

## **Глава 30.**

# **Опыт эмпирического анализа воздействия мировой рыночной конъюнктуры на состояние российских финансовых рынков и его важнейших сегментов**

### **30.1. Влияние открытости российского финансового рынка на его состояние**

Национальные финансовые рынки являются неотъемлемой частью российской финансовой системы, равно как и всей экономики, и призваны выполнять специфичные функции, связанные с перераспределением свободных финансовых ресурсов между экономическими агентами, содействовать росту сбережений и их трансформации в инвестиции. Однако, несмотря на присущие внутренние функции национальные финансовые рынки не могут существовать изолированно от мирового финансового рынка. Прежде всего, процессы глобализации мировой экономики обуславливают открытие национальных финансовых рынков для зарубежного капитала (в виде прямых и портфельных инвестиций), объемы поступления которого в значительной степени зависят от процентных ставок, устойчивости курса национальной валюты, различного рода рисков, а также макроэкономических параметров развития конкретной страны. Перечисленные факторы традиционно относятся к категории фундаментальных экономических показателей, выступающих в качестве базовых ориентиров для международных инвесторов. Но на состояние национальных финансовых рынков помимо фундаментальных показателей развития экономики конкретной страны оказывает влияние и состояние мировой экономики и мировых финансовых рынков.

Становление и развитие российских финансовых рынков в переходных период характеризовалось изменением форм собственности, эволюцией рыночной инфраструктуры, но внутренний рынок в целом был закрыт для внешних инвесторов. И если прямые инвестиции могли осуществляться в различных формах, то для портфельных инвестиций, предполагающих вложения в рыночные инструменты, существовали лишь различные «серые» схемы, предполагающие использование российских финансовых институтов в качестве посредников.

Открытие российского финансового рынка для внешних инвесторов фактически произошло в 1996 г. Российский рынок внутреннего долга испытал к концу 1995 г. еще один кризис, не заметный для многих аналитиков и участников рынка - кризис был связан с исчерпанием внутренних ресурсов для расширения данного сегмента. Единственным решением, позволявшим в тот момент избежать дефолта и продолжить развитие рынка внутреннего долга, было его открытие для внешних инвесторов. Решение об открытии внутреннего финансового рынка для внешних портфельных инвестиций было необходимым и достаточно привлекательным для российских денежных властей по ряду причин.

Во-первых, требования к уровню доходности финансовых инструментов зарубежных финансовых институтов значительно ниже, нежели для российских банков (отечественные коммерческие банки имели более дорогие пассивы и предъявляли более высокие требования к норме прибыли). Поэтому критически важная для российских властей задача снижения доходности федеральных облигаций представлялась решаемой проблемой при условии привлечения внешних портфельных инвестиций одновременно с гарантированной доходностью в иностранной валюте (обеспечиваемой существованием валютного коридора). Дополнительно, вплоть до начала 1998 г. Центробанк России заключал форвардные контракты с зарубежными банками на поставку иностранной валюты, стоимость которых регулировала доходность государственных облигаций в иностранной валюте.

Во-вторых, поступление внешних портфельных инвестиций на российский финансовый рынок способствовало росту предложения иностранной валюты (внешние портфельные инвестиции производились в российских рублях), стабилизации обменного курса рубля и увеличению валютных резервов РФ – фактически внешние портфельные инвестиции обеспечивали стабильность курса национальной валюты, снижение инфляции и процентных ставок в экономике.

В-третьих, сам факт открытия финансовых рынков для нерезидентов способствовал улучшению кредитных рейтингов России, что позволило федеральным властям разместить выпуски еврооблигаций по сравнительно низкой доходности, а региональным и корпоративным эмитентам в принципе получить доступ к внешним кредитным ресурсам.

