отношению к формирующимся рынкам (млрд долл.)**

	Активы	Обязательства
Международные требования	793	949
Требования в местной валюте	472	421

Источник: Bank for International Settlements.

Рост восприятия риска не одинаково воздействует на всех заёмщиков. Более кредитоспособные заёмщики, особенно из госсектора, по-прежнему имеют доступ на рынок, хотя и по более высоким спредам. Но корпоративные заемщики с меньшей кредитоспособностью испытали резкое снижение внешнего финансирования. Кредитование заёмщиков из общественного сектора упало с 134 млрд в 1997 г. до 102 млрд долл. в 1998 г., тогда как число заёмщиков из частного сектора сократилось более чем наполовину (рис. 2.6).

Например, накануне финансового кризиса в 1998 г. рынки бондов реагировали на понижение суверенного рейтинга 15 раз-

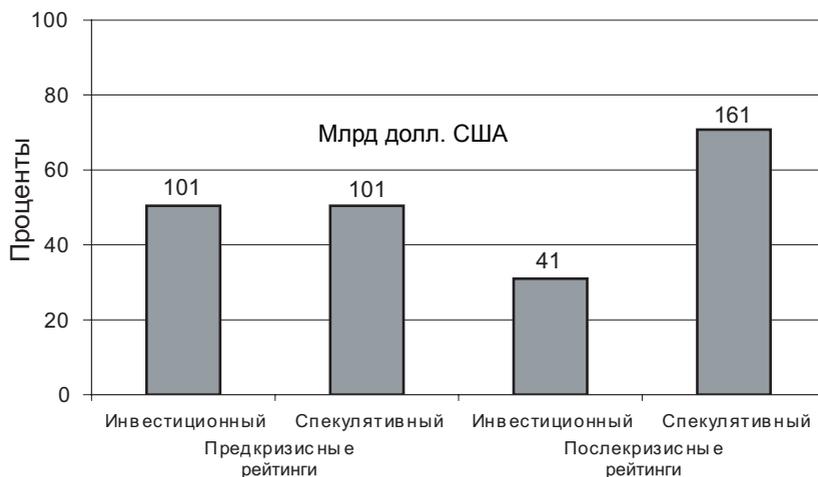


Рис. 2.10. Распределение займов среди развивающихся рынков с различными рейтингами

Левые две колонки показывают размещение бондов и синдицированные займы с января 1996 г. до июня 1997 г. среди развивающихся стран с распределением по кредитным рейтингам (инвестиционный рейтинг против спекулятивного). Правые колонки показывают то же самое распределение, данные по предкризисным потокам в сравнении с послекризисными.

Источник: World Bank and Euromoney Bondware/Loanware.

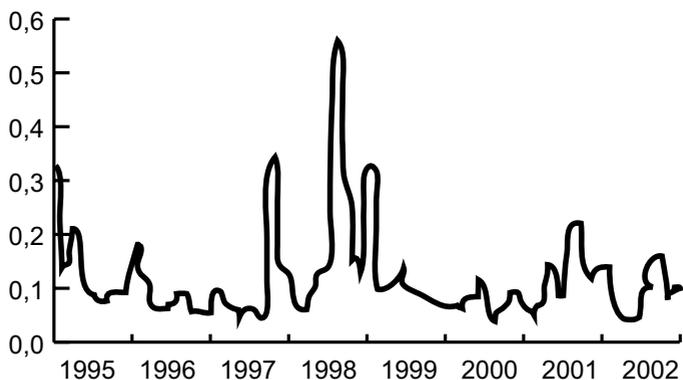


Рис. 2.11. Волатильность EMBI+*
(на основе 30-дневной скользящей средней)

* Сводный индекс бондов развивающихся рынков.

Источник: J.P. Morgan Chase.

вивающихся стран основными агентствами с середины 1997 г., шесть из которых перешли из ранга инвестиционных в ранг спекулятивных. Стран с низким инвестиционным рангом было более $\frac{3}{4}$ от общей суммы кредитования до кризиса (рис. 2.10).

Понижение рейтинга ограничивает вложения в бонды со стороны институциональных инвесторов, которые принимают решения в соответствии с рангом. Многие институциональные инвесторы в США, в конечном счете, продают ценные бумаги с низким рангом; поэтому без улучшения в рейтинге рынки бондов будут испытывать продолжающееся давление (оказанное продажами) в течение некоторого времени.

Долгосрочное банковское кредитование может быть более устойчивым, чем размещение бондов во время финансового стресса. Это может отражать желание поддерживать сложившиеся отношения и доступность информации по заёмщикам, что позволяет банкам легче дифференцировать по классам рисков. Однако такой же доступ к информации может вынудить банки воздержаться от кредитования самых рискованных клиентов.

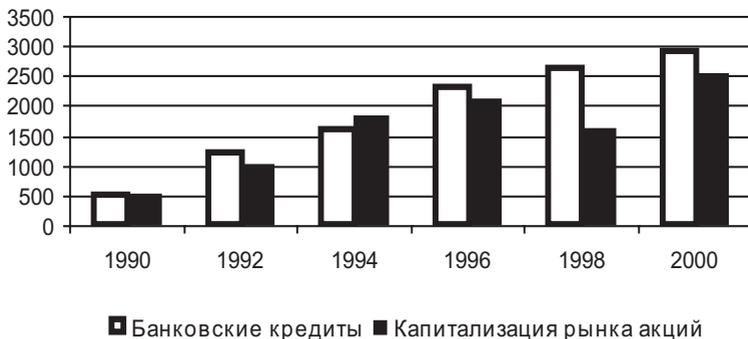
Напротив, исходя из природы финансирования с помощью евробондов для держателей таких бумаг доступ к информации более ограничен, что может иметь результатом «испарение» рынка, когда увеличивается восприятие риска.

В настоящее время волатильность на рынке бондов остается ниже предыдущих кризисов (рис. 2.11) благодаря сокращению леве-реджа на рынке, а инвесторы продолжают очень осторожно проводить различия; база инвестирования смещается в сторону институциональных инвесторов с долгосрочным горизонтом. Признаки распространения инфекции на сегодняшний день весьма ограничены.

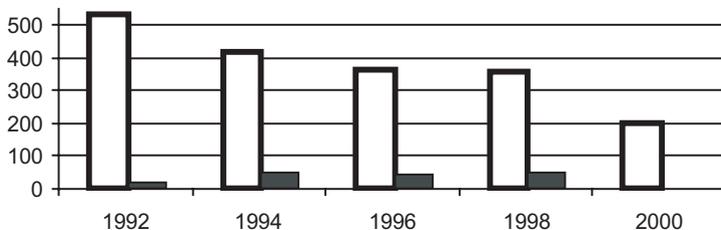
2.5. Внутренние активы как альтернативный источник финансирования

В ответ на кризис на зарождающихся рынках в конце 1990-х гг. ряд аналитиков и политиков рекомендуют развивать местные рынки ценных бумаг как альтернативный источник финансирования корпоративного сектора. Хотя речь идет в основном о развитии рынка облигаций (бондов), существуют проблема сокращения леве-реджа крупных корпораций в Азии и желание иметь более гибкие финансовые структуры в неустойчивом окружении. Акцент постепенно смещается в сторону акционерного финансирования.

Величина капитализации рынка акций в среднем сравнялась со стоимостью банковского кредитования за последнее 10-летие на зарождающихся рынках (Рис. 2.12 а). В очень грубом приближении это показывает относительную важность рынка акций как источника привлекаемых инвестиций. Но существуют значительные различия по периодам и по регионам. Банковский кредит намного более значителен в Азии; противоположную картину можно наблюдать в Латинской Америке и Центральной Европе²⁹. Коллапс рынка акций в 1997—1998 гг. привел к резкому падению показателей капитализации; в следующем году под влиянием стремительного роста акций



a



б



в

Рис. 2.12. Соотношение различных источников финансирования в СФР в 1990-е гг. (в млрд долл.)
 Источник: Оценки МВФ за разные периоды.

сектора телекоммуникаций началась обратная тенденция. На этом фоне банковское кредитование росло стабильно.

Банковское кредитование продолжает доминировать над внутренним выпуском акций на зарождающихся рынках. Между 1990 и 2001 гг. это превышение было 10-кратным (Рис. 2.12 б). Волатильность также была существенна. Например, банковское кредитование с более 400 млрд долл. в 1996 г. сократилось почти до 5 млрд в 1997 г., тогда как выпуск акций оставался на уровне 20 млрд долл. за этот же период. Это объясняется тем, что банковское кредитование краткосрочное и осуществляется на условиях возобновления (ролл-овер), в то время как выпуск акций — постоянный источник финансирования. Хотя по величине потока финансирования через размещение акций абсолютно незначительно, но это относительно эластичный источник финансов (что показали кризисы в Азии).

Резкое падение выпуска акций в 2000—2001 гг. вызывает, однако, сомнения относительно долгосрочных перспектив первичного размещения на местных рынках — вопрос, относящийся к интернационализации рынков акций. Как показано на рисунке 2.12 в, размещение акций на международных рынках доминировало над местным размещением за указанный период.

Акции развивающихся рынков могут обеспечить глобальным инвесторам привлекательную отдачу и сформировать диверсифицированный портфель. Такие выгоды инвесторы получали в первой половине 1990-х гг., но с середины этого периода они исчезли.

Такое ухудшение рынков выявило ключевую роль тактических инвесторов, чье авантюристическое поведение увеличило волатильность притоков капитала на развивающиеся рынки.

Слабость рынков в долгосрочной перспективе объясняется следующим:

1) цепь финансовых кризисов, начавшихся в Мексике в 1994 г., вызвала сокращение долларовых доходов по бумагам на развивающихся рынках;

2) беспокойство относительно прозрачности управления в корпорациях;

3) растущая значимость АДР (American Depository Receipts (ADRs)) и делистингов, что также сокращает запас ликвидных акций на развивающихся рынках и утончает базу для внутренних и глобальных инвесторов.

Несмотря на то, что суммарно по стоимости кредиторская задолженность и акционерный капитал примерно равны, банковское заимствование доминирует над размещением акций на этих рынках, но нужно отметить, что первое более изменчиво. Кроме того, хотя абсолютно выпуск акций намного меньше по величине, это был намного более надежный источник финансирования во время азиатских кризисов. Резкое падение этого источника в 2000–2001 гг. увеличило задолженность, но в долгосрочной перспективе он может рассматриваться как альтернативный источник финансирования, особенно в свете интернационализации фондовых рынков.

Хотя международные рынки акций позволяют ведущим корпорациям из развивающихся стран привлекать капитал по низкой цене, это мешает развиваться местным рынкам как альтернативному источнику финансирования. Тенденция в отношении интернационализации есть результат драматического сокращения издержек транзакции, связанных с улучшением информационных и компьютерных технологий.

Снижение стоимости привлеченных средств вкупе с интеграцией рынков капитала делают очевидной неэффективность некоторых местных рынков капитала в развивающихся странах. И на отдельных таких рынках смягчаются требования листинга и некоторые другие издержки первичного раз-

мещения, а также учреждаются альянсы, чтобы увеличить базу инвестирования для внутренних выпусков.

Однако слабость местных рынков СФР во второй половине 1990-х гг. еще не предвещает их будущее развитие. Более стабильное макроэкономическое окружение, улучшение корпоративного управления и прозрачность остаются ключевыми элементами развития этих рынков. В этом отношении программы АДР и ГДР (ADRs / GDR) корпораций развивающихся рынков, вероятно, также играют важную роль в данном процессе.

2.6. Россия на пути интеграции в международные рынки капитала

Включение России в мировую экономику и финансовое сообщество, либерализация доступа иностранного капитала на внутренний финансовый рынок и предоставление российским банкам, предприятиям, региональным администрациям почти неограниченного доступа на рынок внешнего заимствования не были поддержаны эффективным механизмом контроля. В результате увеличилась уязвимость внутреннего финансового рынка к влиянию неблагоприятных внешних факторов, таких как внешние кризисы и миграция спекулятивного капитала.

Не был достигнут особый прогресс в трансформации институтов, и рано или поздно Россия должна была столкнуться с очень глубокими и запущенными проблемами. Внешние шоки сыграли роль пускового механизма, они были усилены еще и внутренними трудностями.

Либерализация банковского сектора в 1990-е гг. и дерегулирование всего финансового сектора происходили в условиях отсутствия должного наблюдения и контроля за банковской деятельностью и другими кредитными институтами. Это открыло дорогу для широкомасштабных спекулятив-

ных операций, сопровождаемых высокими кредитными рисками, что лишь усилило нестабильность и уязвимость банковских институтов, а национальные супервизоры потеряли контроль за финансовыми рынками. Рост портфельных обязательств в иностранной валюте у коммерческих банков лишил Центральный банк роли «заимодавца в последней инстанции», т.е. возможности рефинансировать их обязательства для поддержания ликвидности³⁰.

Процесс банковского кредитования реального сектора экономики был ограничен масштабным перераспределением банковских активов в пользу займов для правительства. В структуре банковских требований доля по отношению к государственным органам быстро росла: с 39,9% в начале 1997 г. до 42,6% в середине 1998 г.³¹, и, как известно, это сильно повлияло на банковскую ликвидность в условиях финансового кризиса. Сокращение кредитного портфеля было вызвано ростом кредитного риска и оттоком средств из банковского сектора (изъятие денег со стороны населения и прекращение займов со стороны иностранных контрагентов).

Особенности ситуации с внутренним долгом определяются его краткосрочным характером и большой долей долга, принадлежащей нерезидентам. Широкое участие иностранных инвесторов в финансировании госбюджета резко усилило зависимость экономики России от конъюнктуры мировых финансовых рынков. В таких условиях любые попытки изменить курс валюты вызывают массовый отток иностранных инвесторов с финансовых рынков, приводят к повышению процентных ставок, увеличению спроса на валюту, снижению резервов, росту риска дефолта по государственным обязательствам и девальвации.

В марте—апреле 1998 г. объем поступлений в федеральный бюджет начинает устойчиво отставать от потребностей

по обслуживанию и погашению внутреннего долга, а доходы от ГКО окончательно перестают быть дополнительным источником бюджетных средств, новые размещения ГКО полностью идут на покрытие выплат по предыдущим заимствованиям. Балансирование госбюджета путем дальнейшего сокращения непроцентных расходов было в этих условиях не только необходимо, но и возможно. Власти это не сделали. Долговой кризис стал неизбежен.

