

ИСТОРИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО И РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В СОВРЕМЕННОЙ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Н.П. Гришина

В статье представлена периодизация становления международного финансового рынка с описанием ключевых для современного развития исторических фактов экономики. Рассмотрены основные черты функционирования и регулирования мирового финансового рынка в кризисных условиях. Представлен прогноз развития финансового рынка России на основе данных Международного валютного фонда и проведен его анализ с учетом интеграции нашей страны в глобальный финансовый рынок. Освещены особенности современного российского финансового рынка, его состояние и перспективы развития в условиях глобального кризиса. Даны рекомендации по применению успешных подходов к регулированию финансового рынка в других странах в современных российских условиях с учетом национальной специфики.

Начиная с середины XIX в. в истории международных финансовых рынков можно выделить три значительных периода, характеризующихся доминированием того или иного механизма международного движения капиталов (табл. 1) [1]. В рамках периода облигационных заимствований основными финансовыми инструментами, обслуживающими международное движение капиталов, были государственные облигации и гарантированные государством облигации крупных компаний (например, облигации железнодорожных компаний). В роли покупателей соответствующих облигаций чаще всего выступали частные инвесторы, что обуславливало низкий уровень угроз для международной финансовой системы и, соответственно, низкую готовность к мобилизации международных усилий на борьбу с последствиями суверенных дефолтов (т.е. отказа национальных государств от своих долговых обязательств). Правительства стран кредиторов также были склонны скорее использовать суверенные дефолты для реализации своих политических целей (примером чему может служить оккупация Египта Британией в 1882 г. или риторическое обоснование иностранной интервенции в Советскую Россию в 1918 – 1922 гг.), чем реально защищать интересы своих инвесторов (показательным здесь является достигнутое в 1997 г. соглашение между Россией и Францией об урегулировании взаимных долговых требований, предполагавшее выплату Россией почти символической суммы в 400 млн дол. и вызвавшее бурное негодование держателей облигаций досоветского периода).

Т а б л и ц а 1

Периодизация развития международного финансового рынка

Период	Заемщики	Кредиторы	Ключевые риски	Угрозы международной финансовой системе
Эпоха облигационных заимствований (середина XIX в. – 1914 г.; 1918 – 1929 гг.)	Суверенные государства; крупные компании	Физические лица	Риск суверенного дефолта	Низкие (убытки частных инвесторов)
Эпоха банковского кредитования (1950 – 1980-е гг.)	Суверенные государства	Ведущие международные банки	Риск суверенного дефолта	Высокие (банкротство крупнейших банков)
Эпоха инвестирования в финансовые инструменты частного сектора (середина 1990-х гг. – настоящее время)	Экономические субъекты частного сектора	Экономические субъекты частного сектора	Дефицит международной ликвидности; девальвация валют в условиях массированного оттока капиталов	Высокие (банкротство крупнейших финансовых институтов, дестабилизация валютных отношений)

Иная ситуация складывалась в эпоху банковского кредитования, когда в роли ключевых заемщиков по-прежнему выступали суверенные государства (в первую очередь развивающиеся), а в роли кредиторов – уже крупнейшие международные банки. Массовое увлечение развивающихся стран проектами импортозамещающей индустриализации, требовавшими значительных заемных ресурсов для строительства промышленных объектов, приток на международные финансовые рынки нефтедолларов после «нефтяного шока» 1973 – 1974 гг., высокие темпы инфляции в США, благодаря которым реальные процентные ставки по кредитам зачастую оказывались отрицательными – все эти факторы способствовали тому, что к концу 1970-х гг. развивающиеся страны накопили гигантский объем внешней задолженности. Результатом стал долговой кризис 1980-х гг., обернувшийся «потерянным десятилетием» для многих развивающихся стран, в первую очередь латиноамериканских. В то же время, поставив под удар крупнейшие международные банки, кризис создал угрозу для международной финансовой системы как таковой. На ее нейтрализацию были затрачены значительные международные усилия.

Для борьбы с кризисом были предложены две международные стратегии. Первая предусматривала формирование консорциумов банков-кредиторов (часто – при активном участии правительств экономически развитых стран) для реструктуризации задолженности стран должников и предоставления им антикризисного кредитования; вторая – активное вовлечение международных финансовых организаций в решение проблем стран-должников, направленное на создание у них как возможностей, так и стимулов к обслуживанию внешней задолженности.