В результате принципиально важное решение об открытии национального финансового рынка для внешних инвесторов, принятое российскими денежными властями в 1996 г., позволило резко увеличить приток иностранного капитала (за счет иностранных портфельных инвестиций и эмиссии внешних долговых облигаций), стабилизировать обменный курс рубля, снизить темпы инфляции и решить проблему финансирования дефицита государственного бюджета. Неизбежными негативными последствиями выступили финансовый кризис в августе 1998 г. (в том числе резкая девальвация курса рубля и ускорение инфляции) и рост внешней задолженности России.

Открытие внутреннего рынка капитала для внешних инвестиций, как правило, сопровождается формальным улучшением фундаментальных экономических показателей в развивающихся странах. Связь наблюдается взаимная - именно формальное улучшение основных макроэкономических показателей является сигналом для внешних инвесторов к увеличению объема портфельных инвестиций в конкретную страну, равно как и рост внешних инвестиций обуславливает улучшение показателей состояния финансовой сферы отдельно взятой экономики. Однако распределение инвестиционных портфелей зарубежными финансовыми организациями формируется не только на основе состояния фундаментальных показателей состояния экономики отдельно взятой страны, но и

согласно изменениям других показателей (состояния экономики развитых стран, конъюнктуры других развивающихся рынков и прочих). Последние показатели практически не учитывались российскими денежными властями при принятии различных решений, лишь частично освещались финансовыми аналитиками (в тех случаях, когда не находилось другое объяснение ценовых колебаний на российском финансовом рынке). На практике, изменения процентных ставок и фондовых индикаторов на рынках экономически развитых стран, а также кризисы на развивающихся рынках, оказывают сопоставимое воздействие на настроения международных инвесторов (если не более существенное), нежели изменение фундаментальных экономических показателей рассматриваемой страны (например, России).

Внешние портфельные инвестиции, привлеченные на российский рынок внутреннего долга в 1996-1998 гг., были краткосрочными и нестабильными. Отметим, что уровень их нестабильности был существенно ниже по сравнению с российскими инвестициями в государственные облигации. В общем виде факторы нестабильности, воздействующие на иностранные портфельные инвестиции, производимые в национальной валюте, можно разделить на две группы – внутренние и внешние. К внутренним факторам относятся риск девальвации национальной валюты и риск дефолта по финансовым инструментам. Основными внешними факторами нестабильности иностранных портфельных инвестиций являются процентные ставки на рынках экономически развитых стран, в том числе доходность государственных долговых обязательств и акций корпораций, а также так называемый "заразный" эффект (contagion effect).

Изменения в уровне процентных ставок экономически развитых стран воздействуют как на макроэкономическое состояние, так и на платежеспособность рассматриваемой развивающейся страны. Если же вложения в ценные бумаги развивающихся рынков используются лишь для увеличения доходности инвестиционных портфелей в период низких процентных ставок в развитых странах, то подобные инвестиции крайне чувствительны к изменениям процентных ставок именно в развитых странах. Эмпирические исследования показывают, что чувствительность к изменению процентных ставок в развитых странах подвержены именно портфельные, а не прямые инвестиции.

В общем случае существует целый ряд внешних причин, способных вызвать кризис на отдельно взятом развивающемся рынке даже при неизменных фундаментальных показателях рассматриваемой страны либо изменить и ее фундаментальные показатели. Так, во-первых, кризис на определенном развивающемся рынке может быть обусловлен экономической политикой промышленно развитой страны либо группы таких стран. Подобное воздействие получило название "эффект муссона" ("monsoonal effect"[5]). В этом случае кризис не является следствием ошибочной финансовой политики правительства развивающейся страны, однако может оказывать негативное воздействие на уровень ее внутреннего и внешнего долга, стабильность банковской системы. В качестве примера здесь можно привести рост реальных процентных ставок в США в начале 80-х, а

также снижение курса доллара США по отношению к японской йене в 1995-1996 гг. (что снизило конкурентоспособность товаров из Юго-Восточной Азии на мировых рынках).