Учитывая такую сложившуюся ситуацию, в августе 1998 г. правительство объявило о 90-дневном моратории на выплату 40 млрд долл. деноминированного в рублях долга частным кредиторам, из которого иностранцам принадлежало 17 млрд долл. по курсу рубля до моратория³².

Выступая на весеннем заседании финансового комитета МВФ, председатель Банка России В. Геращенко заявил: «Чтобы достигнуть устойчивого роста, необходимо осуществить ряд структурных реформ в экономике. Мы должны завершить как можно быстрее реструктуризацию банковской системы, которая сильно пострадала от финансового кризиса. Усиление платежной дисциплины продолжает оставаться важной целью, наряду с предотвращением взаимных неплатежей между предприятиями и уменьшением степени бартеризации экономики. Осуществление налоговой реформы — также главная цель, которая должна служить базой для улучшения инвестиционного климата в стране. Всесторонняя программа структурных реформ в настоящее время разрабатывается, и новое российское правительство будет выполнять эту программу как свой высший приоритет»³³. Без этого текущая макроэкономическая стабилизация и возрождение промышленного производства вряд ли будут продолжены. Прогресс в бюджете сократит давление на Центральный Банк вследствие финансирования дефицита бюджета, будет содействовать снижению цен и возродит доверие к рублю.

В целом предстоит ещё многое сделать для развития институциональной и законодательной основ рыночной экономики, чтобы обеспечить надежные рамки для улучшения управления, сокращения коррупции и привлечения долгосрочного капитала, необходимого для глубокой реструктуризации и устойчивого роста. Недостаточная сила закона и непрофессиональное управление как общественным, так и корпоративным секторами и есть причина скудных инвестиций (это менее 1% от ВВП по сравнению с 3% в переходных экономиках Центральной Европы), неудачи в реструктуризации предприятий и бегства капитала (ежегодно с начала 90-х гг. эта цифра составляла от 10 до 20 млрд долл.). Улучшение инвестиционного климата даст России большой шанс обратить вспять это негативное явление. Российская экономика и удовлетворение её финансовых потребностей улучшатся, если внутренние сбережения, вместо того чтобы уходить за границу, будут оставаться у себя дома и финансировать производительные инвестиции. Российское Правительство должно идти в ногу со временем, что означает также необходимость придерживаться рыночно-ориентированной и открытой политики, но с условием укрепления внутренних структур и осуществления более ответственной политики по созданию сильных базовых институтов.

Примечания к главе 2

¹ Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration. A Policy Research Report. 1998. Washington: The World Bank, 1998; Global Development Finance 1998. Washington: The World Bank, 1998.

² См.: Levine R. Financial Development and Economic Growth // IMF Institute Economics Training Program Seminar. 2000. March.

³ Denizer C., Iyigun M., Owen A.L. Finance and Macroeconomic Volatility // Discussion Paper. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2000.

⁴ Clarke G., Cull R., D'Amato L., Molinari A. On the Kindness of Strangers? The Impact of Foreign Entry on Domestic Banks in Argentina //

Ed. by S. Claessens and M. Jansen; *The Internationalization of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*. N.Y.: Kluwer Academic Publishers, 2001.

⁵ Cline W.R. *The Management of Financial Crises: Paper prepared for Kiel Week Conference 2000; The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets*. Woodstock: National Bureau of Economic Research, 2000. October. P. 19–21.

⁶ Kletzer K., Ashoka Mody. *Will Self-Protection Policies Safeguard Emerging Markets from Crises?* // Ed. by Ch. Adams, R.E. Litan and M. Pomerleano. *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*. Washington: Brookings Institution Press, 2000.

⁷ Eichengreen B. *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Washington: Institute for International Economics, 1999.

⁸ Kaminsky G.L., Schmukler S.L. *What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis* // *Journal of International Money and Finance* 1999. N 18. P. 537–560.

⁹ Cline W.R. *Op. cit.*

¹⁰ Easterly W., Islam R., Stiglitz J. *Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility*. Washington: The World Bank, 1999.

¹¹ Caballero R. *Macroeconomic Volatility in Latin America: A View and Three Case Studies*. 2000. May.

¹² Berola G., Draze A. *Will Government Policy Magnify Capital Flow Volatility?* // Leonardo Leiderman and Asaf Razin (Eds.) *Capital Mobility: The Impact of Consumption, Investment and Growth*. N.Y., Melbourne: Cambridge University Press, 1994.

¹³ Sarno L., Taylor M. *Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation* // *Journal of Development Economics*. 1999. N 59. P. 337–364.

¹⁴ Cm.: Goldman Sachs. *International Economic Analysis*. 2002. April 2.

¹⁵ Marichal C. *A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820–1930*. Princeton, 1989; McKinnon R.I., Pill H. *Credible Economic Liberalizations and Overborrowing* // *American Economic Association Papers and Proceedings*. 1997. January.

¹⁶ Easterly W., Kraay A. *Small States, Small Problems? Income, Growth, and Volatility in Small States* // *World Development*. 2000. Vol. 28. P. 2013–2027.

¹⁷ В. Ким обнаружил, что международная финансовая интеграция приводит к значительному снижению фискального дефицита. См.: KDI School Working Paper. 2000. N 4.

¹⁸ См.: Center for Economic Policy Research. Discussion Paper 2002. No. 3268. L., 2002. Более подробный анализ трансмиссии внешних шоков на развивающиеся страны см.: IMF World Economic Outlook. 2001. October. Washington: The International Monetary Fund, 2001.

¹⁹ Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C. Growth Volatility and Equity Market Liberalization. Durham: Duke University Press, 2002. Доступна также в Интернет: http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working_Papers/W60_Growth_volatility_and.pdf.

²⁰ См.: World Economic Outlook. 2002. October. Washington, 2002. P. 137–138.

²¹ Detragiache E., Spilimbergo A. Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation // IMF Working Paper. 2001. N 2; Milesi-Ferretti G.M., As-saf Razin. Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities // IMF Working Paper. 1998. N 89.

²² Д. Ромер обнаружил, что открытость связана с более низким уровнем инфляции, что в свою очередь может сократить макроэкономическую нестабильность. См.: Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108. P. 869–903. Л. Кэтьё и Б. Саттон подчеркивали роль неустойчивости как ключевой детерминанты дефолта суверенного долга и в то же время выделяли в ней внутренние и внешние компоненты. См.: Catro L., Sutton B. Sovereign Defaults: The Role of Volatility // IMF Working Paper. Washington: The International Monetary Fund, 2002.

²³ Страны с более открытой торговлей подвержены менее драматичным падениям реального роста и намного быстрее оправляются после последствий валютного кризиса. См.: Gupta Poonam, Deepak Mishra, Ratna Sahay. Output Response During Currency Crises. Washington: The International Monetary Fund, 2000. Быстрый рост экспорта помог азиатским экономикам быстро миновать кризис в 1997–1998 гг. и начать платить по внешним долгам. Но этого не произошло в странах Латинской Америки в начале 1980-х гг., несмотря на резкую девальвацию. Вместо этого латиноамериканские страны (частично из-за закрытости своей торговли) имели растущее

соотношение платежей по внешнему долгу к экспорту. См.: World Economic Outlook, 2002, April. Washington: The International Monetary Fund, 2002. Ch. 2.

²⁴ Все данные по потокам капитала в страны с формирующимися рынками взяты из отчета МВФ «Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues. September 2003».

²⁵ Ratha D. Demand for World Bank Lending // Policy Research Working Paper 2652. Washington: The World Bank, 2000.

²⁶ Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper 7993. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. 2000.

²⁷ Эти облигации имеют инвестиционный класс с дополнительным обеспечением (пулом «бросовых» облигаций). О деривативах на кредитном рынке см. подробнее в главе 4.

²⁸ Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors // IMF Staff Papers 40. 1993.

²⁹ Это частично объясняется экстенсивным процессом приватизации в этих двух регионах. Более подробно см.: The Role of Local Securities Markets // IMF Occasional Paper. 2002. N 210.

³⁰ Также накануне кризиса был накоплен значительный объем валютных обязательств перед банками-нерезидентами (как по балансовым, так и внебалансовым (форвардным) операциям). Совокупный объем на начало августа составил 26 млрд (15,1 по форвардным сделкам и 11,2 млрд долл. по банковским кредитам и депозитам). См.: Бюллетень банковской статистики. 1998. №9.

³¹ Бюллетень банковской статистики. 1997. №12. Табл. 12; 1998. №2. Табл. 4.1.3.

³² В ноябре 1998 г. правительство и иностранные банки достигли соглашения по существу о реструктуризации 10 млрд долл. замороженного долга казначейства. По соглашению иностранные банки должны получить 10% денежных выплат в рублях; 20% в ценных бумагах, за которые можно рассчитаться по налоговым долгам или получить долю в капитале российских банков, а остальные 70% – в рублевых ценных бумагах, приносящих фиксированный доход.

³³ International Monetary and Financial Committee of the IMF Board of Governors. Sunday. April 16. 2000.

Глава 3. Восприятие рисков на формирующихся рынках и управление ими

3.1. Рынок деривативов в управлении потоками капитала в страны с формирующимися рынками

Инвесторы, обеспокоенные рисками инвестирования в развивающихся странах, способствовали развитию инструментов управления рисками — и новых рынков этих инструментов, — поскольку появление валютного и процентного рисков в 1980-е гг. после разрушения Бреттон-Вудской системы фиксированных курсов сопровождалось развитием рынка валютного и процентного деривативов. Создавая возможности избегать рисков и облегчать зарубежные инвестиции, те же самые инструменты позволяют участникам избегать пруденциальных норм регулирования и создавать позиции с чрезвычайным леввереджем путем отнесения их в забалансовые статьи. Это происходит вследствие недостаточной практики внутреннего управления риском и неадекватного финансового регулирования. Установление пруденциального регулирования, которое побуждает рыночных участников использовать деривативы надлежащим образом, — это основной вызов как для развитых, так и для развивающихся рынков.

Несмотря на быстрый рост за последние несколько лет, на долю СФР приходится всего 1% объема мирового рынка деривативов. Локальный рынок деривативов в СФР значительно отличается по своим величинам (как абсолютно, так и относительно) от наличного рынка. По сравнению со зрелыми рынками соотношение обращающихся деривативов (на акции и облигации) к рыночной капитализации лежащих в основе бумаг довольно низкое в большинстве развивающихся экономик (табл. 3.1). Наиболее общая проблема, которая ограничивает развитие локального рынка деривативов:

- 1) недоразвитость рынка основных инструментов;
- 2) слабая законодательная и рыночная инфраструктуры;
- 3) ограничения на использование деривативов местными и зарубежными предприятиями.

Общепризнанно, что быстрое расширение производных бумаг в течение последних 10–15 лет было важным фактором ускорения трансграничных потоков капитала¹. Такие традиционные трансграничные потоки, как займы, бонды, обыкновенные акции и ПЗИ могут потенциально подвергать как заемщиков, так и кредиторов различным рискам (валютному, процентному, кредитному, ликвидности (рефинансирования)). Позволяя инвесторам перераспределять эти риски, деривативы делают трансграничные инвестиции более привлекательными, увеличивая чистые потоки и создавая больше возможностей для диверсификации портфелей.

Приведем несколько примеров. Валютные деривативы позволяют изменить валюту, в которой деноминирован актив во владении инвестора, и, таким образом, защитить инвесторов (как местных, так и иностранных) от неожиданных изменений валютных курсов. Иностранные инвесторы обычно используют валютные деривативы с целью хеджирования от валютного риска на зарождающихся рынках, тогда как местные инвесторы применяют те же инструменты, чтобы управлять валютным риском, связанным с внешним финансированием в иностранной валюте (долларах США, евро и иенах). Таким образом, уровень внешнего финансирования, привлекаемого местными предприятиями, может частично определяться возможностями, которые предоставляют инструменты валютного хеджинга.

Местные предприятия, имеющие позиции в иностранной валюте, — наиболее активные участники на местном рынке деривативов. Важность этого рынка зависит от

Таблица 3.1

**Спот-рынок и рынок деривативов по акциям и облигациям,
млрд долл. (на июнь 2001 г.)**

Размер рынка акций				
	1 спот-рынок	2 рынок деривативов		2:1 %
		Биржевой	Внебиржевой	
Рынки СФР	1,94	40,56	10,07	2,6
Глобальный рынок	29,84	1,90	2,039	13,2
Размер рынка облигаций				
	1 спот-рынок	2 рынок деривативов		2:1 %
		Биржевой	Внебиржевой	
Рынки СФР	961,30	646,33	214,69	89,6
Глобальный рынок	29,71	17,49	75,81	314,1

Источник: BIS; IFC; MSCI; FOW TRADEdata; Exchanges; Bloomberg; оценки МВФ.

их потребности во внешнем финансировании и от зрелости данного рынка. После кризиса многие СФР азиатского региона стали больше привлекать финансирование в местной валюте. К тому же эти страны накопили значительные излишки по ПБ и сократили свои потребности во внешнем финансировании. В развивающихся странах Европы местные предприятия получили доступ к международному рынку капитала только несколько лет назад и все еще сталкиваются с ограничениями на использование деривативов.

Еще один пример — это процентный своп в одной валюте, который позволяет заемщикам ссуд с плавающей про-

центной ставкой хеджировать процентный риск путем свопа (обмена) плавающих процентных платежей на фиксированные. Поскольку процентные свопы дают заемщикам возможность использовать сравнительные преимущества для заимствования по фиксированным ставкам против плавающих на различных рынках, они могут поощрять корпорации или банки привлекать внешние займы на более выгодных условиях, чем на местных рынках. Таким образом, свопы в одной валюте также могут генерировать различные трансграничные потоки. На некоторых зарождающихся рынках (особенно в Бразилии), где в основном обращаются внутренние корпоративные облигации с плавающими процентными ставками в местной валюте, процентные свопы стали играть важную роль для местных предприятий в управлении рисками, связанными с внешними займами, при условии, что процентные ставки по международным займам обычно фиксируются в американских долларах.

И, наконец, сравнительно новый продукт — кредитные деривативы, пополнившие список инструментов, которые могут потенциально увеличить чистые потоки в СФР. Привлекательная особенность их в том, что они позволяют инвесторам/заемщикам управлять риском дефолта/банкротства без необходимости покупать или продавать основные бумаги. Например, иностранный банк может сократить свой кредитный риск по отношению к своему клиенту без необходимости перемещать активы с баланса и, таким образом, эффективно отделить управление деловыми отношениями от управления риском.

Некоторые рыночные аналитики соглашаются с тем, что если международные банки смогут использовать оффшорные кредитные деривативы в СФР, то они пожелают поддерживать или увеличивать свои позиции по отношению к местным корпоративным клиентам.

