

## Тенденции и перспективы развития мирового финансового рынка до кризиса и после

© 2010 Е.В. Фролова  
аналитик Ситибанка  
E-mail: silvestrsn@gmail.com

В статье рассматриваются тенденции на мировом финансовом рынке, оценивается влияние кризиса на его развитие. Представлен набор мер для стабилизации ситуации на мировом финансовом рынке и выхода из кризиса.

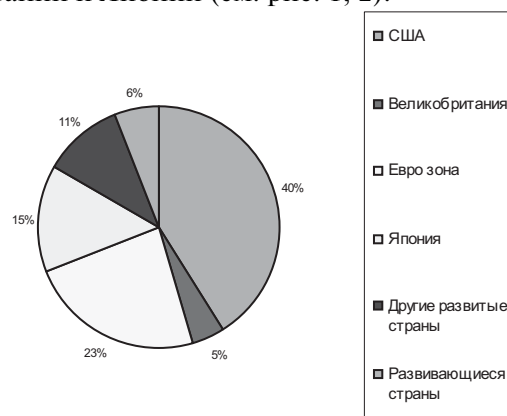
*Ключевые слова:* мировая финансовая система, финансовый кризис, финансовые рынки, тенденции, меры регулирования финансовой системы.

В условиях глобализации мирового хозяйства четко прослеживается возрастающая роль ее финансовой составляющей, выражающаяся в значительном увеличении масштабов, укреплении единства и усилении роли мирового финансового рынка. Рост мировых финансовых активов, потока иностранных инвестиций - один из ярчайших примеров финансовой глобализации, которая часто обсуждается, но редко просчитывается количественно. Глобализация рынка, интенсивное развитие и изменение его институциональной структуры существенно влияют не только на хозяйственную жизнь отдельных стран и целых регионов, но и на мировую экономику в целом. В то же время высокая степень экономической взаимозависимости стран, гигантские нерегулируемые потоки капиталов делают глобальную экономику уязвимой, а любые сбои в мировой финансовой системе приводят к тяжелым экономическим кризисам.

Первые пять лет XXI в. (2001-2006) продемонстрировали наличие благоприятного сочетания экономических и финансовых условий: низкие международные ставки процента, избыточная мировая ликвидность, высокий мировой спрос на экспорт. И даже высокие цены на нефть не внесли значительных коррективов. Многие страны со средними доходами воспользовались преимуществами такого благоприятного сочетания условий для увеличения своей кредитоспособности за счет накапливания иностранных валютных резервов, улучшения текущего платежного баланса, снижения долговой нагрузки и более эффективного управления долгами (стали выпускать долги с большими сроками к погашению). Несколько крупных заемщиков выкупили значительные суммы своих внешних долгов, используя избыточные валютные резервы. Многие правительства переключились с внешних рынков на внутренние, на которых большинство долгов номинировано в национальной валюте.

Мировой финансовый рынок включает в себя конкурирующие финансовые центры, которые

занимаются своей деятельностью в условиях разных национальных режимов регулирования, бухгалтерских стандартов и рыночных практик ведения бизнеса. Американский рынок ценных бумаг является крупнейшим в мире, аккумулируя примерно 40% мирового рынка акций и облигаций, за ним следует рынок Еврозоны, Великобритании и Японии (см. рис. 1, 2).



**Рис. 1. Распределение облигационного капитала по странам, 2005 г.**

**Рис. 2. Распределение акционерного капитала по странам, 2005 г.**

*Источник.* The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries, Global Development Finance, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2007.

За период 1995-2005 гг. рынок акций и облигаций процветал, а доля банковских депозитов незначительно снижалась. Данная тенденция продолжалась и в 2006 г., но степень снижения замедлилась. Это явилось результатом того, что в 2006 г. резко выросли объемы банковских депозитов в абсолютном выражении (5,6 трлн. долл.)<sup>1</sup> - в 2 раза больше, чем в среднем за последние три года. Основным источником роста стали США, благодаря буму жилищного строительства. Домохозяйства предпочитали избавляться от акций с целью вложения в строительство. Этот источник роста был серьезно нивелирован в результате кризиса. В дальнейшем рост банковских депозитов зависит от такого крупного рынка, как китайский, где депозиты являются основной движущей силой сбережений.