Более свежим примером, пока еще не получившим всестороннего исследования, является резкий рост курса евро по отношению к доллару США в первой половине 2002 г. и в 2003 г. Тем не менее даже предварительный анализ свидетельствует об ухудшении внешнеторгового баланса европейских стран одновременно с ростом положительного баланса по капитальным операциям. Потери России в рамках укрепления курса евро по отношению к доллару США также очевидны (но нуждаются в более точных количественных оценках) – доходы российского экспорта складываются в долларах США, тогда как большая часть импорта – в евро. Это означает относительное снижение реальных экспортных доходов и рост расходов на импорт товаров и услуг. Дополнительно, структура внешнего долга и валютных резервов России в значительной части ориентирована на единую европейскую валюту.

Во-вторых, кризис на одном развивающемся рынке может негативно повлиять на основные макроэкономические показатели другой развивающейся страны и, тем самым, обусловить кризисные проявления. Данное воздействие получило название “эффекта распространения” (“spillovers”). Например, резкая девальвация национальной валюты в стране-внешнеторговом партнере способна привести к ухудшению торгового сальдо и вызвать нестабильность валюты в рассматриваемой стране.

В-третьих, кризис на одном развивающемся рынке может вызвать кризис на других аналогичных рынках, причем данные кризисы не будут следствием негативного изменения фундаментальных экономических показателей, а в силу слабо формализуемых факторов, таких как изменения инвестиционных предпочтений, интерпретации существующей информации, изменений в поведении инвесторов и ряда других причин. Именно третья группа факторов и получила название “заразный” эффект или эффект «инфекции» (contagion effect).

Так называемый “заразный” эффект оказывает достаточно существенное влияние на состояние конъюнктуры финансового рынка конкретной страны. Внешне данный эффект слабо формализуем и представляется скорее в виде новостных сообщений и непосредственно отражает настроения, определяющие оперативные решения рыночных операторов. Однако данные решения могут принципиальным образом менять состояние конъюнктуры на финансовом рынке. Подобные влияния крайне редко рассматриваются в аналитических исследованиях и при построении формальных моделей, однако их учет крайне важен с точки зрения выработки тактических решений по управлению внутренним долгом.

"Заразный" эффект может распространяться по различным направлениям. Во-первых, это могут быть валютные кризисы в странах - торговых партнерах рассматриваемой страны. В случае девальвации курса национальной валюты в определенной стране ее торговые партнеры или конкуренты среди развивающихся стран подвержены также возможности

спекулятивной атаки на собственную валюту. Эмпирические исследования показывают, что так называемый "заразный" эффект в случае различного рода финансовых кризисов (девальвации национальной валюты, дефолта, банковского кризиса и прочих) в одной развивающейся стране оказывает достаточно сильное воздействие на прочие развивающиеся рынки. Именно после финансового кризиса в странах Юго-Восточной Азии в 1997 г. российские финансовые рынки испытали негативное воздействие, связанное с оттоком/снижением притока внешних инвестиций. Аналогичное негативное воздействие (правда в меньшей степени) испытал российский фондовый рынок в связи с финансовыми кризисами в Турции, Аргентине и Бразилии в 2001-2002 гг.

Во-вторых, это так называемый эффект "будильника" ("wake-up call"). После финансового кризиса в одной стране (валютного, фондового, банковского или внешнеплатежного) внешние инвесторы обращают повышенное внимание на аналогичные фундаментальные показатели в других странах. В случае если их соотношение указывает на вероятную угрозу финансовой стабильности, рассматриваемой стране понижаются кредитные рейтинги, что потенциально усиливает возможность возникновения кризиса. Более того, финансовый рынок данной страны все в большей степени становится подвержен внешней новостной информации. Отметим также, что именно после фондового кризиса в Юго-Восточной Азии большинство аналитиков обратило внимание на негативные характеристики макроэкономических показателей экономики России, несмотря на стабильный курс национальной валюты. Именно тогда и появились аналитические материалы, прогнозирувавшие неизбежную девальвацию российской валюты, которые в значительной степени повлияли на рост доходности по государственным ценным бумагам. Далее, кризисы в странах Латинской Америки спровоцировали более детальное изучение факторов экономического роста в России в 1999-2002 гг. и проведение различных прогнозных оценок развития российской экономики в среднесрочной перспективе в зависимости от различных внешних сценариев.