Рынок кредитных деривативов в странах с развивающимися рынками состоит из инструментов кредитной защиты по внешним суверенным бондам, которыми торгуют в оффшорных зонах. Его величина оценивается в диапазоне от 40 млрд долл. на середину 2001 г. (согласно Risk survey) до 200–300 млрд долл. (по оценкам Deutsche Bank)². Наиболее часто используемые инструменты в СФР таковы: свопы на случай дефолта по кредиту (КДС); ноты, связанные с кредитом (НСК); обеспеченные долговые обязательства (ОДО):

КДС по суверенным бондам — наиболее ликвидный инструмент среди других кредитных деривативов, насчитывающий 85% всех национальных долговых бумаг. Наиболее активно торгуемые контракты относятся к внешним суверенным бондам, выпущенным Бразилией, Россией, Мексикой, Турцией и Венесуэлой. И относительно немного корпоративных бумаг наивысшего рейтинга (в Латинской Америке это мексиканские Telmex и Cemex) также торгуются на рынке КДС, но эти инструменты менее ликвидны, и на них приходится менее 5% этого рынка в странах с формирующимися рынками (исключая Азию).

Деривативы по долгам СФР пока что не распространены, но потенциал для их роста весьма значителен. Две важные характеристики займов для развивающихся стран выдвигают эти бумаги на передний план.

Во-первых, во времена финансовых потрясений индексы по долгам зарождающихся экономик имеют тенденцию к пиковым уровням, которые не определяются кредитоспособностью отдельных стран или их фундаментальными экономическими характеристиками.

Во-вторых, выпуск долговых бумаг зарождающихся экономик с инвестиционным рангом расширяется. Бонды под инфраструктурные проекты, сопровождаемые расширением кредитоспособности, например страхова-

нием от политического риска (гарантии от многосторонних организаций и национальных экспортно-кредитных агентств), являются новыми способами долгосрочного кредитования зарождающихся рынков.

Когда этот рынок растет, он предоставляет очень ценную информацию, дополняющую доступную информацию на кредитном рынке, и содействует финансовой стабильности и эффективности.

Эти инструменты с фиксированными доходами, защищающие от дефолта и других кредитных событий, быстро развивались на глобальных рынках, поэтому развивающиеся страны с высокими рисками стали частью этого рынка. Поскольку рынок уже развит, он оказался достаточно устойчивым к финансовым потрясениям и дефолтам, являясь эффективным средством хеджирования кредитных рисков.



Дополнение 3.1

Финансовые институты отвечают на угрозу кредитных рисков

Одним из наиболее тяжелых периодов в корпоративном секторе стран Запада стал 2002 г., когда был зафиксирован рекордный уровень дефолтов (как по количеству объявивших о них компаний, так и по общему объему невозвращенных кредитов). По данным Standard & Poor's в 2002 г. 234 международных компании объявили дефолт по кредитным обязательствам на общую сумму 178 млрд долл., более чем в четыре раза превзойдя аналогичный показатель 2000 г.

Естественно, жертвами растущего числа корпоративных дефолтов становятся в основном компании, поддерживающие какие-либо деловые отношения с банкротами. Впрочем, количество банков, существенно пострадавших от кредитных потерь, остается на относительно невысоком уровне. Конечно, кризис рынка кредитования не мог совсем не затронуть финансовые институты. Так, особенно серьезно пострадали

3.2. Кредитные деривативы как инструмент управления кредитными рисками

Среди причин, которые привели к быстрому росту рынка кредитных деривативов, можно указать следующие: арбитраж, прогресс в технологии и практике риск-менеджмента (включая применение методологии «риск-доходность») и возрождение интереса к хеджированию кредитного риска в ответ на ухудшение качества кредита и учащение случаев корпоративных и суверенных дефолтов (Дополнение 3.1). Но использование кредитных деривативов как средства управления кредитными рисками составляет всего лишь 2% от общего числа деривативов в управлении процентными и валютными рисками. На ту часть кредитного риска, которая транслируется посредством деривативов, приходится лишь немного всех долговых бумаг, которые держат ведущие банки и другие институциональные инвесторы.



европейские страховые компании, а также банки, которые были вовлечены в крупные корпоративные банкротства (как JP Morgan Chase в случае с Enron). Но основной массе финансовых институтов по-прежнему удается избегать значительных кредитных потерь.

По мнению специалистов, такая ситуация связана с тем, что большинство банкиров извлекли правильные уроки из опыта кризисов прошлых лет. В первую очередь, руководство финансовых институтов осознало, что «ахиллесова пята» банковского сектора — его чрезмерная подверженность кредитным рискам. Так, банк, предоставляющий кредит какой-либо компании, начинает зависеть и от колебаний уровня процентных ставок, и от динамики доходности облигаций, и от баланса спроса и предложения на рынке, и от общего состояния экономики. Эти факторы в совокупности и составляют кредитные риски для финансовых институтов.

Обращение к кредитным деривативам дает банкирам возможность с минимальным ущербом для своего бизнеса переживать «кредитные потрясения» (т.е. события в корпоративной или геополитической сфе-

Масштабы угроз, которые несут кредитные риски для финансовых институтов, банкиры оценили давно. Поэтому еще с конца 80-х гг. XX в. лучшие специалисты банковского сектора по обе стороны Атлантики начали искать пути снижения уровня кредитных рисков и повышения эффективности управления ими. Одним из результатов исследований в этом направлении стало формирование рынка кредитных деривативов (по сути, они представляют собой страховку от дефолта по кредитам), объем которого существенно расширился за последние несколько лет.

Как отмечают специалисты, применение кредитных деривативов дает финансовым институтам возможность уменьшить риски за счет равномерного их распределения как внутри самой банковской системы, так и за ее пределами (прежде всего, речь идет о хедж-фондах, которые обычно и приобретают кредитные деривативы). При помощи этих инструментов банки могут свободно



рах, заметно влияющие на обстановку на рынках кредитования; за 2002–2003 гг. специалисты выделяют три наиболее значимых события такого рода: банкротства Enron и Swissair, а также ставший крупнейшим в мировой истории государственный дефолт Аргентины).

В индивидуальном плане банкротство Enron нанесло наибольший урон банку JP Morgan Chase, а крах Swissair поверг в значительные убытки швейцарские финансовые институты. В то же время дефолт, объявленный Аргентиной, имел мизерные отрицательные последствия для бизнеса финансовых институтов, так как большая часть аргентинских долгов была к моменту начала кризиса «застрахована» в хедж-фондах.

Сами банкиры не перестают заявлять, что использование кредитных деривативов способствовало заметному снижению остроты проблемы рисков операций по кредитованию. По мнению руководителей финансовых институтов, о высокой эффективности кредитных деривативов свидетельствует хотя бы то, что на данный момент, несмотря на сложную экономическую ситуацию, удалось все же избежать кризиса в банковской системе стран Запада.

трансформировать свои кредитные продукты. Так, сгруппированные пакеты корпоративных кредитов могут быть разделены в соответствии с уровнем риска посредством секьюритизации. Полученные в результате новые типы ценных бумаг затем продаются широкому кругу инвесторов, в том числе и страховым компаниям, хедж-фондам и портфельным инвесторам.

Быстрый рост рынка кредитных деривативов свидетельствует о том, что эффективное управление рисками постепенно становится одним из главных приоритетов банковского сектора. По данным Ассоциации британских банкиров, если в 2001 г. объем операций на рынке кредитных деривативов составлял 1189 млрд долл., то в 2002 г. он возрос до 1952 млрд долл., а в 2004 г. может достигнуть 4800 млрд.³ Столь существенный рост объясняется, помимо прочего, более широким обращением компаний к рынкам капитала для получения финансирования, а также тем обстоятельством, что западные банки в последнее



С этими заявлениями не совсем согласны представители органов банковского контроля. Так, руководство Банка международных расчетов отмечает, что основной объем операций на рынке кредитных деривативов сосредоточен в руках небольшого числа участников, а ситуация с предоставлением объективной финансовой информации остается неудовлетворительной. Последняя проблема в очередной раз оказалась в поле зрения участников рынка в середине марта 2003 г., когда банки Германии и Франции отвергли выдвинутые органами по выработке норм финансовой отчетности планы, направленные на увеличение объема информации, предоставляемой регуляторам по операциям финансовых институтов с деривативами и прочими специализированными инструментами. По словам менеджеров европейских банков, реализация предложений, разработанных Международным комитетом по стандартам финансовой отчетности (International Accounting Standards Board — IASB), приведет к серьезной путанице в отчетах о прибылях финансовых институтов, а также в их балансах.

время заметно сузили объемы самостоятельного (на свой страх и риск) кредитования компаний, предпочитая разделять риск с остальными участниками финансового рынка.

Рыночное решение кредитного риска. Рыночные участники используют эти деривативы как инструмент для хеджирования (hedging) доходов в случае изменений в кредитных спредах или риска дефолта. В сравнении с наличными (денежными) инструментами КДС имеют несколько преимуществ:

1) они позволяют поддерживать позиции по срокам, для которых денежные инструменты неликвидны или недоступны;

2) они не требуют обеспечения или денежных платежей, устанавливаемых противоположной стороной;

3) они дают инвесторам возможность занимать короткие позиции по кредиту на более длительный срок, чем на рынках репо, на которых позиции возобновляются каждые 1–3 месяца⁴.

Деривативы несут и другую угрозу, и если мы вспомним выступления Сороса периода 1997–1998-х гг., когда бушевали финансовые кризисы на развивающихся рынках, то он делал особый акцент на деривативах не как на инструментах искажения финансовой отчетности, а как на инструментах, несущих нестабильность рынкам.

Если уж крах LTCM в 1998 г., связанный исключительно с деривативами и наглядно продемонстрировавший неустойчивость системы, не привёл к каким-либо изменениям, значит, преимущества этих инструментов перевешивают все существующие издержки, связанные с рисками.

Источник: [http:// news.finance.com.ua/ru](http://news.finance.com.ua/ru)

Таким образом, кредитные свопы на случай дефолта часто используются для того, чтобы занимать позиции по срокам, более коротким, чем обращающиеся бонды, и выразить мнения о рисках и ценах в разных странах. Эти деривативы завоевывают популярность благодаря тому, что обеспечивают более высокую ликвидность, доходы и более длинную кривую доходности, чем по деноминированным в долларах суверенным бондам.

Для покупателей таких инструментов кредитные деривативы есть тип страховых контрактов. В наиболее общем соглашении — кредитном свопе (the credit default swap (CDS/КДС)) — покупатель платит периодические премии продавцу. Рынок КДС предлагает стандартизированную защиту кредита для корпоративных и суверенных субъектов, включая заемщиков из развивающихся стран. По типичной сделке со сроком исполнения 5 лет выплата премий, выраженных в базисных пунктах от суммы контракта, выплачивается ежеквартально. Торговля проводится прежде всего на междилерском рынке на основе стандартной документации Международной ассоциации дилеров по ценным бумагам (ISDA).

В случае дефолта, лежащего в основе кредитного инструмента, продавец выплачивает покупателю согласованную сумму. Обеспечиваются возможности для передачи кредитного риска от банков и других институтов, имеющих сравнительное преимущество в кредитных отношениях, инвесторам, готовым брать на себя риски как часть инвестиционной стратегии (таким как страховые компании). Кредитные деривативы фундаментально изменяют традиционный подход к управлению кредитными рисками и кредитному бизнесу.

Что касается других механизмов защиты от риска, таких как финансовые гарантии, кредитные деривативы предлагают очень гибкий и ликвидный инструмент, а также преимущество стандартизированной торговли кредитными рисками как от-

дельного класса активов. Кроме того, поскольку банки увеличивают свою способность диверсифицировать свои кредитные позиции среди разных рынков и секторов, они будут менее уязвимы к риску (специфическому отраслевому или для конкретного предприятия) и менее подвержены резким изменениям кредитного предложения.

Обычными покупателями таких инструментов являются институты со значительной дебиторской задолженностью, поэтому они скорее предпочтут её застраховать, нежели переуступить. Например, растущее беспокойство относительно способности Бразилии обслуживать свой суверенный долг в 2002 г. привело многие финансовые институты с неликвидными позициями в этой стране к поиску способов хеджирования данного риска и повысило спрос на страхование неплатежа. А обычными продавцами таких бумаг являются инвесторы, особенно страховые компании.

Кредитные деривативы — производные инструменты, предназначенные для управления кредитными рисками. Они позволяют отделить кредитный риск от всех других рисков, присущих конкретному инструменту, и перенести такой риск от его продавца — приобретателя «кредитной защиты» к его покупателю — продавцу «кредитной защиты». Обычно покупателями страховой защиты (гарантий) выступают финансовые институты, желающие уменьшить свои риски по отношению к крупным заемщикам, не сворачивая деловых отношений с ними. Продавцами гарантий зачастую являются инвестиционные банки или фонды, использующие кредитные деривативы для инвестиционных целей.

Участники местного рынка могут играть ключевую роль в развитии местного рынка кредитных деривативов, поскольку они способны более точно оценить корпоративный кредитный риск и привлечь капитал. Многие аналитики считают, что так как местные игроки более осведомлены о местных кредит-

ных рисках и менее беспокоятся о рыночной ликвидности, чем иностранные инвесторы, они могут являться продавцами кредитной защиты по корпоративным рискам на формирующихся рынках. С другой стороны, местные финансовые институты, которые имеют рискованные позиции в отношении местных корпораций (будь то бонды, ссуды, дебиторская задолженность), могут сконструировать такие продукты, которые соответствуют предпочтениям местных инвесторов.

В настоящее время рынок для защиты от корпоративного кредитного риска остается почти неликвидным в большинстве СФР, поскольку рынок корпоративных бондов недостаточно развит. Однако местные институциональные инвесторы, особенно пенсионные фонды и страховые компании в Латинской Америке, стали наиболее активными пользователями кредитных деривативов за последний год. В Азии банки и страховые компании стали активными покупателями кредитных производных, чтобы повысить доходы в условиях очень низких процентных ставок.

Иностранные инвесторы на развивающихся рынках — это обычно банки, корпорации, счета «реальных денег» (инвестиционные и денежные фонды) и счета «спекулятивных денег» (хедж-фонды, трейдеры инвестиционных и коммерческих банков). Но их участие на биржах производных бумаг значительно ограничено. Что касается внебиржевых рынков, то степень участия иностранных инвесторов в качестве пользователей или посредников варьируется по странам. В таких странах, как Сингапур, Гонконг, ЮАР, на иностранных участников приходится подавляющая часть оборота на внебиржевых рынках, тогда как в других странах трейдинг осуществляется преимущественно местными дилерами. Фактически денежные фонды мало прибегают к хеджированию своих рискованных позиций на этих рынках либо из-за внутренних ограничений по леввереджу, либо потому, что они сознательно идут на риск.