Второй тенденцией на мировом финансовом рынке стало усиление финансовой глубины рынка. Финансовые рынки росли быстрее, чем мировой ВВП, в течение многих лет. Как результат, показатель финансовой глубины постоянно рос во всех регионах. Мировая финансовая глубина в 2007 г. достигла 359 % по сравнению с 345 % в 2006 г.<sup>2</sup> Вырос объем всех классов активов, за исключением государственного долга. Увеличение глубины рынка сделало рынки ликвидными, улучшило доступ заемщиков к капиталу, помогло более эффективно оценивать финансовые активы и усилить экономический рост, так как финансовый капитал стал распределяться более эффективно.

В 1990 г. только в 33 странах объем финансовых активов превосходил объем ВВП. В 2006 г. этот показатель увеличился более чем в 2 раза (72 страны). К данным странам присоединились Бразилия, Индия, Китай и Россия. Усиление финансовой глубины достигалось в основном за счет рынков акций и облигаций. Однако, поскольку в некоторых случаях рост показателя финансовой глубины достигался за счет нездорового увеличения уровня государственного долга или оценки рынка активов, в дальнейшем это привело к болезненным корректировкам. Таким примером может служить происходящая значительная корректировка на рынке корпоративных облигаций в США и Европе.

Третья тенденция - возрастающий уровень иностранных инвестиций, способствующий усилению зависимости финансовых рынков друг от друга. Доступность информации, новые технологии коммуникации сделали возможным создание глобальных банков и финансовых посредников, позволяющих инвесторам посылать деньги одним нажатием кнопки. Издержки по проведению сделок упали до минимального уровня. В

то же время многие страны либерализовали ограничения по движению иностранного капитала, разрешая большее количество иностранных инвестиций на своем рынке и разрешая своему населению и компаниям инвестировать в иностранные ценные бумаги. Хотя ряд развивающихся стран, включая Китай и Россию, все еще сохранили контроль над капиталом, тенденция увеличения иностранных потоков проявилась и в этих странах.

В связи с тем, что иностранные инвестиции набрали скорость, рынок капитала стал ведущей силой глобализации. Если в 1990 г. иностранные инвесторы владели 7% мирового объема корпоративных облигаций, то в 2007 г. их доля составила 21% (рост - 17,4%)<sup>3</sup>. Та же ситуация наблюдается и на рынке акций и государственных облигаций. Таким образом, можно говорить о появлении тенденции снижения предпочтений инвесторов заниматься инвестициями на внутреннем рынке, поскольку вложение инвестиций за рубежом позволяет им диверсифицировать свои активы. В то же время они становятся более зависимыми от колебаний внешних рынков, когда спад на одном рынке влечет за собой убытки на другом. Мировой финансовый кризис очень убедительно доказывает данный вывод, когда кризис на американском рынке ипотеки повлек за собой падение на других рынках.

Следующей (четвертой) тенденцией является резкий рост иностранных предоставлений займов и кредитов<sup>4</sup>. Их объем составил 3,5 трлн. долл. в 2006 г., увеличившись в 4 раза по сравнению с 2002 г., что позволило им стать крупнейшим сегментом финансового рынка. Вложения в иностранные облигации - второй крупнейший сегмент финансового рынка, достигший 2,5 трлн. долл. в 2006 г. Инвесторы стали предпочитать покупать иностранные облигации корпораций, чем государственные облигации. В результате этого доля государственных облигаций стала составлять одну треть рынка облигаций, а доля корпоративных облигаций удвоилась. Инвестиции в иностранные акции остаются наименьшим сегментом рынка и составляют только 926 трлн. долл. в 2006 г., или 11%<sup>5</sup>.