Переход ко второй стратегии традиционно связывается с так называемым «планом Бейкера» (по имени занимавшего в то время пост секретаря казначейства и будущего госсекретаря США Дж. Бейкера), обнародованным в 1985 г. Согласно этому плану международные финансовые институты (в первую очередь МВФ и Мировой банк) приступили к реализации программ «обусловленного кредитования» (*conditional lending*), суть которых заключалась в предоставлении правительствам стран-должников кредитных ресурсов при условии осуществления ими экономических преобразований, направленных на структурную перестройку экономики и повышение темпов экономического роста с целью обеспечения способности обслуживать внешний долг. Несмотря на серьезные вопросы в связи с обоснованностью и эффективностью тех или иных условий, предъявляемых к странам-должникам, к концу 1980-х гг. последствия долгового кризиса для международной финансовой системы были в целом преодолены.

Начиная с 1990-х гг. модель функционирования международных финансовых рынков вновь поменялась. На смену банковским кредитам пришли новые инструменты международного движения капиталов – ценные бумаги частного сектора, включающие в себя как «традиционные» инструменты (акции и облигации), так и широкий круг производных финансовых инструментов, де-факто представляющих собой контракты, по которым одна сторона приобретает обязательство (или право) передать другой определенный актив (или оговоренную сумму денег) при наступлении предусмотренного контрактом события. В сфере операций с производными финансовыми инструментами и возник нынешний кризис: рискованная политика выдачи кредитов американскими ипотечными компаниями привела к обрушению курсов их ценных бумаг и, как следствие, курсов производных финансовых инструментов, в основе пирамиды которых лежали эти бумаги. В условиях глобального финансового рынка разрыв одного звена цепи в одной стране привел к последствиям, затронувшим инвесторов на всех континентах [2, с . 27 – 29]. Именно «бесконтрольное» развитие рынка производных ценных бумаг находится в фокусе наиболее острой критики. Однако ответ на вопрос о том, что стало причиной подобной «бесконтрольности», может показаться парадоксальным.

Развитие рынка финансовых инструментов частного сектора продемонстрировало настолько высокую эффективность в деле мобилизации капиталов для целей хозяйственной деятельности, что любые ограничения в данной сфере воспринимались как

тормоз прогресса. Фактически уже к началу 2000-х гг. среди экспертов сформировалось убеждение, что развитие рынка финансовых инструментов частного сектора поставило финальную точку в неформальном соревновании двух моделей мобилизации капиталов – банковской (ассоциируемой со странами континентальной Европы) и фондовой, опирающейся на механизмы финансовых рынков (ассоциируемой с англосаксонской финансовой системой). Получившая глобальное измерение фондовая модель придала новый импульс развитию компаний и стран, воспользовавшихся ее преимуществами в сфере привлечения инвестиций и повышения эффективности корпоративного менеджмента.

Динамика американской экономики, где рынок финансовых инструментов частного сектора получил наибольшее развитие, доказала высокий потенциал этой модели. Напротив, страны, оказавшиеся неспособными принять соответствующую модель, столкнулись с существенным замедлением темпов роста [3]. Даже Германия, бастион банковской модели, чтобы не отстать в международной конкуренции, вынуждена была совершать радикальные шаги по реформированию своей финансовой системы в соответствии с англосаксонским образцом, несмотря на все проблемы и трудности, связанные с накопленной инерцией национальных финансовых институтов. Пока не стали очевидными кризисные тенденции, связанные с функционированием новой модели, о ее регулировании никто не задумывался. Когда же кризис разразился, выяснилась еще более парадоксальная вещь: оказалось, что никто в принципе не знает, какие механизмы эффективны для регулирования рынка финансовых инструментов частного сектора – как на национальном, так и на глобальном уровне.

За последние несколько десятилетий на мировом фондовом рынке ощущается заметный подъем. Вызван он расширением рынков в странах не только с развитой, но и с развивающейся экономикой, а также созданием новых рынков в странах, имеющих так называемую переходную модель экономики.

Какие же тенденции могут появиться в связи с этим активным ростом и как этот стремительный рост может отразиться на мировой экономике и экономике отдельных государств, например России? Здесь необходимо рассмотреть такой показатель расширения рынка, как капитализация – совокупная полная стоимость всех акций компаний, которые были допущены до торговли на фондовом рынке. Быстрый рост капитализации обусловлен двумя причинами: 1) рост стоимости непосредственно на ценные бумаги; 2) рост количества компаний и предприятий, выпускающих акции для торговли на рынке. Вторая причина обычно актуальна для развивающихся рынков, потому что на фондовых рынках развитых стран эта величина практически постоянна.