Тогда как спекулятивные инвесторы пользуются деривативами свободно для защиты от рисков по наличным сделкам или с целью получения доходов по позициям с левереджем.

Как инвесторы, использующие левередж («силу рычага»), так и фонды по долговым бумагам являются активными участниками на рынках кредитных деривативов по суверенным бондам, деноминированным в долларах США. Среди основных продавцов гарантий на рынках кредитных деривативов отметим транснациональные банки. Главная особенность кредитных деривативов, которая делает их особенно привлекательными для хедж-фондов, — они обеспечивают эффективный способ создания коротких позиций по данным бумагам с относительно низким риском *«короткого сжатия»* (т.е. риска, что бумаги могут подорожать за короткий срок) и являются наилучшим инструментом для структурирования торговой стратегии, чем торговля бондами на кассовом рынке, поскольку они позволяют лучше согласовывать сроки погашения по различным кредитным позициям. Однако для денежных фондов бумаги (ноты, векселя), связанные с кредитом, остаются более желательным инструментом, чем КДС, так как этим фондам позволено инвестировать только в денежные инструменты. Поскольку для иностранных инвесторов возможность управлять риском корпоративного дефолта в СФР остается ограниченной (из-за относительной недоразвитости рынка соответствующих бумаг), многие заемщики из СФР вынуждены выпускать бонды, предусматривающие повышение платы за кредит, особенно когда растет восприятие кредитного риска.

3.3. Рынки производных как фактор риска во время финансовых кризисов

Тот факт, что инвесторы теряют деньги от операций с деривативами (срочными спекулятивными контрактами), не является сам по себе случаем для беспокойства политиков. Обычно потери для одного инвестора есть выигрыш для другого; даже

очень существенные потери для инвестора необязательно подразумевают какое-либо изменение в чистом богатстве общества. А растущее использование деривативов генерирует существенные выгоды для СФР. Однако существуют четыре аспекта использования деривативов, непосредственно касающиеся зарождающихся рынков: 1) трудности при осуществлении определенных транзакций с деривативами; 2) способствуют ли эти транзакции прозрачности; 3) потенциальный вклад деривативов в растущий системный риск; 4) использование деривативов с целью аккумуляирования рыночной силы.

Осуществление транзакций с деривативами. Потери возросли во время финансового кризиса из-за неопределенного юридического статуса многих внебиржевых операций с деривативами. Это было обусловлено различиями в интерпретации базовых юридических условий, таких как неплатежеспособность, наступление срока погашения и дефолт. Существуют сложности, связанные с издержками и неопределенностью при международных разбирательствах. Среди наиболее известных случаев был отказ корейской стороны (контрагентов) делать платежи американским дилерам по совокупному доходу (total return) и валютным свопам. В Индонезии корпоративные внебиржевые деривативы часто были неформальны и плохо оформлены. А в недалеком прошлом решение одного московского суда констатировало, что некоторые торговые операции с ГКО не попадают под защиту Гражданского кодекса⁵.

Если обобщить все эти случаи, то юридический статус внебиржевых инструментов находится в стадии разработки даже на зрелых рынках, а допустимые риски некоторых внебиржевых инструментов остаются значительными. Их распространение на юридически менее развитые системы во многих развивающихся странах ставит под сомнение возможность вступления контрактов в силу. Трудности при осуществлении транзакций могут быть преодолены путем использования стандартизированных контрактов при обмене

не деривативами. Такие обмены обеспечивают ясные процедуры и механизмы для разрешения конфликтов и гарантируют адекватную ликвидность для поддержания торговли.

Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовала набор руководящих принципов и рекомендаций в качестве юридической основы для международных рынков деривативов, которые оказались эффективными на зрелых рынках⁶.

Что касается России, то осенью 2002 г. экспертами банковского комитета Думы подготовлена Концепция законодательного регулирования срочного рынка, на базе которой в настоящее время готовятся изменения в гражданское, банковское, биржевое законодательство, в частности в законы «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» и «О рынке ценных бумаг». По большому счету, российскому рынку деривативов нужно следующее: 1) судебная защита срочных сделок, в том числе отдельных внебиржевых сделок; 2) надежная защита от банкротства и возникающих при этом системных рисков (неттинг); 3) государственные меры по стимулированию товарной торговли, т.е. долгосрочная политика правительства⁷. Нормы законодательства о банкротстве должны обеспечивать завершение расчетов по срочной сделке, даже в случае банкротства одной из сторон.

Особое внимание в данном случае должно быть уделено исполнению обязательств по договорам неттинга. Разрешение указанных проблем возможно в ходе процедуры наблюдения за должником. Для этого требования по договорам неттинга необходимо отделить от обязательств, прекращение которых возможно путем зачета встречного однородного требования.

Деривативы и прозрачность. Использование деривативов некоторыми восточно-азиатскими правительствами в период финансового кризиса на время ослабило воздействие резервов ЦБ для поддержания валюты.

К середине 1997 г. тайский Банк имел обязательств на сумму свыше 20 млрд долл. по форвард- и своп-контрактам, что было проигнорировано финансовыми рынками. Банк Кореи также полагался на форвардные обязательства во время атаки на вон в конце 1997 г. и понес потери, когда вон рухнул. Сложность транзакций с деривативами также затруднила для владельцев капитала наблюдение за рисками, которые несут их агенты.

Во многих из наиболее впечатляющих банкротств, связанных с деривативами (например, крах Barings, банкротство Orange County в 1994 г., паническое бегство 150 млн долл. Proctor&Gamble's в 1994 г. с опционов пут (put options) в долгосрочные бонды и потери Metallgesellschaft в попытках хеджировать цены на нефть в 1993 г.), принципалы полностью так и не осознали принятые риски. И когда огромные потери случаются, менеджеры стремятся брать дополнительные риски, перестраивая позиции прежде, чем об этом становится известно высшему руководству (супервизорам)⁸.

Системный риск. Хотя правильное использование деривативов может уменьшить риск, они, при определенных обстоятельствах, могут потенциально увеличить системный риск. Учитывая значительные кредитные риски внебиржевых деривативов для крупнейших финансовых институтов, взаимные кредитные потери по сделкам с производными могут сыграть роль проводника для трансмиссии финансовых шоков. Контрагенты при недостатке ликвидности, чтобы абсорбировать неожиданные потери, будут вынуждены закрывать другие позиции, что может вызвать спираль понижения цен, а это влечет за собой огромные и, возможно, ненужные потери для других инвесторов. Опасность системного коллапса повышается при расстройстве системы расчетов и краткосрочного финансирования. В случае страхования депозитов значительные потери со стороны банков могут поставить вопросы относительно платежеспособности правительства и стабильности

экономической политики. Следовательно, хотя потеря денег — нормальный феномен в эффективных финансовых системах, чрезвычайно огромные потери в сделках с высоким леведреджем (особенно когда это касается банковской системы) могут иметь серьезные последствия для всей экономики.

Деривативы были причиной некоторых из наиболее впечатляющих банкротств, которые вызвали системные проблемы⁹. Один пример — это неспособность Гонконгской корпорации по гарантированию фьючерсов (Hong Kong Futures Guarantee Corporation) предотвратить широкомасштабный дефолт, последовавший после краха фондового рынка в 1987 г. Коллапс корпорации вынудил инвесторов на Гонконгской фьючерсной бирже (Hong Kong Futures Exchange) сбрасывать акции, хеджированные фьючерсными контрактами, а правительство вынуждено было прибегнуть к спасению корпорации, чтобы поддержать порядок на рынке акций.

Еще один пример на развитых рынках — опасность, что ликвидация хеджевых позиций в Управлении долгосрочным капиталом (Long-Term Capital Management — LTCM) могла бы вызвать резкое снижение цен и серьёзно подорвать рыночную ликвидность. Особое беспокойство касалось открытых позиций коммерческих банков к LTCM посредством внебиржевых деривативов. Хотя банковские риски были в основном покрыты, рыночные потрясения, угрожавшие коллапсу LTCM, значительно уменьшили ликвидационную стоимость покрытия, а совокупные потери банков составили бы 3–5 млрд долл.¹⁰ Далее дефолт LTCM мог бы иметь более широкие последствия, увеличивая волатильность и сокращая ликвидность на соответствующих рынках, в которые была вовлечена компания, в результате чего потенциальные потери банков были бы еще более значительны.

Рыночная сила. Может ли значительный леведредж (благодаря деривативам) быть использован крупными трейдерами для

извлечения огромных прибылей, влияя на изменения ключевых рыночных цен? Существуют исследования, где обсуждается вопрос: как возможность для самоисполняющихся кризисов поддерживается присутствием крупных трейдеров, способных оказывать основное влияние на рыночные цены. Нескольким трейдерам очень трудно доминировать на финансовых рынках в наиболее продвинутых развивающихся экономиках даже с леввереджем, создаваемым деривативами, вследствие высокой глубины (depth) этих рынков и возможности для многих трейдеров занимать значительные позиции. Например, в спекуляции против восточно-азиатских валют в 1997 г. участвовали внутренние и внешние инвесторы, а не несколько крупных трейдеров¹¹.

Но есть пример, когда крупные трейдеры (группа фондов Дж. Сороса) атаковали систему денежного управления Гонконга летом 1998 г. Спекулянты были вовлечены в «двойную игру» (сначала по краткосрочным бумагам фондового рынка) прежде, чем они осуществили атаку на валюту. Согласно механизму «валютного управления» (currency board), когда спекулянты вывели из равновесия гонконгский доллар, а резервы упали, процентные ставки выросли. В результате таких действий, спекулятивные прибыли в случае успешной атаки могут быть баснословны; в случае же неудачи потери могут быть покрыты выигрышами по краткосрочным бумагам фондового рынка. Во всяком случае, официальные органы смогли отразить спекулятивную атаку путём покупки на рынке акций¹².

3.4. Роль деривативов в кризисе развивающихся экономик

Хотя деривативы играют положительную роль, перераспределяя риски и облегчая потоки капитала на развивающиеся рынки, в то же время они позволяют рыночным участникам принимать чрезмерные риски (путем леввереджа), избегать пруденциального регулирования и манипулировать отчетностью, когда финансовое на-

блюдение и внутренняя система управления риском слабые или неадекватные. В особенности использование (или, скорее, неправильное использование) деривативов может потенциально позволить финансовым институтам переместить некоторые рискованные позиции за баланс и усилить балансовое несоответствие, которое с трудом обнаруживают органы пруденциального надзора и, как результат, это может увеличить хрупкость финансовой системы. В силу своей природы (поскольку они создают позиции с левереджем), они могут усиливать волатильность на рынке активов.

Таким образом, негативный шок (удар) по стране со слабым экономическим фундаментом вызывает распродажи на местных рынках активов и может также привести к непредсказуемым и быстрым ликвидациям деривативных позиций, что, в свою очередь, ускоряет отток капитала и углубляет кризис. В данном разделе обсуждается роль деривативов в кризисах некоторых СФР, акцент делается на двух проблемах:



Дополнение 3.2

Россия: дефолт и девальвация в 1998 г.

Хотя о неудовлетворительном состоянии бюджета России было хорошо известно к середине 1998 г., объявление 90-дневного моратория на платежи по внешнему долгу в августе 1998 г. застало большинство рыночных участников врасплох. Мораторий на выплату долга в России повлек за собой огромные потери у зарубежных и внутренних кредиторов, торгующих внебиржевыми деривативами (около 90 млрд долл.). Риск у иностранных инвесторов по деноминированным в рублях долговыми бумагам (ГКО) был увеличен техническими факторами, в частности инвестированием средств, привлеченных от коммерческих банков. Некоторые банки принимали ГКО в качестве залогового обеспечения свопов, в основе которых лежали ГКО.

Коллапс рынка ГКО означал, что банки задолжали существенные суммы по свопам, а накопленная сумма долга была проблемной, потому что стоимость залога, которой можно воспользоваться, чтобы покрыть плате-

1) тип финансовых деривативов, используемых рыночными участниками до начала кризиса, и как это могло повлиять на стабильность внутренней финансовой системы;

2) воздействие ликвидации деривативных позиций на динамику кризиса уже после его начала (Дополнение 3.2).

Если кризис в Мексике и Азии высветил роль структурированных нот и свопов в усилении дисбалансов и волатильности рынков иностранной валюты, то кризисы в России и Аргентине продемонстрировали важность риска контрапартнеров и эффектов распространения (spillovers) через кредитный рынок. Следует отметить, что ухудшение фундаментальных условий, главным образом бюджетных, а также финансовый кризис в Азии — это одни из основных причин кризисов, но деривативы лишь усилили воздействие этих кризисов на финансовые системы СФР. Наличие деривативов и слабые институциональные и законодательные основы увеличили возможности для спеку-



жи, резко упала. Что касается инвесторов, купавших ГКО, то они использовали форвардные контракты, чтобы застраховать свои рублевые позиции. Однако валютное хеджирование не смогло защитить инвесторов от неожиданного «испарения» ликвидности на рынке из-за моратория на долг и запрета российского Правительства на обслуживание долга. Вряд ли инвесторы могли бы допустить такой же уровень риска для ГКО, если бы деривативы были не доступны. События в России выдвинули на передний план риск конвертируемости даже тогда, когда валютные позиции на развивающихся рынках были хеджированы.

К тому же дефолт в России прокатился волной на рынках кредитов и деривативов, повысив стоимость защиты (гарантий) во всех секторах, включая инвестиционный сегмент. Неоднозначные и часто запутанные (противоречивые) определения использованных в сделках облигаций, кредитных событий, механизма расчетов осложнили для покупателей защиты приведение к исполнению контрактов. Согласно дилерам, многие контракты КДС были инициированы по причине неплатежеспособности, но все попытки их исполнить в таких случаях были тщетны из-за

ляций, что имело результатом значительные потери, вызванные спадами на рынках во время финансового кризиса. Использование форвардов, фьючерсов, свопов и других деривативов даёт возможность инвесторам взять на себя более значительные риски относительно собственного капитала и увеличить потенциальные потери. Например, инвестор, который имеет короткую позицию на рынке валютных фьючерсов, может иметь множественные потери по своим вложениям по сравнению со спот-транзакциями, в которых валютные потери ограничены.