И как это ни парадоксально, наиболее нестабильным сегментом рынка явился сегмент иностранных займов и кредитов<sup>6</sup>. Если рассматривать в региональном аспекте, то потоки иностранных заимствований в развивающиеся страны стали наиболее волатильным типом иностранных инвестиций.

Следует отметить, что в общем объеме иностранных инвестиций за данный период увеличилась доля институциональных инвесторов (пен-

сионные фонды, страховые компании и т.д.). В 2006 г. под их управлением находились активы примерно на 59,4 трлн. долл., что в 3 раза больше, чем величина активов в 1995 г. За период 2001-2006 гг. в 3 раза увеличили свои активы и хедж-фонды с частными фондами до 2,2 трлн. долл. в 2006 г.<sup>7</sup>

На мировом финансовом рынке произошел значительный сдвиг потоков иностранных инвестиций. Если в 1999 г. США были основным, самым главным финансовым центром, то к 2006 г., хотя они так и остались влиятельным финансовым центром, увеличилось влияние стран, входящих в Еврозону (примерно 20% рынка). При этом значительную часть инвестиций стран Еврозоны составляют инвестиции в развивающиеся страны. Увеличили свою долю на рынке и Великобритания, и страны Средней Азии. Финансовые активы США достигли в 2006 г. 56,1 трлн. долл., а финансовые активы Великобритании и стран Западной Европы - 53,2 трлн. долл.<sup>8</sup> Три четверти роста активов стран Европы приходится на рынки акций и облигаций (в Великобритании больше за счет акций, в странах Западной Европы - за счет облигаций).

К тому же и финансовая глубина европейских рынков увеличивалась почти в 2 раза быстрее, чем США, у которых база для роста уже была. Увеличение финансовой глубины европейских рынков отражает более здоровое развитие их финансовых рынков: рынок акций рос за счет увеличения корпоративных доходов, а не за счет роста оценок, рынок корпоративных облигаций рос стремительно, а рынок государственных облигаций оставался на прежнем уровне или снижался.

Как результат, можно отметить усиление евро. В 2007 г. общий объем облигаций, номинированных в евро, впервые превысил объем облигаций, номинированных в долларах (840 млрд. евро против 814 млрд. долл. в 2007 г.<sup>9</sup>).

Расширение мировых финансовых связей в рассматриваемый период происходило во многом и за счет возрастающей роли развивающихся рынков. Активному выходу компаний развивающихся рынков способствовало два фактора: во-первых, возрастающий спрос инвесторов на активы с высокой доходностью и их желание диверсифицировать инвестиции и, во-вторых, увеличение участия компаний в международных транзакциях. В то же время существует ряд преград, мешающих данным компаниям получать доступ к активам мирового рынка капитала. Во-первых, информационные барьеры, которые не дают возможности аналитикам корректно оценить кредитное качество компаний и их потенциальный рост. Во-вторых, неразработанные и

слабо определенные стандарты управления компаний, учета и раскрытия информации. В-третьих, управление валютными курсами, которое приводит к неопределенности относительно дальнейших денежных потоков. В-четвертых, непостоянство в доходах компаний и оценки бизнес-цикла компании. В-пятых, страновой риск, из-за которого инвесторы могут попросить большую премию, чем та, которую эмитенты платят на внутренних рынках.

Чем активнее развивающиеся страны участвуют на мировых рынках капитала, тем проще им делать внешние заимствования и под более низкую ставку, что дает возможность и менее крупным компаниям выходить на иностранные рынки. Это связано с тем, что первоначальные заемщики сталкиваются с высокими издержками, так как кредиторам приходится задействовать значительные средства для сбора первоначальной информации о стране, отрасли, манере ведения бизнеса. В дальнейшем уже собранная первичная информация может быть использована для оценки последующих выпусков.