За последние 25 лет был отмечен довольно высокий показатель капитализации. Лишь за последние несколько лет показатель роста мирового фондового рынка немного снизился вследствие мирового финансового кризиса. Заметим, что если смотреть в совокупности за последние 20 лет, то показатель капитализации мировых рынков вырос в 13 раз, и совокупный доход ВВП увеличился в 2,5 раза и продолжает уверенно расти (табл. 2).

Российские финансы давно интегрированы в мировые финансы, а наш финансовый рынок уже много лет является неразрывной частью мировой финансовой системы. Усиление этого процесса произошло, когда ряд крупнейших мировых инвестиционных банков стали рассматривать инвестиционную корзину BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай), как некую альтернативу фондовым рынкам постиндустриально развитых экономик (США, Японии и стран западной Европы). В 2007 г. этот факт уже затронул динамику фондового рынка РФ, когда на прогнозе снижения цен на нефть многие участники рынка увеличили компоненты BRICa против России.

В условиях разразившегося так называемого ипотечного кризиса в США российский фондовый рынок очень болезненно реагирует на внешние факторы. Среди них надо отметить денежную политику ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Китая и Банка

Японии, влияющую на курсовые валютные пары «евро/доллар» и «йена/доллар» и на динамику мировых фондовых индексов, в первую очередь таких стран, как США, Германия, Великобритания, Франция, Япония, Индия и Китай.

Однако объективный и реальный экономический подъем в России поддерживается несколькими факторами. Более высокие цены на биржевые товары способствуют росту производства и занятости в странах-экспортерах биржевых товаров в регионе. Оживление реальной активности в России благоприятно влияет и на другие страны СНГ посредством торговли, денежных переводов от работников-мигрантов и инвестиций. Кроме того, продолжается постепенная нормализация торговли и потоков капитала в регионе. В то же время сильная зависимость от внешнего финансирования и сохраняющаяся уязвимость банковского сектора несколько сдерживают рост.

Т а б л и ц а 2

Основные экономические показатели России (август 2011 г.)

Показатели	Август 2011г.	%		Январь – август 2011г. в % к январю – августу 2010 г.	Справочно		
		к августу 2010 г.	к июлю 2011 г.		август 2010 г., %		январь – август 2010 г. в % к январю-августу 2009 г.
					к августу 2009 г.	к июлю 2010 г.	
Валовой внутренний продукт, млрд руб.	24167,1	103,7			104,3		
Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности		106,5	100,7	104,5	103,1	100,1	106,0
Индекс промышленного производства		106,2	101,1	105,4	107,0	100,1	109,2
Продукция сельского хозяйства, млрд руб.	425,2	113,3	115,0	109,6	77,5	102,2	92,3
Грузооборот транспорта, млрд т/км	397,0	101,8	97,9	104,2	101,4	100,7	109,3
В том числе: железнодорожного транспорта	177,6	102,4	99,7	106,1	102,3	102,0	109,9
Объем услуг связи, млрд руб.	123,3	101,2	102,0	102,0	100,9	101,2	101,6
Оборот розничной торговли, млрд руб.	1644,4	107,8	103,8	105,8	109,0	101,8	105,7
Объем платных услуг населению, млрд руб.	466,0	104,7	101,3	103,3	101,4	97,9	100,9
Внешнеторговый оборот, млрд дол.	70,1	133,7	96,9	134,9	124,1	100,9	138,5
В том числе: экспорт товаров	42,6	135,7	95,0	132,1	119,1	97,1	145,9
импорт товаров	27,5	130,6	100,0	139,9	132,4	107,2	127,1
Инвестиции в основной капитал, млрд руб.	920,0	106,5	112,7	104,1	108,1	114,2	102,1
Индекс потребительских цен		108,2	99,8	109,3	106,1	100,6	106,4
Индекс цен производителей промышленных товаров		118,5	104,6	119,2	109,0	103,3	116,4
Реальные располагаемые денежные доходы		101,4	95,7	99,3	105,2	94,6	105,4

Источник: Федеральная государственная служба статистики.

В налогово-бюджетной сфере задачи политики стран СНГ отличаются. В России после крупного бюджетного стимула (в размере приблизительно 9% ВВП), реализованного во время кризиса, главная задача состоит в принятии более смелого, заслуживающего доверия и благоприятствующего экономическому росту плана среднесрочной консолидации. В Казахстане, где налогово-бюджетная политика продолжает поддерживать экономический подъем, необходимо обеспечить эффективность государственных расходов. В ряде стран (например, Армении, Грузии, Кыргызской Республике), в которых доля продовольствия в потребительской корзине высока, основное бремя любого повышения цен ложится на плечи бедных домашних

хозяйств. Поэтому представляется необходимым повысить целенаправленность государственной поддержки домашних хозяйств с низкими доходами [4].