Потери по дериватавам также были значительными во время восточно-азиатского кризиса. Доступность деривативов облегчила местным и иностранным компаниям использование преимуществ значительных различий процентных ставок между американским и местными рынками путем внебалансовых транзакций. Например, банки могут воспользоваться свопами, при которых они получают доход по инструментам местного



других кредитных событий, которые оказались более существенными и поэтому имели больший вес согласно договорному праву.

В сделках с КДС выплата покупателю кредитной защиты привязана к кредитному событию, точное определение которого имеет наиважнейшее значение. Чтобы преодолеть эти юридические проблемы, всплывшие в ходе кризиса в России, Международная Ассоциация по свопам и дериватавам (ISDA) в 1999 г. опубликовала новое руководство по оформлению кредитных деривативов¹³.

Случай Аргентины (2001–2002 г.)

В отличие от российского кризиса, дефолт и девальвация в Аргентине в декабре 2001 г. были ожидаемыми событиями и произошли в то время, когда рынок кредитных деривативов был более зрелым. Длительная рецессия и постепенное ухудшение качества суверенного кредита дали рыночным участникам достаточно времени для того, чтобы уйти с рынка кредитных деривативов, а также позволили основным продавцам кредитной защиты по суверенным бондам (брокерам-

денежного рынка, а выплаты делают американским инвесторам. Эти свопы приносили прибыли, пока валюты стран Восточной Азии оставались фиксированными, но привели к потерям, когда валюты обесценились. Свопы были внебалансовыми транзакциями, которые могли финансироваться в ограниченных пределах и часто не были адекватно защищены.

Коммерческие банки Кореи потеряли 2,5 млрд долл. по внебиржевым дериватам после коллапса вона. Индонезийский кризис также привел к серьёзным потерям. Когда Гонконгский Peregrine Securities рухнул в 1998 г., он держал процентные и валютные свопы на сумму 10 млрд долл. в Индонезии, а его внебалансовые обязательства превысили балансовые в 10 раз. Иностранцы потеряли 15 млрд долл. по своп-делкам с индонезийскими корпорациями, которые обанкротились после коллапса рупия; эти потери не были покрыты в INDRA программой реструктуризации частного долга.



дилерам) застраховать свои позиции по данным транзакциям на рынке репо. Ликвидность на рынке КДС в Аргентине «испарилась» в августе-сентябре 2001 г., как только волатильность возросла в июле. Объявление моратория на выплаты по долгу в декабре 2001 г. было единодушно воспринято как кредитное событие («repudiation/moratorium»), согласно определению ISDA. Почти 95% всех КДС были выполнены к середине февраля 2002 г., и не было случаев невыполнения, с общей суммой платежей покупателям защиты, равной 7 млрд долл.

Источник: Global Financial Stability Report. December 2002. Ch. 4.

Ликвидность и скорость. Еще один аспект современной финансовой системы заключается в том, что современный портфель и система управления риском полагаются в основном на ликвидность рынка. Рыночная ликвидность имеет три важные характеристики: глубина (разница цен продавца и покупателя на активы), ширина (объем торговли без возможного воздействия на цены) и эластичность (скорость, с которой рассеиваются ценовые шоки). Финансовая система во все большей степени испытывает «голод ликвидности». Современное хеджирование и управление портфелем нуждаются в ликвидных рынках, чтобы облегчить перестройку портфеля и ликвидировать позицию с леввереджем (т.е. с высокой долей заёмных средств).

Рынок деривативов особенно требует, чтобы рынки ценных бумаг, лежащих в основе сделок, поддерживали постоянные цены, иначе шоки могут породить эффект «снежного кома» вследствие выполнения требований маржи на покупку или продажу, что может вызвать резкое движение цен.

Активность маркет-мейкеров реализуется посредством деятельности брокеров и дилеров, которые часто сами устанавливают позиции, а также требуют быстрого доступа к ликвидным рынкам репо (т.е. рынкам ценных бумаг с последующим выкупом — *repurchase markets*) или денежным рынкам, чтобы финансировать свои позиции. Брокеры/дилеры полагаются на кредитные линии от банков для финансирования, когда обстоятельства не позволяют им возобновлять финансирование своих позиций на этих рынках. Чтобы звенья одной цепи не прерывались (связка между рыночной ликвидностью, брокерами/дилерами, банками и денежными рынками), контрагенты должны быть способны оценивать кредитные риски и быть уверенными в эффективном и своевременном преодолении препятствий в расчетах по сделкам.

Неожиданные события, которые порождают сомнения в кредитном риске, могут разрушить эти сцепки и привести к «испарению» рыночной ликвидности. Когда рынки становятся

ся неликвидными из-за изъятий маркет-мейкеров, переформирование портфелей может оказаться затруднительным, а цены на активы начнут резко падать.

Такие резкие колебания происходили во время беспорядков на зрелом рынке. Когда этот рынок пришел к крайнему упадку в конце сентября — начале октября 1998 г., оставалось несколько поставщиков ликвидности. Это были держатели безопасных ликвидных активов (таких как вновь выпущенные (on-the-run) казначейские облигации США), которые не продавали их, а арбитражеры, обычно «гарантирующие» ликвидность (такие как LTCM, другие хедж-фонды и инвестиционные банки), уже имели высокий левередж и столкнулись со спредами ликвидности, которые в дальнейшем расширились. Это вызвало потери и более значительное давление на ликвидность. «Испарение» ликвидности ускорилось, поскольку многие институциональные маркет-мейкеры (инвестиционные банки, некоторые коммерческие банки, хедж-фонды) потеряли собственность и не были способны обеспечить ликвидность. Эти институты ушли с рынка, так как они поспешили к ликвидным позициям и поглотили рыночную ликвидность, и, как только начались рыночные затруднения, продавцов ликвидных активов не оказалось.

Поскольку многие финансовые институты должны удовлетворять требованиям маржи, это приводит к тому, что маркет-мейкеры «испаряются» (это дополнительное давление на маркет-мейкеров). Мнения участников рынка показали, что они сейчас уделяют больше внимания риску ликвидности, а некоторые модели риска должны быть скорректированы (например, оценивать активы по «стоимости ликвидации» с использованием нелинейных формул цен, а не по рыночной стоимости, как это делалось в нормальных рыночных условиях).

Даже в нормальных рыночных условиях, однако, какое-нибудь событие может вызвать — путем новых систем управления риском и контроля — одновременные приказы на покупки или продажи одних и тех же активов. Децентрализованные рынки заслоняют множество участников на другой стороне рынка (внутри нормального ряда разброса цен). Без достаточной ликвидности для поддержания рыночных сделок цены могут резко прыгать, когда рынки становятся односторонними, особенно когда рыночные позиции созданы с использованием силы «рычага».

3.5. Повысить устойчивость банковской системы: новые соглашения по достаточности капитала (Basel II)

Перспектива вовлечения зарубежных банков на зарождающиеся рынки будет определяться глобальными регулирующими инициативами, особенно новой редакцией Соглашения по достаточности капитала (Capital Adequacy Accord (Basel II)), которая находится на стадии согласования. Новое соглашение, введение в действие которого намечается в конце 2006 г. странами-членами Базельского Комитета по банковскому надзору (BCBS), заменяет, а во многих случаях улучшает первоначальное (от 1988 г.). Оно призвано усилить безопасность и разумность банковской индустрии посредством наилучшего соотношения регулирующего капитала с банковскими рисками, включая кредитный, рыночный и операционный риски. Минимальная величина требуемого капитала, согласно новому Соглашению (как доля от размещенных банковских активов в качестве «подушки», чтобы поглотить непредвиденные потери), будет такой же, что и по старому соглашению. Новое соглашение будет основано на трех моментах:

а) пересматриваются базовый риск и минимум требуемого капитала;

- б) вводится новый механизм наблюдения;
- в) разрабатываются стимулы для улучшения рыночной дисциплины.

А. Новая версия методики расчета коэффициента достаточности. Достаточность капитала определяется при помощи коэффициентов, учитывающих кредитный риск заемщика, банковские рыночный и операционный риски. Новая методика позволяет более тонко дифференцировать риски и является центральным элементом соглашения.

Б. Надзор за достаточностью капитала предполагает эффективный контроль за адекватностью и функционированием внутренних методик банка.

В. Рыночная дисциплина, т.е. раскрытие банком полной информации о составе капитала и принятых рисках, на основании которой клиенты, банки и эксперты могли бы вынести собственное суждение о достаточности капитала.

Отражая изменения, которые произошли с 1988 г. в банкинге, риск-менеджменте и практике наблюдения, новое соглашение делает акцент на более значимой чувствительности к риску, особенно суверенному и корпоративному кредитным рискам, и содействует развитию внутреннего риск-контроля и менеджмента как важной части подхода к регулированию в банковской индустрии. Двигаясь в направлении более чувствительного к кредитному риску подхода, соглашение предусматривает три способа оценки достаточности капитала: «стандартизированный» подход и два «на основе внутренних рейтингов» (IRB), которые банки будут в состоянии использовать при расширенном наблюдении (б) и требованиях раскрытия информации (в).

Стандартизированный подход по существу строится на методологии 1988 г. на основе минимального отношения капитала к активам, взвешенным по риску, но с более совершенным подходом к оценке кредитного риска.

Во-первых, веса (в зависимости от риска) должны устанавливаться для банков в зависимости от суверенных или корпоративных заемщиков или других банков, основанных на рейтинге основных международных и национальных агентств. Во-вторых, систему весов для корпоративных заемщиков следует расширить до четырех (20, 50, 100, 150%), заменяя используемый в настоящее время единственный вес — 100%, применяемый ко всем корпоративным ссудам безотносительно к качеству кредита.

Подходы на основе IRB включают базовый (или основной) и более продвинутый подходы. В обоих подходах банкам позволено использовать их внутренние рейтинги кредитоспособности заемщиков для оценки кредитных рисков своих портфелей, отвечающих определенным методологическим требованиям. Продвинутый подход дает банкам больше свободы действий; он подходит для институтов с более сложной структурой.

В отличие от «Базель I», Соглашение «Базель II» создавалось как соглашение, направленное на максимальное дифференцирование коэффициентов достаточности капитала в зависимости от конкретных рисков. Именно поэтому из ряда нововведений нового соглашения наиболее концептуальным является использование кредитных рейтингов внешних агентств для определения весов риска, при помощи которых рассчитывается итоговый коэффициент достаточности капитала.

Именно кредитные рейтинги заемщиков, присвоенные независимыми агентствами, позволяют банкам реализовать наиболее гибкое управление рисками благодаря единому с надзорными органами пониманию рисков каждого заемщика и принципов риск-менеджмента банка. Поскольку внутренние рейтинговые методики банков («продвинутый» подход к управлению кредитным риском) не обеспечивают такого уровня прозрачности банковского риск-менеджмента с точки зрения

надзора, право использования этих методик предположительно будет предоставлено лишь 100 крупнейшим и наиболее надежным банкам мира.

Две другие «основы» (pillar) нового соглашения — «Рыночная дисциплина» и «Усиление надзора» — также преследуют цель усиления содержательного управления банковскими рисками, и не только кредитным, но и всеми другими. Этого предполагается достичь, поощряя банки использовать наиболее эффективные методы управления рисками.

Новый метод оценки минимума требований капитала, как ожидается, будет иметь более важное значение для стран с развивающимися рынками, преимущественно из-за того, что предписания капитала для кредитного риска будут напрямую связаны с качеством кредита, оцененного согласно стандартизированному подходу (на основе внешних показателей) или на базе внутренних рейтинговых систем. Для заемщиков из развивающихся экономик (как суверенных, так и частных) будет увеличена стоимость капитала; более ограничена возможность для синдицированных займов для заемщиков в инфраструктурных и связанных отраслях; «невыравнивание» игрового поля для внутренних банков в пользу деятельности международных банков в развивающихся странах. Опасения относительно возросшей стоимости капитала, согласно Basel II, относятся к трансграничному заимствованию международных банков и значительно более высокому предписанию капитала, связанного с таким заимствованием, особенно согласно подходу, основанному на рейтингах.

Установленные требования капитала также будут значительно выше в случае, если займы развивающимся рынкам не имеют инвестиционного рейтинга, в отличие от Basel I. В то же время заемщики с более высоким кредитным рейтингом получают выгоду из-за более низкой стоимости капитала (согласно

Basel II). Количественно оценить такие эффекты невозможно напрямую, поскольку результаты чувствительны к ряду факторов, включая банковскую политику определения процентной ставки. Особенно это касается случая, когда банковский капитал, который определяет цену кредита, может превысить минимум предписаний капитала (согласно IRB подходу).

Если внутренние банки развивающихся экономик примут стандартизированный подход к кредитному риску, у них не будет сравнительных преимуществ в кредитовании внутренних заемщиков высокого класса по сравнению с международными банками, предоставляющими трансграничные займы. С другой стороны, они будут иметь сравнительное преимущество в кредитовании заемщиков низкого класса¹⁴.

И, наконец, перспективы для притоков капитала для инфраструктурных проектов с рынка в виде синдицированных займов зависят от того, как BCBS отбирает кредитные продукты, включая проектное финансирование. Проектные ссуды в настоящее время относятся к категории более высокорискованных по сравнению с корпоративными ссудами, поэтому BCBS рекомендует более высокие требования капитала, что ограничивает доступность синдицированных займов и увеличивает их стоимость в инфраструктурных и других секторах. Но, как свидетельствует практика, финансирование частного сектора, проектное финансирование оцениваются выше, чем необеспеченные корпоративные облигации, с точки зрения как риска дефолта, так и эффективности возврата, требуя меньших резервов¹⁵. BCBS рассматривает и обобщает все существующие факты.

Примечания к главе 3

¹ См.: Garber P. Derivatives in International Capital Flows // NBER Working Paper. N 6623. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1998; Dodd R. The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis // Economic Strategy Institute, The Derivatives Study Center, 2001, см.: <http://www.econstrat.org>

² Deutsche Bank является крупнейшим оператором (брокером/дилером) на рынке кредитных деривативов развивающихся рынков, имеющим долю на этом рынке 50%. См.: Ranciere R. *Credit Derivatives in Emerging Markets*. New York: New York University, Stern School of Business, 2002.

³ British Bankers Association. 2002. *Credit Derivatives Survey 2001/2002*.

⁴ Есть определенное неудобство, связанное с тем, что, как в случае с любым страховым контрактом, никаких выплат не будет, если заканчивается срок защиты до того, как может произойти кредитное событие.

⁵ Bank for International Settlements. *OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management*. 1998. September.