Финансовые активы развивающихся рынков выросли в 2006 г. на 5,3 трлн. долл. (четверть мирового прироста финансовых активов за год) и составили в целом 23,6 трлн. долл. В 2007 г. рост продолжился, рынок вырос на 35% и составил 34,80 трлн. долл. (или 38 трлн. долл. при новом подходе института, по определению развивающихся стран)<sup>10</sup>. Наибольший объем инвестиций приходился на Китай. Следующим крупнейшим получателем инвестиций стала Россия, правда, их объем в 2 раза меньше, чем в Китае. Китайский финансовый рынок обогнал по своей величине финансовые рынки Великобритании, Германии и Франции и стал третьим по величине в мире после США и Японии. В то же время доля иностранных инвестиций в развивающиеся страны все еще относительно невелика - 20%, на США, Великобританию и страны Еврозоны приходится 80% инвестиций.

Мировой финансовый кризис, переросший в мировой экономический, по существу, является первым кризисом, носящим глобальный характер, и во многом служит ответом международной экономики на процессы финансовой глобализации, которые охватили в последнее десятилетие все сферы жизнедеятельности мирового сообщества. Мировой финансовый рынок превратился в самостоятельную нерегулируемую и неконтролируемую систему, оторванную от реальной экономики.

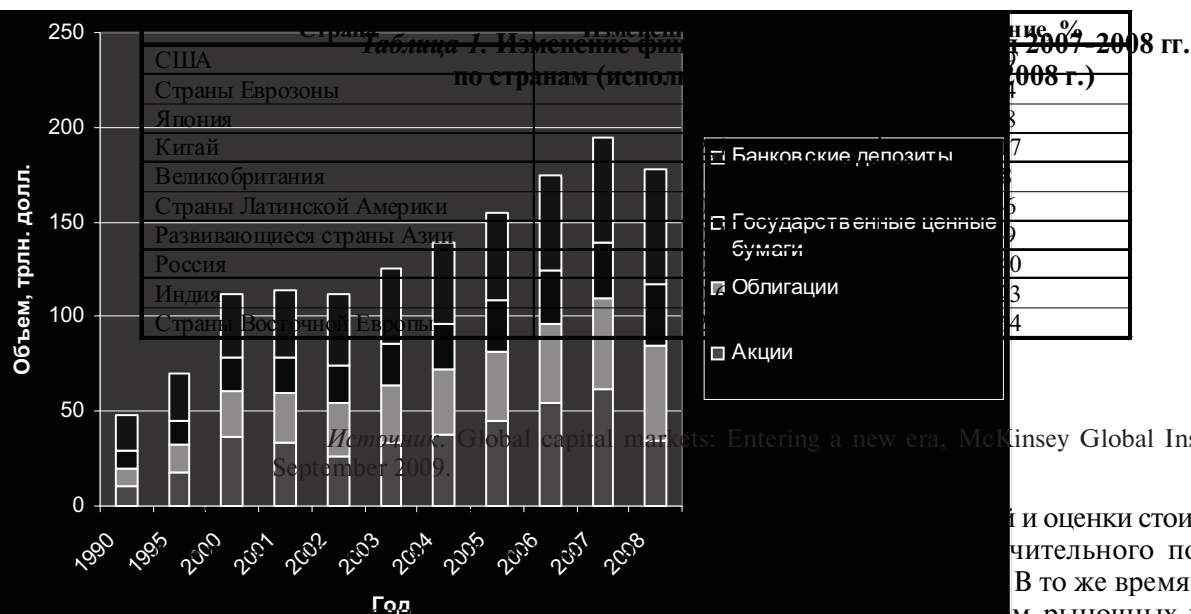
Текущий мировой финансовый кризис и мировая рецессия остановили почти тридцатилетний рост мирового финансового рынка. Совокупные

мировые финансовые активы в 2008 г. сократились на 16 трлн. долл. (8%) и составили 178 трлн. долл.<sup>11</sup>, что является крупнейшим снижением данного показателя с 1990 г. (см. рис. 3).