В-третьих, это "стадное" поведение инвесторов ("the herding behavior"). Портфельные менеджеры могут следовать в своих решениях за стратегией коллег, дабы не показывать клиентам низкий уровень своей квалификации. Подобное поведение в случае, если инвестиции оказались не прибыльными (убыточными), повышает вероятность того, что эти менеджеры будут восприниматься скорее как "небезумие", нежели как неквалифицированные. Эмпирические исследования указывают на то, что данный эффект носит региональный, а не глобальный характер. (Подобное поведение отмечалось и при проведении первичных аукционов по размещению новых выпусков российских государственных ценных бумаг в 1996-1998 гг. Трейдеры непосредственно перед аукционом имели информацию о заявках на приобретение ценных бумаг другими банками действовали согласованно при проведении аукционов). Дополнительно, в рамках определенного региона существует так называемый эффект влияния "большого соседа" ("large neighbor" effect), когда небольшие по обороту финансовые рынки подвержены влиянию конъюнктуры на более крупных сегментах. Так, например, после девальвации

российского рубля в августе 1998 г. страны из состава бывшего СССР испытали определенные потрясения на внутренних финансовых рынках.

В-четвертых, это финансовые связи между различными странами. Кризис в одной стране может спровоцировать финансовый кризис в другой независимо от ее фундаментальных показателей. Например, определенный южноазиатский банк содержит в своем портфеле латиноамериканские и российские долговые облигации. Одновременно латиноамериканский инвестиционный банк также содержит в своем портфеле российские государственные долговые обязательства. В случае финансового кризиса в Азии юго-восточный банк начинает испытывать проблемы с ликвидностью и продавать латиноамериканские и российские ценные бумаги. В свою очередь, вследствие падения цен на облигации, латиноамериканский банк также начинает продавать российские долговые обязательства. Эффект данного воздействия был достаточно сильным на российском рынке внутреннего долга в 1997-1998 гг. Так, в частности, большинство инвестиционных банков и фондов снизили лимиты размещения средств на российском внутреннем рынке после азиатского кризиса осенью 1997 г.

В-пятых, это практика управления инвестиционными фондами. В случае кризиса на одном из внешних рынков достаточно распространенной стратегией управления доверительными фондами является продажа активов стран, не испытывающих пока кризисных явлений.

В-шестых, на развивающиеся рынки воздействует состояние конъюнктуры развитых рынков, в частности динамика основных индикаторов фондового рынка.

Воздействие динамики фондовых индикаторов мирового финансового рынка на цены российских финансовых инструментов нуждается в более подробном исследовании.

**Воздействие мировой фондовой конъюнктуры на состояние российского рынка федеральных облигаций.** Динамика мировых фондовых индексов оказывает существенное воздействие на состояние финансовых рынков развивающихся стран, в том числе и России. Анализ подобного воздействия на национальные рынки в переходных период осложнен рядом обстоятельств. Во-первых, рынок государственного внутреннего долга был открыт для внешних инвесторов лишь в середине 1996 г. Во-вторых, непосредственно после финансового кризиса в августе 1998 г. рынок фактически перестал существовать (даже после возобновления его функционирования в 1999 г. его обороты и ликвидность была неудовлетворительной, а внешний капитал практически полностью отсутствовал). Перечисленные факторы существенно суживают временной интервал для проведения анализа воздействия конъюнктуры развитых фондовых рынков на российский рынок внутреннего долга.