⁶ International Organization of Securities Commissions. *Framework for Supervisory Information about Derivatives and Trading Activities: Joint Report by the Basle Committee on Banking Supervision and the Technical Committee*. Basle, 1998.

⁷ Тарачев В.А. Российское финансовое законодательство: переписывая старые планы // *Налоговая политика и практика*. 2003. № 11.

⁸ Более подробно см.: Малер Г. *Производные финансовые инструменты: прибыли и убытки*: Пер. с нем. М., 1996. С. 58–65.

⁹ McClintock B. *International Financial Instability and the Financial Derivatives Market* // *Journal of Economic Issues*. 1996. N 30.

¹⁰ См.: Basle Committee on Banking Supervision. *Banks' Interactions with Highly-Leveraged Institutions*. Basle, 1999.

¹¹ Eichengreen B., Mathieson D. *Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy* // *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*. IMF Occasional Paper 166. Washington, 1998.

¹² В целях повышения фондовых индексов и биржевого курса стоимости гонконгских ценных бумаг, а также для защиты курсовой разницы гонконгского доллара по отношению к доллару США правительство САР выделило огромную сумму для интервенции и стало играть на повышение, скупать акции гонконгских предприятий и компаний. В течение двух недель с 14 августа 1998 г. на эти цели было израсходовано более 10 млрд долл. Было объявлено, что сянганское правительство, располагающее валютными резервами в объеме \$96 млрд, пошло на этот шаг после проработки всех последствий. Его действия

были точно рассчитаны, и в конечном счете был восстановлен порядок на рынке. См.: Деловая неделя. 1998. №36 (314). 18 сентября.

¹³Согласно дефинициям ISDA 1999 г. выделяется шесть типов кредитных событий: банкротство, ускоренные выплаты по облигациям, неплатежи по облигациям, неуплата в срок, непризнание/мораторий, реструктурирование. Но это не устранило обращение за помощью к судам для решения спора. Дефиниции ISDA находятся на рассмотрении в ответ на возражения рейтинговых агентств, касающиеся свободного толкования очевидности кредитного события. Четвертый проект ISDA дефиниций кредитных деривативов был распространен в ноябре 2002 г. для консультаций.

¹⁴Fischer S. Basel II: Risk Management and Implications for Banking in Emerging Market Countries // Paper presented at the International Conference of Banking Supervisors, September 19, Cape Town, South Africa. Haldane, 2002.

¹⁵Berner J., Beale C., Bell S., Chatain M., Preminger R., Prins J. Do Project Finance Loans Outperform Corporate Loans? // Infrastructure Review. 2002. P. 20–26.

Заключение

Построение новой финансовой архитектуры стало сейчас особенно необходимым, когда рецессия охватила четверть мировой экономики. При чрезмерной нестабильности финансовых рынков, когда подъемы и падения на них стали частыми и не поддающимися никакому контролю, это начинает угрожать экономике любой страны. Какие шаги предполагается предпринять на национальном и глобальном уровнях, чтобы предотвратить или минимизировать потери в результате финансовых шоков? Различные предложения по реформам сейчас обсуждаются официальными форумами, включая недавно созданный Форум по финансовой стабильности¹. Ключевая цель для частных финансовых институтов и для общественной политики — поддерживать те аспекты современных финансов, которые увеличивают эффективность, и сокращать тенденцию к различным финансовым эксцессам и опасную рыночную динамику.

Значительная асимметрия в величине между некоторыми международными инвесторами и рынками, на которых они действуют, представляет трудную политическую дилемму для многих стран. Огромные колебания потоков капитала между продвинутыми и зарождающимися рынками в значительной мере управляются автономно, в зависимости от изменений настроений в продвинутых странах, что и влияет на изменчивость валют в странах-реципиентах и их фондовых рынках². Волны в притоках капитала представляют собой специфические проблемы, когда международные инвесторы порождают «стадное» поведение и притоки капитала могут быстро и легко обратиться вспять. Тогда возникают проблемы системного риска, касающиеся структуры и действия международных рынков капитала. Они могут быть преодолены через усилия международного сообщества и посредством национальных правил по улучшению прозрачности с тем, чтобы уменьшить

роль «стадности». Так, предполагается улучшить методологию Базельского Банка по расчету весов для оценки рисков³; укрепить финансовые системы и инфраструктуры в странах-импортерах капитала.

Роль МВФ в регулировании сделок с капиталом будет возрастать. Для усиления собственных функций МВФ намерен обязать страны-члены регулярно публиковать полные экономические данные, обеспечивая таким образом транспарентность их экономической политики, побуждая инвесторов правильно оценивать экономическую ситуацию, чтобы минимизировать риски. Для решения поставленных проблем был учрежден специальный Стандарт распространения данных (Special Data Dissemination Standard) для стран-членов, ищущих доступ к международным рынкам капитала. 40 стран уже приняли этот Стандарт и выполняют специальные правила распространения экономических и финансовых данных.

С точки зрения предотвращения финансовых кризисов особенно важными сферами, на которые должны распространяться финансовые кодексы и стандарты, являются: 1) организация эффективной системы достоверной и диверсифицированной информации, что позволит инвесторам и рыночным игрокам правильно оценивать риски и принимать продуманные решения; 2) разработка правил, которые помогут странам с формирующимися рынками выбрать правильную экономическую политику, в том числе по управлению госдолгом; 3) укрепление позиции финансовых посредников, в частности за счет повышения их собственного капитала, и введение защиты от риска.

С конца 1990-х гг. международное сообщество проводит стратегию распространения кодексов и стандартов (под эгидой Форума финансовой стабильности), а результаты работы отражены в двух докладах. В первом (март 2000 г.) содержатся 12 стандартов, имеющих ключевое значение для обеспечения стабильности.

Трансформация современной финансовой системы изменяет природу системного риска. Как заметил недавно бывший президент немецкого Бундесбанка Титмайер, «...системный риск не есть данная величина. В большей степени он является эндогенной переменной, которая зависит от структуры финансового рынка, институциональной основы наблюдения на национальном и международном уровнях и от решений, принимаемых политическими и денежными властями».

Фундаментальный интерес состоит в том, что частные инициативы не являются достаточно сильными, чтобы предотвращать эксцессы, и что существующая линия защиты в настоящее время неадекватно преодолевает некоторые аспекты трансформированного, более рыночно ориентированного системного риска. Желательный подход должен рассматривать реформирование существующих частного и общественного механизмов (включая механизмы предотвращения и управления кризисом), которые учитывают все эти развивающиеся элементы международной финансовой системы. В дополнение к реформированию частных систем управления риском Министры финансов из «Группы 10» также должны рассматривать реформирование систем управления системным риском (учитывая развивающуюся природу системного риска). Это потребует более глобального подхода и при принятии политических решений, и при реформировании международной финансовой архитектуры.

Пруденциальный надзор и другие элементы официального участия составляют превентивный и корректирующий механизмы, которые — как и рыночная дисциплина — обеспечивают некоторую степень гарантирования и стабильности национальных финансовых систем и, более широко, международной финансовой системы. Это предполагает, что степень официальной вовлеченности останется внутри приемлемых границ и не будет влиять на участников рынка, когда они раз-

думывают о принятии чрезмерного риска, не неся ответственности в случае плохих результатов. Участие официальных лиц должно происходить только в тех пределах, в которых они поощряют принимать нормальный и благоразумный риск.

Вызов для банковского наблюдения и финансовых политиков заключается в том, чтобы сбалансировать усилия по управлению системным риском с усилиями, направленными на то, чтобы заставить рыночных участников — особенно системообразующим — нести издержки принятия неблагоразумного риска и, соответственно, применять правильные стимулы для избежания этого. Официальное наблюдение и надзор обязаны в некоторых случаях оказывать поддержку, чтобы способствовать рыночной дисциплине.

Так как национальная денежная политика воздействует на глобальный пул ликвидности, она может временами поддерживать, если не поощрять, наращивание леввереджа и открытие позиции на международных рынках за пределами разумного уровня. Аналитическая и политическая основы для проведения денежной и фискальной политики в основных странах вряд ли содействуют растущему дисбалансу такого рода. Таким образом, существует разрыв в возможности контролировать международное денежное и финансовое развитие: с одной стороны, между денежной и финансовой стабильностью и, с другой стороны, между достижением внутренней и международной стабильности. Эти проблемы должны рассматриваться национальными денежными властями, супервизорами (органами надзора) и международными органами, включая национальные власти, которые регулярно решают соответствующие вопросы на международных встречах и форумах.

Настоящие предложения по реформам подчеркивают улучшение прозрачности и управления частным риском с целью расширения рыночной дисциплины. Высокий леввередж и концентрация риска могут породить потенциальные системные

проблемы, так как коррекция рыночных механизмов, очевидно, недостаточно ограничивает растущие дисбалансы внутри финансовых институтов и на финансовых рынках. В конечном счете уязвимости становятся достаточно большими, и их трудно предотвратить.

Это, однако, только одна часть решения. Чтобы знать, какая информация необходима, требуется аналитическая основа, способная осмыслить, оценить и контролировать современные финансы. И власти могут этому содействовать, чтобы отслеживать степень леввереджа финансовых систем, регулярно преследуя цель достижения денежной и финансовой стабильности, достигая этого путем пруденциального надзора и наблюдения за рынком. Как институтам, супервизорам нужны технические инструменты и более всесторонняя информация, не обязательно для оценивания отдельных институтов. Никто не обладает полной картиной того, как создаются позиции на рынках производных или по кредиту, с помощью которого наращивается леввередж. Наблюдение за национальными рынками, которое основывается не только на данных по ценам, должно быть расширено, чтобы лучше осмыслить растущую уязвимость; данные по транзакциям или спросу и предложению также будут полезны.

Еще один довод в пользу того, что необходимо больше полагаться на наблюдение и регулирование, заключается в том, что действующие глобально финансовые институты способны обходить регулирование из-за разрыва между наборами информации у супервизоров и самих институтов. К тому же существует элемент динамичного соревнования — гонка между регулируемыми и регулирующими субъектами. Комбинация технологических достижений и частных инициатив порождает высокий динамизм частной финансовой практики, а существующей основе регулирования и надзора трудно за этим угнаться. Аналогично из-за разницы в ресурсах и инициативах возможность частного

сектора получать выгоды от технологических достижений может превышать возможность официальных органов понять, как эти технологии могут быть применимы к измерению и управлению системным риском. Как заметил в прошлом один высший управляющий, отношения между супервизорами и финансовыми институтами подобны «погоне сыщика за борзыми»: регуляторы не могут угнаться за темпом развития международных финансовых институтов, и пропасть между ними может расширяться.

Существование сети финансовых гарантий (для депозитариев, финансовых институтов, рынков) предполагает, что, когда рыночная дисциплина недостаточна для предотвращения системных проблем, официальные лица должны осуществлять контроль и наблюдение за рынком, а иногда принять более прямые меры поддержки. Финансовая стабильность (например официальных систем платежей) — это общественное благо, которое может находиться под неблагоприятным воздействием совокупности частных действий. Без какой-либо степени официальной включенности для защиты против системного риска частные рыночные субъекты будут не готовы или не способны принять оптимальные уровни финансовых рисков и, таким образом, могут вовлекаться в рискованные сделки. Именно это случилось на пике рыночного беспорядка осенью 1998 г., когда опасение частных потерь нарушило нормальное функционирование финансовых рынков до такой степени, что возникли систематические проблемы. Это одна из причин, почему ФРС США и другие центробанки вмешивались, чтобы сократить издержки риска ликвидности.

Установление баланса между рыночной дисциплиной и официальным вмешательством предполагает трудный выбор между различными целями. С одной стороны, сеть финансовой защиты значительно уменьшила потери и разрушения, связанные с финансовыми кризисами. С другой стороны, сама эта сеть

защиты может способствовать чрезвычайно рискованному поведению и включать потенциально высокие издержки для налогоплательщиков.

Банковский надзор, официальное рыночное наблюдение и управление системным риском есть инструменты для мониторинга. Финансовые уязвимости, которые становятся очевидными только когда беспорядки уже происходят, еще раз убеждают в том, что и этого всего недостаточно для современной финансовой системы. В конечном счете, страхование со стороны общественного сектора может создать моральный риск (когда государство прямо или косвенно через рынок вмешивается, чтобы спасти институты). Чтобы его ограничить, нужно преодолеть убеждения, что вмешательство есть правило, а банкротства — исключения, например, постепенно, но преднамеренно сокращая размер и масштаб такой защиты. Власти Великобритании, может быть, не имели этого в виду, когда Barings Bank потерпел банкротство, но нет никакого сомнения в том, что это имело отрезвляющее воздействие на британские финансовые институты. Частный сектор должен быть больше вовлечен в предотвращение системных проблем, не только через улучшение управления частным риском, чтобы защитить самих себя, но и путем осознания, что их действия имеют системные последствия и на них влияют системные проблемы, которые создают другие. Учитывая, что не следует ждать быстрого и полного сокращения официальных систем защиты, осуществление мониторинга, наблюдение и надзор остаются решающими факторами.

Рекомендации для выполнения на национальном уровне:

- реализация политики гибких валютных курсов;
- отказ от валютной политики, которая привлекает портфельные и краткосрочные инвестиции;
- введение жесткого регулирования и адекватного наблюдения за банковской деятельностью и другими финансовыми

учреждениями, которые должны сопровождаться мерами по закрытию или реструктуризации банков-банкротов, страхованию банковских депозитов и предотвращению паники;

■ улучшение системы финансовой информации, введение международных стандартов учета и отчетности, предоставление достоверной информации о величине официальных резервов с указанием краткосрочного государственного долга и оценка внешнего долга частного сектора;

■ соблюдение принципа согласованности темпа либерализации движения капитала с прогрессом, достигнутым в области внутреннего регулирования финансовой сферы.

Примечания к заключению

¹ Под эгидой Института международных финансов (ИФ) была разработана концепция постоянного диалогового форума между странами-должниками и частными кредиторами. Еще один форум был создан в октябре 1998 г. государствами «Большой семерки», так называемый Форум Титмайера, по имени тогдашнего президента федерального банка Германии Ганса Титмайера.

² Будет ли открытие счетов капитала подвергать маленькую страну большей или меньшей изменчивости цен на активы, зависит от того, каким является шок по происхождению: внутренним или внешним. Если внутренние шоки доминируют, общая изменчивость может быть уменьшена. См.: Schadler, Susan, Maria Carkovic, Adam Bennett, and Robert Kahn, 1993, Recent Experiences with Surges in Capital Inflows, IMF Occasional Paper No. 108 (Washington: International Monetary Fund).