более масштабное падение на рынке акций было только во времена Великой депрессии. Падение стало результатом того, что рынок рос за счет двух основных факторов - стремительного роста

Рис. 3. Мировые финансовые активы 1990 - 2008 гг.

Источник. Fourth Annual Report, McKinsey Global Institute, January 2008; Fifth Annual Report, McKinsey Global Institute, October 2008; Global capital markets: Entering a new era, McKinsey Global Institute. September 2009.



рой правительственная программа по рекапитализации пострадавших банков привела к росту выпуска банковских долгов, что превысило снижение на рынке акций.

Наибольшее падение происходило на рынке акций, так как акции являются более рискованным финансовым инструментом, по сравнению с облигациями и банковскими депозитами. Бо-

и оценки стоимости их акций - значительного появления новых. В то же время стоит отметить, что в новых рыночных условиях, рынок акций стал постепенно отыгрывать свои позиции. Но до пиковых показателей ему еще далеко. Например, за первые семь месяцев 2009 г. рынок смог привлечь 4,6 трлн. долл.<sup>12</sup>.

Как видно из рис. 3, в отличие от рынка акций, рынок облигаций, включающий облигации финансовых и нефинансовых компаний и облигации, обеспеченные активами (прежде все-

го, ипотекой), вырос на 3 трлн. долл.<sup>13</sup> Рост был бы более заметным, если бы не значительное падение на рынке облигаций в сегменте обеспеченных облигаций. Прогнозируется, что тенденция незначительного роста рынка облигаций продолжится, несмотря на значительный рост объемов корпоративных облигаций в 2009 г.

Рост финансовых активов в виде государственного долга и банковских депозитов (на 9%) связан с увеличением государственных заимствований, необходимых для финансирования возросших фискальных расходов.

Негативное влияние мирового финансового кризиса явно отразилось на потоке иностранных инвестиций - их объем резко снизился с 10,5 трлн. долл. в 2007 г. до 1,9 трлн. долл., т.е. снижение составило примерно 82%<sup>14</sup>. Если сравнивать доли в мировом ВВП, то доля иностранных инвестиций составила всего 3,1%, что является наименьшим показателем с 1990 г. Вызванная этим напряженность в мировой банковской системе усилила кризис ликвидности и негативно отразилась на заемщиках, зависимых от иностранных заимствований. Многие инвесторы распродали иностранные активы и стали вкладываться на внутреннем рынке, как на более надежной площадке.

Наиболее сильно упали инвестиции в иностранные акции и облигации. С точки зрения странового распределения, наибольшее падение иностранных инвестиций отмечалось в Великобритании и Западной Европе. Данная тенденция объясняется теми факторами, что Великобритания сделала акцент на внутренней рекапитализации пострадавших банков. Это привело к тому, что иностранные инвесторы предпочли вклады-

вать в другие страны. Этим же объясняется и падение инвестиций в страны Западной Европы, так как Великобритания являлась основным инвестором в страны Еврозоны.

Резкое уменьшение иностранных инвестиций привело к ряду последствий. Это стало одной из причин увеличения кредитных спрэдов, а следовательно, и стоимости заимствования, а также волатильности валют. К середине 2008 г. спрэды увеличились в среднем в 3 раза, но начиная с 2009 г., когда пик суматохи был достигнут, спрэды стали постепенно снижаться.

Что касается развивающихся финансовых рынков, то в целом тенденции на них те же, что и на мировом финансовом рынке, - сокращение объемов финансовых активов за счет объемов акций, сокращение иностранных инвестиций. После того как кризис с развитых рынков быстро распространился и на развивающиеся рынки, объем их финансовых активов уменьшился с 35 трлн. долл. до 30 трлн. долл.<sup>15</sup>, при этом объемы акций сократились в 2 раза. С сокращением иностранных инвестиций на 39% резко возросла стоимость заимствования на внутренних рынках.