Несмотря на активное развитие в последние годы финансового рынка России, усложнение его инфраструктуры, увеличение количества участников и роста объемов торгов, по-прежнему существует необходимость в совершенствовании основных механизмов всех его сегментов в целях обеспечения конкурентоспособности на международном уровне.

Интеграция российского финансового рынка в мировой объективный процесс оказывает позитивное влияние на развитие национальной экономики и является надежной основой для привлечения иностранных инвестиций, выхода российских компаний и банков на мировой финансовый рынок, повышения уровня устойчивости финансового рынка. Формирование благоприятных условий для привлечения иностранного капитала будет способствовать созданию мирового финансового центра в Москве.

Для повышения эффективности и привлекательности российского финансового рынка следует обеспечить увеличение его капитализации. В частности, полезно использовать мировую практику публичных размещений акций, в том числе с участием иностранного капитала. Несмотря на временную приостановку активности на рынке первичных размещений акций в условиях финансово-экономического кризиса, целесообразно последовательное принятие мер по развитию и упрощению процедуры IPO в России, что поможет этому механизму эффективно функционировать в посткризисный период.

Интеграция России в систему международного регулирования финансового рынка, работа по реализации рекомендаций, озвученных на саммитах «Группы 20», позволила разработать комплекс мер по раннему предупреждению кризисных явлений на российском финансовом рынке, в котором были учтены уроки мирового финансово-экономического кризиса 2008 – 2009 гг. Разработка законодательной базы для создания эффективной системы предупреждения кризисов в России является на сегодня первостепенной задачей. В настоящее время Банк России и Федеральная служба по финансовым рынкам уже реализуют функции по обеспечению устойчивости национальной валюты, финансового рынка и его участников.

Существует необходимость в комплексном подходе к регулированию финансового рынка. Не менее важно создать благоприятные условия для перелива капитала между различными секторами экономики. Все это диктует насущную потребность в организации единого центра регулирования и надзора, формировании специализированного органа, координирующего действия различных участников всех участков финансового рынка – мегарегулятора. Подобная практика существует в ряде стран, в том числе в Австралии, Великобритании, Венгрии, Германии, Исландии, Корее, Люксембурге, Франции, Японии. Целесообразно использовать их опыт в России, но при этом следует учитывать национальную специфику российского финансового рынка.

В результате обобщения выявленных особенностей развития мирового финансового рынка можно сделать вывод о том, что главные проблемы, которые сегодня волнуют весь мир, пока остаются до конца не решенными. Попытки обсуждения направлений и перспектив развития мирового финансового рынка на международном уровне не увенчались пока особыми успехами: четких целей в полной мере установить не удалось, соответственно и не были разработаны планы по их реализации. Тем не менее, выявленные тенденции развития мирового финансового рынка подталкивают финансовые власти к пересмотру ключевых направлений развития и регулирования мирового финансового рынка, внедрения новых форм международного взаимодействия, направленных на коллективное решение проблем, с учетом интересов различных стран.

Результаты анализа дают основание утверждать, что мировая экономика вступает в новое качественное состояние, превращаясь из экономики роста в экономику спада (в лучшем случае – в экономику стагнации). В этих условиях Россия стоит перед проблемой

переосмысления приоритетов социально-экономического развития и способов их финансирования. Особое значение не только для краткосрочных, но и долгосрочных перспектив развития будет иметь позиция государства по отношению к политике доходов, приоритетов структурной политики, к жилищному вопросу и устройству финансово-кредитной системы. В России имеется широкий простор для распространения высоких технологий, как в реальном, так и финансовом секторах. Она обладает ресурсами, способными не только смягчить внешний шок и адаптироваться к новой глобальной ситуации, но и сохранить положительную динамику своего развития. Однако для этого требуется филигранный маневр этими ресурсами как составной частью активной социально-экономической политики.

1. *Афонцев С.А.* Глобальный кризис и регулирование мировых финансов // Международные процессы. 2011. Т. 9. № 1 (25). Январь-апрель.

2. *Булатов А.* Шансы и перспективы финансового оздоровления // Международные процессы. 2008. Т. 6. № 2 (17).

3. *Rubenstein D.* The Greatest Period for Private Equity is Probably Ahead of Us // Knowledge@Wharton. 2008. May, 06.

4. World Economic Outlook (International Monetary Fund): Russian. (Перспективы развития мировой экономики). Washington, DC: Международный Валютный Фонд. v.; 28 см. (Обзоры мировой экономики и финансов, 0256-6877).