³ В начале июня 1999 г. был представлен проект реформы Базельских предписаний по собственному капиталу, который предусматривает более широкую классификацию групп риска, в частности благодаря учету внешних и внутренних рейтингов при определении риска с тем, чтобы избежать конкурентных искажений.

Основные источники статистической информации

- Bank International Settlements (BIS). 73rd Annual Report (1 April — 31 March 2003). Basel, 30 June 2003.
- Bank International Settlements. Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments. Basel, 8 December 2003.
- Entering the 21st Century. World Development Report 1999/2000. Washington, D.C.: The World Bank, 2000.
- Global Development Finance 1999: A Report. Washington, D.C.: The World Bank, 1999.
- Global Financial Stability Report: A Quarterly Report on Market Developments and Issues. June 2002. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2002.
- Global Financial Stability Report: A Quarterly Report on Market Developments and Issues. March 2003. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2003.
- Global Financial Stability Report: A Quarterly Report on Market Developments and Issues. September 2003. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2003.
- International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues: World Economic and Financial Surveys. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 1999.
- International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues: World Economic and Financial Surveys. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2001.
- International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues: World Economic and Financial Surveys. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2003.
- International Financial Statistics online Service (<http://ifs.apdi.net/imf>).

- OECD. Annual Report 1999. Paris: The Organization of Economic Cooperation and Development, 1999.
- UNCTAD. World Investment Reports 1999—2004. New York, Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 1999—2004.
- World Economic Outlook. April 2002: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2000.
- World Economic Outlook. October 2002: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2002.
- World Economic Outlook. April 2003: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2003.
- World Economic Outlook. September 2004: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C.: The International Monetary Fund, 2004.
- Оценки и политические рекомендации: Из обзора российской экономики ОЭСР (1999—2000) // OECD. Policy Brief. March 2000. Paris: The Organization of Economic Cooperation and Development, 2000.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Таблица 1

**Потоки внешнего финансирования
развивающихся стран,
(млрд. Долл.)**

	1991 г.	1992 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Всего, в том числе	143,1	194,0	354,4	358,8	283,7	246,2	299,3
Чистое долгосрочное финансирование	123,0	155,8	311,2	342,6	334,9	264,5	295,8
Чистое краткосрочное финансирование	20,1	38,2	43,2	16,2	-51,2	-18,3	3,5
Дефицит ПБ (- излишек)	76,5	85,0	114,5	101,3	46,1	-26,8	-60,3
Изменения в резервах	49,7	16,0	89,6	29,1	49,0	26,2	53,0
Оттоки капитала, ошибки и пропуски	16,9	93,1	150,3	228,3	188,5	246,9	306,6

Таблица 2
Чистые потоки долгосрочного капитала в развивающиеся страны (1991–2000 гг., млрд долл.)

	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Всего, в том числе	123,0	155,8	220,4	223,7	261,2	311,2	342,6	334,9	264,5	295,8
Официальные	60,9	56,5	53,6	48,0	55,1	31,9	42,8	54,6	45,3	38,6
Частные	62,1	99,3	166,8	175,7	206,1	279,3	299,8	280,3	219,2	257,2
Рынки капитала, из них	26,3	52,2	100,2	85,6	99,1	147,8	127,2	103,5	33,8	79,2
Долговое финансирование, в том числе	18,8	38,1	49,2	50,5	63,0	98,7	97,0	87,9	-0,6	31,3
Банковские займы	5,0	16,2	3,4	8,7	30,5	33,7	45,2	50,0	-24,6	0,7
Бонды	10,9	11,1	36,6	38,2	30,8	62,5	49,0	40,9	25,4	30,3
Другие	2,8	10,8	9,2	3,6	1,7	2,4	2,7	-3,0	-1,6	0,3
Акции	7,6	14,1	51,0	35,2	36,1	49,2	30,2	15,6	34,5	47,9
ПЗИ	35,7	47,1	66,6	90,0	107,0	131,5	172,6	176,8	185,4	178,0

Чистые потоки ресурсов включают притоки займов за вычетом платежей по долгам, а ПЗИ — за вычетом изъятий инвестиций.

Источник: Global Development Finance: Country Tables, OECD Development Assistance Committee's Geographic Distribution of Flows и оценки Мирового Банка за 2000 г.

**Индикаторы внешней уязвимости РС
(по регионам, в процентах)**

	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Все развивающиеся страны					
Краткосрочный долг ко всему долгу	54,3	52,2	46,9	45,3	46,5
Резервы к краткосрочному долгу	138,4	130,8	164,2	187,7	203,6
Восточная Азия и Тихий океан					
Краткосрочный долг ко всему долгу	61,1	53,4	45,2	43,1	44,3
Резервы к краткосрочному долгу	127,0	126,7	233,2	328,5	377,9
Латинская Америка и страны Карибского бассейна					
Краткосрочный долг ко всему долгу	52,4	53,2	49,4	46,8	47,1
Резервы к краткосрочному долгу	116,4	106,4	104,4	105,3	104,4

Источник: Bank for International Settlements; Global Development Finance: Country Tables and sources cited therein; International Monetary Fund, International Financial Statistics и оценки Мирового Банка.

Таблица 4

**Фактический и прогнозируемый приток средств
с рынков капитала в страны-реципиенты (млрд долл.)**

	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Регионы						
Развивающиеся страны (всего 31)	156,4	148,5	204,4	218,4	240,1	249,2
Латинская Америка и Карибы	79,0	65,0	77,5	95,7	97,8	98,4
Азия	49,9	62,2	101,5	98,9	117,1	121,6
Европа и Центральная Азия	20,5	6,0	7,7	6,1	3,5	3,7
Ближний Восток и Северная Африка	4,0	6,7	4,1	4,9	5,6	6,1
Суб-Сахара	3,0	8,6	13,7	13,0	16,1	19,2
Типы потоков						
Бонды	67,5	62,1	70,4	80,0	81,1	79,9
Размещение акций	7,0	20,2	35,5	36,6	43,5	49,1
Банковские ссуды	82,0	66,1	98,5	101,8	115,5	120,1

Данные, представленные в таблице, основываются на региональных агрегированных показателях по 31 РС, на которые приходилось более 80% частных потоков капитала в 1999 г.

Источник: Capital DATA Bondware and Loanware, расчеты Мирового Банка.

Таблица 5

Состояние резервов развивающихся стран*

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Млрд долл. США							
Развивающиеся страны, в том числе по региональным группам	634,2	637,1	664,4	721,9	804,9	850,1	878,0
Африка	43,0	41,3	42,0	53,3	63,9	64,3	69,5
Суб-Сахара	28,7	27,9	29,3	34,3	36,2	34,4	36,4
Развивающаяся Азия	264,9	289,8	322,9	336,9	394,5	426,8	454,1
Исключая Индию и Китай	96,3	112,1	131,3	129,7	133,9	140,0	148,4
Средний Восток и Турция	156,1	144,5	145,3	175,1	190,2	197,2	192,8
Латинская Америка	170,3	161,5	154,2	156,6	156,2	161,7	161,6
Отношение резервов к импорту товаров и услуг, в %							
Развивающиеся страны, в том числе по региональным группам	49,0	52,1	54,3	50,4	56,1	56,0	52,9
Африка	31,9	30,8	31,4	38,2	44,9	43,5	45,0
Суб-Сахара	27,3	27,1	28,9	32,3	33,7	31,0	31,5
Развивающаяся Азия	47,1	50,5	62,0	52,1	60,4	60,7	58,4
Средний Восток и Турция	60,6	58,1	60,4	63,7	70,4	69,0	63,0
Латинская Америка	50,3	45,8	47,0	42,2	42,2	42,4	38,4

* Официальные золотые резервы оценены по цене 35 SDR за унцию.
 Источник: World Economic Outlook. April 2002. P. 209.

Таблица 6

Число котировок кредитных свопов по суверенным дефолтам

Страна	Число котировок в Credit Trade*			%	Средний рейтинг**			
	2001 г.		2003 г.		2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
	2000 г.	2002 г.						
Бразилия	1080	1352	868	4593	12,2	B+	B	B
Мексика	748	1010	933	4335	11,5	BBB-	BBB	BBB
Япония	418	1062	205	2313	6,1	AA+	A+	A+
Филиппины	821	740	436	2206	5,9	BB+	BB+	BB
ЮАР	94	518	717	683	2012	5,3	BBB-	BBB-
Колумбия	93	345	801	556	1795	4,8	BB	BB
Китай	743	672	140	62	1617	4,3	BBB+	BBB+
Корея	533	636	138	287	1594	4,2	BBB	A-
Польша	329	388	406	420	1543	4,1	BBB+	A-
Венесуэла	155	521	497	319	1492	4,0	B	B
Турция	146	471	475	380	1472	3,9	B+	B-
Малайзия	302	685	256	85	1328	3,5	BBB	BBB+
Аргентина	851	461	0	6	1318	3,5	B+	—
Таиланд	494	562	121	37	1214	3,2	BB-	BBB-
Россия	16	395	365	377	1153	3,1	B-	BB
Другие страны	1310	1717	2207	7651	20,3	—	—	—
Все СФР	7523	10283	9218	7053	34077	90,5	—	—
Всего	8133	11535	10124	7844	37636	100	—	—

* Источник данных, представленных в таблице, — компания Credit Grade, ведущий брокер в торговле кредитами и кредитными деривативами.

** Средний рейтинг Moody's и Standard&Poog's на конец соответствующего года.

Источник: BIS Quarterly Review. December 2003. P. 81.

Таблица 7

Чистые потоки капитала*
(в целом и по регионам, млрд.долл.)

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	Прогноз	
					2004 г.	2005 г.
Все потоки частного капитала, в том числе	46,6	47,8	61,2	120,4	81,6	47,5
Прямые инвестиции	177,1	191,2	143,5	147,6	166,9	175,2
Портфельные инвестиции	16,1	-91,3	-99,6	-11,0	-21,3	-23,4
Другие потоки частного капитала	-146,6	-52,0	17,3	-16,2	-64,0	-104,4
Официальные потоки	-27,7	15,7	1,7	-24,8	-31,0	-42,1
Изменение в резервах***	-115,6	-113,2	-197,1	-367,0	-350,1	-291,2
Африка						
Потоки частного капитала**	5,6	13,5	11,9	14,8	16,6	13,7
Официальные потоки	0,9	0,5	3,7	5,2	2,3	2,6
Изменение в резервах***	-12,8	-12,3	-7,6	-20,0	-22,9	-23,4
Центральная и Восточная Европа						
Потоки частного капитала**	39,1	12,1	55,3	51,5	53,2	49,3
Официальные потоки	1,6	5,5	-7,6	-5,5	-6,6	-5,5
Изменение в резервах***	-3,3	5,8	-14,4	-13,6	-9,4	-5,7

Содружество Независимых Государств							
Потоки частного капитала**	-12,6	-1,7	-9,2	15,2	-19,2	-5,8	
Официальные потоки	-4,0	-4,2	-1,5	-4,7	-2,6	-2,5	
Изменение в резервах***	-17,1	-11,2	-11,8	-33,6	-27,8	-34,7	
Зарождающиеся рынки стран Азии, в том числе НИС							
Потоки частного капитала**	-4,5	9,6	25,4	52,8	79,8	8,6	
Официальные потоки	4,5	-1,8	-1,8	-16,3	-6,9	-8,8	
Изменение в резервах***	-60,9	-90,9	-158,4	-234,2	-232,6	-158,0	
Ближний Восток, включая Израиль							
Потоки частного капитала**	-20,6	-7,9	-23,6	-14,0	-45,5	-32,5	
Официальные потоки	-24,4	-10,7	-13,0	-26,3	-25,0	-28,1	
Изменение в резервах***	-26,1	-9,6	-3,3	-29,9	-44,8	-56,3	
Западное полушарие							
Потоки частного капитала**	39,6	22,2	1,4	—	-3,3	14,2	
Официальные потоки	-6,1	26,5	22,0	22,7	7,8	0,2	
Изменение в резервах***	4,7	4,9	-1,6	-35,7	-12,7	-13,2	

* Чистое движение капитала включает чистые потоки ПЗИ, портфельных инвестиций и другие долговые и краткосрочные потоки капитала, включая официальное и частное заимствование. В эту таблицу включены такие страны и регионы, как Гонконг, Израиль, Корея, Сингапур и Тайвань.

** Из-за погрешностей в данных потоки частного капитала могут включать некоторые официальные потоки.

*** Знак минус указывает увеличение.

Источник: World Economic Outlook. September 2004. Washington, D.C., 2004.

Словарь терминов

Арбитраж (arbitrage) — одновременная покупка и продажа ценных бумаг по разным ценам на двух разных рынках, результатом чего является прибыль при отсутствии риска. Идеально действующий рынок арбитражных возможностей не предоставляет. Однако идеально действующих рынков практически не существует.

Асимметричность информации (asymmetric information) — неравенство сведений о партнере, доступных сторонам при заключении сделки.

Балансовые несоответствия (balance sheet mismatch). Баланс — это финансовый отчет, показывающий активы, пассивы и акционерный капитал компании на данную дату. Несбалансированность означает, что сроки погашения обязательств различаются (и, как правило, короче) от аналогичных по активам и/или что некоторые обязательства деноминированы в иностранной валюте, тогда как активы — нет.

Брейди бонды (Brady Bonds) — выпуски бондов развивающимися рынками с целью реструктуризации неоплаченных банковских ссуд. Названы они по имени бывшего министра финансов США Николаса Брейди (Nicholas Brady), а первые их выпуски были размещены в марте 1990 г.

Возобновление, отсрочка (rollover) — перевод средств из одного вида инвестиций в другой. Термин, часто используемый банками, когда они разрешают заемщику отложить выплату основной суммы кредита. Что касается госорганов, то отсрочка в форме рефинансирования является распространенным явлением.

Волатильность (volatility) — неустойчивость, изменчивость рыночных цен; используется, как правило, для неформального обозначения степени вариабельности, разброса переменной. Высокая волатильность является предпосылкой более высоко-

го риска и, соответственно, более высоких доходов / убытков. Формальной мерой волатильности служит дисперсия (или стандартное отклонение).

Деривативы (derivatives) — финансовые контракты, стоимость которых определяется ценами, лежащими в основе бумаг, процентными ставками, курсом иностранной валюты, рыночными индексами или товарными ценами.

Динамичный хеджинг (dynamic hedging) — эта схема включает периодическую перестройку портфеля хеджинговых инструментов (покупку и продажу ценных бумаг) для поддержания определенного уровня хеджинга.