Однако следует отметить, что финансовая глубина развивающихся рынков снизилась не так значительно, как можно было ожидать. А если учесть тот факт, что, несмотря на кризис, ВВП этих стран продолжал расти, то снижение финансовой глубины вообще нивелируется (см. табл. 2). Например, если взять уровень ВВП за 2007 г., то финансовая глубина равняется уровню 2006 г.

Как и следовало ожидать, наибольшее снижение отмечается на рынках наиболее крупных экономик развивающихся рынков (см. табл. 3).

**Таблица 2. Финансовая глубина развивающихся стран за 2005-2008 гг.**

Показатели	2005	2006	2007	2008
ВВП, трлн. долл.	11,80	13,50	16,00	18,50
Финансовая глубина, % к ВВП	167	187	218	160

*Источник.* Global capital markets: Entering a new era, McKinsey Global Institute. September 2009.

**Таблица 3. Падение финансовых активов и иностранных инвестиций в крупнейших странах с развивающимися рынками в 2008 г.**

Страна	Объем снижения активов, трлн. долл.	Объем снижения иностранных инвестиций, трлн. долл. (% к ВВП)
Бразилия	-0,2	-32 (-2%)
Индия	-0,6	-28 (-2,3%)
Китай	-2,4	-159 (-3,7%)
Россия	-0,8	-70 (-4,1%)

*Источник.* Global capital markets: Entering a new era, McKinsey Global Institute. September 2009.

В то же время одно из наиболее активных оживлений в 2009 г. также началось именно на развивающихся рынках. Инвесторы вернулись на развивающиеся рынки, как только ситуация немного стабилизировалась и стало снова выгодно вкладывать в более рискованные, но и в более доходные инструменты.

Кроме кратковременного периода восстановления, на развивающихся рынках существуют и фундаментальные долгосрочные факторы финансового роста. Во-первых, во многих странах имеется высокий процент сбережений, которые создают значительный источник для инвестиций. Во-вторых, необходимые инфраструктурные изменения в этих странах требуют значительного финансирования. А рынок корпоративных облигаций, как и другие сегменты финансового рынка этих стран, имеет существенный потенциал для развития и расширения. Объем этого рынка в странах с развивающейся экономикой составляет всего лишь 15% от ВВП по сравнению со 119% в Европе и 160% в США<sup>16</sup>.

Однако в перспективе такое развитие финансового рынка развивающихся стран в значительной степени связано с проведением в странах соответствующих реформ, включающих совершенствование и законодательной базы. Развитие финансовых рынков будет перспективным, если оно позволит распределять капитал эффективно и надежно, т.е. предоставит больше возможностей для диверсификации рисков. Если такие реформы будут действительно проведены, то развивающиеся рынки смогут аккумулировать до половины мирового ВВП, как они это и планируют.

Финансовый кризис затронул вопрос о необходимости изменения интерпретации понятия "финансовая глубина". За последние двадцать лет финансовые активы росли намного быстрее, чем мировой ВВП<sup>17</sup>. Считалось, что многие нововведения только положительно влияют на рынок. Например, предполагалось, что секьюритизация позволяет инвесторам диверсифицировать их риски и избавляет от необходимости иметь дорогой банковский капитал. Более эффективное посредничество снизило издержки заимствования. Действительно, многие академические исследования находили доказательства того, что увеличение финансовой глубины ассоциируется с большим экономическим ростом.

Кризис показал, что многие утверждения были неверны. Во многом рост финансовых активов на развитых рынках отражал не эффективное распределение активов, а возрастание финансовых "пузырей". Секьюритизация активов была только иллюзорной, так как крупные инвесторы, являясь посредниками при секьюри-

тизации инструментов, их же и выпускали. И вовлеченность инвесторов по всему миру привела к тому, что кризис стал глобальным и так быстро распространился.