Таким образом, в случае России в период с середины 1996 г. (именно тогда был открыт рынок внутреннего долга для внешних инвесторов) до августа 1998 г. (объявление дефолта по внутреннему долгу) рынок государственных ценных бумаг мог быть подвержен в определенной степени воздействию состояния конъюнктуры фондового

рынка США. Для статистического подтверждения (либо опровержения) приведенного утверждения были проведены исследования зависимости средневзвешенной доходности на рынке ГКО/ОФЗ с динамикой индекса Dow Jones Industrial Average – DJIA, показателя, характеризующего динамику цен на акции, обращающихся на американском фондовом рынке.

При проведении сравнительного анализа динамики доходности российских ценных бумаг и инструментов американского фондового рынка использовались данные за период с 1 августа 1996 г. по 14 августа 1998 г. – всего 516 наблюдений. При этом данные сопоставлялись за четыре дня в неделю – напомним, что вторичные торги по ГКО/ОФЗ проводились по понедельникам, вторникам, четвергам и пятницам. Отметим, что значения индекса DJIA сдвинуты на один день назад из-за разницы во времени между Москвой и Нью-Йорком.

Статистический анализ воздействия изменения индекса DJIA на цены российских государственных ценных бумаг представлен в таблицах ниже.

*Таблица*

**Изменение средневзвешенной доходности российских государственных ценных бумаг в зависимости от изменения индекса DJIA, в % к общему числу наблюдений, за период с 1.08.96 по 14.08.98**

|                                     | Рост средневзвешенной доходности ГКО/ОФЗ | Снижение либо неизменность средневзвешенной доходности ГКО/ОФЗ |
|-------------------------------------|--|--|
| Падение индекса DJIA                | 41.0%                                    | 49,0%  |
| Рост либо неизменность индекса DJIA | 56.0%                                    | 44.0%  |

Источник: АЛ «Веди»

*Таблица*

**Изменение средневзвешенной доходности российских государственных ценных бумаг в зависимости от изменения индекса DJIA более чем на 1%, в % к общему числу наблюдений, за период с 1.08.96 по 14.08.98**

|                            | Рост средневзвешенной доходности ГКО/ОФЗ | Снижение либо неизменность средневзвешенной доходности ГКО/ОФЗ |
|----------------------------|--|--|
| Падение индекса DJIA на 1% | 44.0%                                    | 56.0%  |
| Рост индекса DJIA на 1%    | 34.0%                                    | 66.0%  |

Источник: АЛ «Веди»

Формально, как следует из приведенных таблиц, высокой статистической связи между динамикой индекса DJIA и доходностью государственных ценных бумаг не прослеживается. Прямой статистический анализ взаимной динамики американского фондового индекса DJIA и доходности российских государственных облигаций затруднен колебаниями уровнем политической стабильности в России, а также существенным

вмешательством монетарных властей в регулирование рынка госбумаг. Однако в первой половине 1998 г. резкие падения индекса ДЛИА оказывали значительное влияние на состояние российского рынка облигаций. Пример подобного влияния приводятся в таблице ниже.

Таблица

**Отдельные случаи снижения индекса ДЛИА и соответствующее изменение средневзвешенной доходности государственных облигаций РФ**

| Дата, величина снижения индекса ДЛИА, в % | Дата, величина роста средневзвешенной доходности ГКО/ОФЗ (падение цен на государственные облигаций), в % |
|---|--|
| 18.01.98 - 1.19%                          | 21.01.98 - 5%<br>26.01.98 - 11.7%  |
| 25.03.98 - 1.01%                          | 30.03.98 - 2.5%<br>31.03.98 - 2.1%<br>02.04.98 - 7.33%   |
| 29.04.98 - 1.62%                          | 29.04.98 - 4.82%   |
| 08.05.98 - 1.02%<br>12.05.98 - 0.86%      | 12.05.98 - 5.36%<br>15.05.98 - 15.24%<br>18.05.98 - 15.67%   |
| 14.06.98 - 1.78%                          | 15.06.98 - 18.06%  |
| 22.06.98 - 1.14%                          | 26.06.98 - 29%   |

Источник: АЛ «Веди»