Долларизация (dollarization) — широкое распространение во внутреннем обращении валюты другой страны (обычно доллара США), исполняющей стандартные функции денег: единица счета, средство расчета и сохранение стоимости.

Дюрация (duration) — измеряет долю изменчивости (волатильности) цен облигаций с учетом среднего срока до погашения. Дюрация возрастает со средним сроком погашения и понижается с периодическими платежами и ростом доходности. Для практических целей дюрация может быть определена как приближенное изменение цены при изменении доходности на 100 б.п. (1%). Для более значительных изменений доходности изменчивость измеряется согласно концепции, которая называется «convexity» (выпуклость). Другими словами, цена всегда снижается при увеличении доходности. Мера выпуклости характеризует скорость изменения наклона кривой. Чем больше скорость изменения, тем больше меняется дюрация при изменении доходности.

Зарождающиеся рынки (emerging markets) — финансовые рынки развивающихся стран, которые меньше развитых рынков, но тем не менее более доступны для иностранных инвесторов.

Инвестиционные бумаги (investment-grade issues) — облигации, получившие наивысший рейтинг по 4-ступенчатой шкале коммерческих кредитных рейтинговых агентств. S&P

классифицирует инвестиционные облигации как ВВВ или выше, а Moody's классифицирует инвестиционные бумаги как Ваа или выше. Ниже этих рейтингов находятся облигации с субинвестиционным рейтингом, т.е. ближе к спекулятивным.

Индекс EMBI (Emerging Market Bond Index) — Акроним для индекса долговых инструментов (бондов) компании J.P. Morgan, который отслеживает траекторию общих доходов для обращаемых внешних долговых инструментов на зарождающихся рынках.

Инфекция (contagion) — трансмиссия, или распространение финансовых шоков или кризисов среди стран и по разным классам активов, характеризуемое увеличением синхронности движения цен на активы.

«Короткая продажа» (short selling) — открытие трейдером рыночной позиции путем продажи ценной бумаги, которой он не владеет, в ожидании падения цены на данную ценную бумагу.

«Короткое сжатие» (short squeeze) — ситуация, при которой дефицит предложения ведет к повышению цен на ценные бумаги и/или контракты.

Корректировка в соответствии с рынком (mark-to-market) — переоценка активов или позиций (портфеля) в соответствии с текущими рыночными ценами, по которым финансовые инструменты могут быть проданы или куплены в нормальных объемах. Скорректированная стоимость может равняться текущей рыночной стоимости — в противоположность бухгалтерскому учету (accounting) или книжной стоимости (book value) — или текущей стоимости ожидаемых в будущем денежных потоков.

Коэффициент будущей цены к доходам (forward price-earnings ratio) — множитель будущих ожидаемых доходов, по которым продаются акции. Этот коэффициент рассчитывается путем деления текущей цены на акции (с учетом проведенного сплита) на доход в расчете на акцию для будущего периода (обычно на следующие 12 месяцев).

Кредитный дериватив (Credit derivative) — контракт, заключаемый между двумя сторонами и регламентирующий использование лежащего в основе базисного актива (как правило, обязательства) или доходов от этого актива с целью передачи кредитного риска от одной стороны к другой. Сторона, передающая кредитный риск другой стороне, уплачивает за это вознаграждение той стороне, которая принимает на себя такой риск. Это один из наиболее распространенных инструментов секьюритизации обязательств.

Кредитный своп против дефолта (credit default swap) — финансовый контракт, при котором агент покупает защиту против кредитного риска за периодические платы взамен оплаты продавцом контингента в случае, если дефолт происходит.

Кредитный спред (credit spreads) — спред между суверенными эталонными (базовыми) долговыми бумагами и другими долговыми бумагами, которые сопоставимы во всех отношениях, кроме кредитного качества (т.е. различие между доходностью по казначейским векселям США и корпоративным облигациям с рейтингом А определенного срока погашения).

Кривые доходности (yield curve) — график кривой дохода в зависимости от срока погашения (maturity) для долговых бумаг, имеющих равный кредитный риск, но различных по срочности.

Лeverедж (leverage) — увеличение прибыльности с использованием рычага (положительное или отрицательное значение), по позиции или инвестиции выше того значения, которое получается прямым инвестированием собственных фондов на наличном рынке. Он измеряется как отношение балансовых и забалансовых позиций к капиталу. Лeverедж может быть построен путем заимствований (балансовый лeverедж, обычно измеряемый отношением долга к капиталу) или путем забалансовых транзакций. Вот перечень сделок, использующих силу рычага:

- 1) покупка активов с использованием заемных средств;
- 2) заключение срочного контракта, а не наличной сделки (фьючерс);
- 3) покупка условных требований (опцион).

Леввередж-эффект (leverage effect) — отмечено, что отдача вложений в акции имеет отрицательную корреляцию с изменениями волатильности. Благодаря предложенному экономическому объяснению феномен получил название «леввередж-эффект». Снижение рыночной стоимости акционерного капитала увеличивает отношение заемных средств к собственным и, следовательно, повышает рискованность вложений в фирму. Последнее проявляется увеличением волатильности. В результате будущие значения волатильности отрицательно коррелируют с текущей отдачей. Nelson (1991) описывает феномен таким образом: «Отрицательные инновации, или «плохие новости» — ситуация, в которой фактическая отдача ниже ожидаемой — приводят к увеличению волатильности. Напротив, положительные инновации («хорошие новости» — фактическая отдача выше ожидаемой) влекут снижение волатильности».

Либерализация счета капитала (capital account liberalization) — отмена законодательных ограничений на трансграничные частные потоки капитала как важная часть финансовой либерализации. В особенности ослабление контроля или запретов на трансакции по финансовым и капитальным счетам платежного баланса, включая отмену ограничений на конвертацию иностранной валюты.

Ликвидности риск (liquidity risk) — риск, возникающий при появлении проблем с продажей актива. Может считаться разницей между «истинной стоимостью» актива и его возможной ценой с учетом комиссионных выплат.

Ликвидность (liquidity) — рынок называется ликвидным, если на нем наблюдается высокий уровень торговой активности, что позволяет совершать операции купли-продажи с минимальными изменениями цен. Также рынок, для которого

характерно совершение операций купли-продажи с относительной легкостью. На графике ARCH процесса могут быть обнаружены периоды спокойного движения переменной, характеризующиеся относительно низкой дисперсией, и турбулентные периоды, в течение которых дисперсия высока. В западной литературе такое поведение временного ряда получило название «кластерная волатильность» (clustering volatility): образование «пучков», концентрация волатильности. Эффект кластерной волатильности отмечен для многих высокочастотных рядов, таких как изменение цен акций, валютных курсов, доходности спекулятивных активов.

Непогашенные займы (nonperforming loans) — неоплаченные займы (дефолт) или близкие к этому (обычно просроченные в течение 90 дней и больше).

Опцион пут (колл) (put (call) option) — финансовый контракт, который дает покупателю право, но не обязательство, продать (купить) финансовый инструмент по установленной цене до или в назначенную дату.

Оффшорные инструменты (offshore instruments) — ценные бумаги, выпущенные за пределами национальных границ.

Парная корреляция (pair-wise correlations) — статистическое измерение степени, с которой связано движение двух переменных (например прибыли на активы).

Посредничество (intermediation) — процесс перевода фондов от конечного источника конечному пользователю. Финансовый институт, такой как банк, являющийся посредником в кредите, который получает деньги за счет вкладов и предоставляет их в виде ссуды заемщикам.

Процентный своп (interest rate swaps) — соглашение между контрапартнерами обмениваться периодическими процентными платежами по определенным согласованным долларовым основным суммам. Например, одна сторона осуществляет фиксированные процентные платежи, а получает переменные.

Прямые зарубежные инвестиции (ПЗИ) (Foreign direct investment, FDI) — приобретение за границей физических активов (имущества), таких как заводы и оборудование, или контролирующего пакета (более 10% всего пакета акций).

Риск недобросовестного поведения (moral hazard) — риск того, что одна из сторон, заключающих сделку, будет осуществлять действия, нежелательные с точки зрения другой стороны.

Рынок вторичный (secondary markets) — рынок, на котором торгуют ценными бумагами после того, как они были предложены на первичном рынке.

Рынок первичный (primary market) — рынок, где вновь выпущенные бумаги впервые предлагаются (продаются) публике. С помощью финансовых инструментов, страхующих против дефолта, передается риск невыполнения или ненадлежащего исполнения обязательства. Продавец гарантии уплачивает покупателю гарантии заранее оговоренную сумму в случае наступления кредитного события (credit event), относящегося к кредиту (reference credit). В свою очередь покупатель гарантии уплачивает фиксированную сумму платежа за кредитную гарантию против неблагоприятных изменений по данному обязательству. Этот класс кредитных деривативов является одним из основных способов хеджирования инвестиционных портфелей. Основными продуктами этого класса являются кредитный своп (credit default swap) и нота, связанная с кредитом (credit linked note).

Свопцион (swaptions) — опцион на процентный своп (может быть также валютный, товарный, фондовый). Клиент и дилер договариваются об условиях свопа, но клиент не хочет или не может немедленно заключить своп; в то же время клиент не исключает, что рынок может измениться неблагоприятно к моменту, когда он сможет заключить своп. Чтобы зафиксировать своп, клиент согласен купить у свопового дилера свопцион. Дилер, таким образом, гарантирует выполнение оговоренных

уже условий свопа на некоторый период, например месяц, в течение которого клиент решит, исполнять свопцион или нет. Клиент за это должен заплатить премию.

Сделка за наличные (carry trade) — сделки с применением рычага (левереджа), при которых заемные средства используются для покупки ценных бумаг, по которым доходность превышает стоимость привлеченных средств.

Синдицированные займы (syndicated loans) — огромные займы, предоставленные группой банков заемщику. Обычно один ведущий банк берет небольшой процент от займа, а остаток делится среди других банков.

Состоятельность бэнкинга (banking soundness) — финансовое состояние отдельного банка или банковской системы в целом.

Спекулянт, играющий на понижение (short trader) — трейдер, продавший контракт для создания рыночной позиции и еще не закрывший эту позицию путем проведения зачетной покупки. Антоним: спекулянт, играющий на повышение (Long).

Спред (spread) — (см. «кредитный спред»; слово «кредитный» иногда опускается). Другое определение включает следующее:

- 1) разрыв между предлагаемой и запрашиваемой ценой финансовых инструментов;
- 2) разница между ценой, по которой андеррайтер покупает выпуск у эмитента, и ценой, по которой он продает его публично.

Стандартизованное нормальное распределение (standardized normal distribution) — нормальное распределение со средним значением, равным 0, и стандартным отклонением, равным 1.

Стандартное отклонение (standard deviation) — квадратный корень из дисперсии. Величина, измеряющая разброс, отклонение данных от их среднего значения.

Суверенный (страновой) риск (sovereign risk) — риск того, что центральный банк какой-либо страны введет новые прави-

ла обращения иностранной валюты, ведущие к снижению стоимости или полному обесцениванию валютных контрактов. Также риск дефолта, т.е. отказа правительства страны обслуживать или погашать долг, взятый или гарантированный им.

Суммарная доходность (total return). При оценке эффективности инвестиций суммарная доходность — это действительная ставка доходности, реализованная за определенный оцениваемый период. При анализе инвестиций с фиксированным доходом — потенциальная доходность, рассчитываемая на основе всех трех источников дохода (купонных выплат, процентов на проценты и любого прироста капитала или убытков) за выбранный инвестиционный период.

Уклонение от риска (risk aversion) — описывает предпочтение инвесторов избегать неопределенных результатов или вознаграждений. Не расположенный к риску инвестор будет требовать премию за риск как компенсацию за содержание (holding) рискованных активов или портфеля.

«Хвостовые» события (tail events) — события, связанные со значительным или экстремальным движением цен на бумаги, что в терминах вероятности их происхождения лежит в хвостовой части распределения возможного движения цен (см.

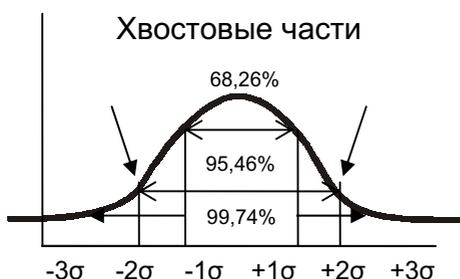


график). Если вероятность распределения является нормальной, то имеется 68,26% вероятности того, что действительная прибыльность будет находиться в пределах \pm стандартного отклонения (Γ).

Хеджинг (hedging) — замещение существующей рискованной позиции противоположной позицией с аналогичным риском, например покупка деривативного контракта. Снижение цено-

вого риска, присущего наличной позиции, путем открытия противоположной Фьючерсной позиции или Опционной позиции по этому же Базисному активу с последующим Зачетом позиций срочного рынка.

Хедж-фонды (hedge funds) — инвестиционные пулы, обычно организованные как частное партнерство и часто зарегистрированные в оффшоре по налоговым или другим регулятивным соображениям. Эти фонды сталкиваются с некоторыми ограничениями по своим портфелям и транзакциям. Они свободно используют несколько инвестиционных методов — включая короткие позиции, сделки с деривативами и левередж, — чтобы повысить доходы и смягчить риск (создать «подушку»).

Экономия от риска (retrenchment from risk) — сокращение покупок или запасов рискованных бумаг.

Эластичность спроса по богатству (wealth elasticity of demand) — коэффициент, показывающий, на сколько процентов при прочих равных условиях изменится спрос на финансовые активы в случае изменения объема богатства на один процент.

Эталонный выпуск (benchmark issues) — высококлассные долговые бумаги, обычно облигации. Инвесторы используют доходы по этим бумагам с целью сравнения и оценки стоимости других выпусков.

Эффект общего кредитора (common lender effect) описывает, как инфекция может распространиться на рынки облигаций развивающихся стран, которые не защищены перед группой инвесторов.

Научное издание

Ирина Николаевна Юдина

**ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ
И НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**

Монография

Редактор И.С. Васенко
Макет, верстка и дизайн обложки А.М. Бетмакаева

Издательская лицензия
ЛР 020261 от 14.01.1997 г.

Подписано в печать 29.12.2004. Формат 60x84/16.
Бумага офсетная. Гарнитура NewtonС. Уч.-изд.л. 9,6.
Тираж 100 экз. Заказ 10

Издательство Алтайского государственного университета:
656049, Барнаул, ул. Димитрова, 66.

Типография “Азбука”
тел:62-91; 62-77-25