Многие политики говорят о необходимости изменения инструментов финансовой системы, чтобы в дальнейшем избежать кризисов. Прежде всего, необходимо изменить сущность понятия "финансовая глубина". Формула подсчета финансовой глубины должна включать в себя реальное изменение величины финансовых активов, а не их рыночной стоимости.

Если говорить о корпоративных облигациях, то они могут быть достойной альтернативой банковского кредита, особенно в условиях кризиса. Ситуация на финансовом рынке в 2009 г. подтвердила этот вывод - при отсутствии доступа к банковским депозитам заемщики стали активно прибегать к облигационному заимствованию, благодаря чему рынок достиг небывалых рекордов.

Забегая вперед, скажем о том, что развивающиеся рынки могут стать основной силой для увеличения мировой финансовой глубины. У них существует большой потенциал роста, и главное, чтобы проводимые в этих странах реформы не повторяли ошибки, приведшие к современному мировому финансовому кризису.

Анализ тенденций на мировом финансовом рынке в условиях кризиса показывает, что они во многом зависят от субъективных настроений инвесторов относительно того, как велика степень влияния изменений на мировую экономику и финансовый рынок и насколько адекватны меры правительств на эти изменения.

В перспективе можно прогнозировать дальнейший рост мирового финансового рынка, особенно за счет облигационного сегмента. Как показал кризис, для эмитентов, с точки зрения стоимости заимствования, пока нет альтернативного инструмента, так же как и для инвесторов пока нет альтернативного инструмента, с точки зрения соотношения доходности к риску. Тем не менее, несмотря на, казалось бы, быстрое восстановление мирового финансового рынка, его развитие пока отражает не реальные экономические процессы, а нередко субъективные мнения и мотивы поведения инвесторов, что отражается на волатильности рынка. Поэтому для нивелирования возможного негативного развития мировой экономики необходимо разработать и ввести дополнительные меры регулирования финансового рынка, о которых многократно говорили главы государств на проходящих саммитах глав государств. Важно усилить роль государственных и наднациональных регуляторов

финансовых рынков, направленную на снижение информационной асимметрии, возрастающей в условиях постоянного усложнения финансовых рынков, на разработку и принятие международного соглашения, определяющего глобальные стандарты регулирования и надзора в финансовом секторе, на разработку согласованных действий регуляторов по сдерживанию спекулятивных сделок и операций на финансовом рынке на различных этапах экономического цикла.

<sup>1</sup> Fourth Annual Report, McKinsey Global Institute. January 2008.

<sup>2</sup> Fifth Annual Report, McKinsey Global Institute. October 2008.

<sup>3</sup> Fifth Annual Report, McKinsey Global Institute. October 2008.

<sup>4</sup> Эта категория включает не только традиционные банковские заимствования, но и межбанковские трансферты между странами, депозиты в оффшорных банках и финансовых центрах богатых инвесторов, заимствования хедж-фондов, процентные ставки по предыдущим кредитам.

<sup>5</sup> Fourth Annual Report, McKinsey Global Institute, January 2008.

<sup>6</sup> Нестабильность сегментов рынка определяется средним показателем отклонения потоков капитала из года в год по различным активам.

<sup>7</sup> Fourth Annual Report, McKinsey Global Institute, January 2008.

<sup>8</sup> Ibid.

<sup>9</sup> Global Financial Stability Report, IMF. September 2008.

<sup>10</sup> Fifth Annual Report, McKinsey Global Institute. October 2008.

<sup>11</sup> Global capital markets: Entering a new era, McKinsey Global Institute. September 2009.

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Данный рост может быть вообще сведен к нулю, так как для своих расчетов эксперты МакКинзи используют номинальную стоимость облигаций, а не их реальную рыночную стоимость.

<sup>14</sup> Global capital markets: Entering a new era, McKinsey Global Institute. September 2009.

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> С 227% в 1990 г. до 343% в 2007 г.

*Поступила в редакцию 09.02.2010 г.*