Приведенная статистика впечатляет уровнем негативного воздействия внешних финансовых рынков на российский, причем очевиден мультиплицирующий эффект. Напротив, улучшение конъюнктуры на американском фондовом рынке как позитивная информация, на наш взгляд, не оказывала принципиального воздействия на российский рынок внутреннего долга. Портфельные инвестиции, выделяемые для рынков, принадлежащие к категории *emerging markets*, составляют незначительную часть совокупного портфеля зарубежных банков и рассматриваются в качестве наиболее рискованных. Поэтому при улучшении состояния конъюнктуры на рынках капитала развитых стран перераспределение на них средств с развивающихся рынков, в частности с российского (который среди развивающихся рассматривался как один из наиболее рискованных), происходит в последнюю очередь. Доказательством данного утверждения служит поведение внешних инвесторов на российском рынке государственных ценных бумаг во время азиатского кризиса в октябре-декабре 1997 г. Так, объем внешних инвестиций за указанный период не изменился, а определенная нестабильность была вызвана значительными продажами внутренними инвесторами.

Таким образом, можно отметить, что улучшение состояния конъюнктуры на фондовых рынках экономически развитых стран, а также повышение в указанных странах процентных ставок имеют средне- либо долгосрочный аспект. Данное воздействие проявляется в реструктуризации инвестиционных портфелей зарубежных финансовых институтов в пользу денежного, фондового рынков экономически развитых стран, а также



в сторону рынка бумаг с фиксированной доходностью. На краткосрочных же интервалах данные факторы рассматриваются лишь в качестве новостной информации и в этом смысле способствуют изменению конъюнктуры. В частности, трейдеры пытаются повысить котировки российских государственных ценных бумаг для их последующей продажи. Отметим, что часто это делается на малых объемах. Напротив, ухудшение состояния на американском фондовом рынке рассматривается участниками рынка как негативная информация, после чего, как правило, следует продажа российских ценных бумаг.

*В целом отметим, что так называемый “заразный” эффект (contagion effect) внес существенный вклад в формирование системного кризиса в России. Формально мировой фондовый в 1997 г. кризис не повлиял на российский финансовый рынок – на этом настаивали как денежные власти, так и большинство аналитиков. Действительно, уже в начале 1998 г. на большинстве фондовых площадок отмечалось улучшение состояния конъюнктуры и в России к тому времени не было ни значительной девальвации национальной валюты, ни катастрофического падения цен (либо дефолта) на государственные облигации. Тем не менее, именно состояние внешних рынков изменило позиции инвесторов, распределение их инвестиционных портфелей, что, в конечном счете, привело к сокращению портфельных инвестиций в Россию.*

Впоследствии (после финансового кризиса августа 1998 г.) состояние конъюнктуры внешних также оказывало воздействие на российские финансовые рынки. Однако по-прежнему негативная информация, поступающая с внешних рынков, способствовала ухудшению ситуации на внутреннем рынке, позитивная же лишь определяла стабилизационные тенденции.

### 30.2. Важнейшие внешние факторы, определяющие конъюнктуру российского рынка корпоративных акций на современном этапе

**Состояние конъюнктуры фондовых рынков экономически развитых стран\***. На конъюнктуру развивающихся рынков (в том числе и России) определенное воздействие оказывает влияние динамика развитых фондовых рынков. Данное воздействие часто переоценивается банковскими аналитиками и средствами массовой информации, которые используют их изменения для аргументации колебаний цен на акции российских компаний и формирование рыночных ожиданий у внутренних инвесторов. В этой связи экспертами АЛ «Веди» были проведены статистические исследования подверженности зависимости динамики фондовых индексов акций российских компаний (на примере индекса МТ) динамике индекса DJIA — основного стоимостного индикатора американского фондового рынка.

Сравнительный анализ динамики котировок российских акций (индекс МТ) и акций американских компаний (DJIA) за период с 5 сентября 1994 г. по 2 августа 2002 г. — всего 1985 наблюдений — показывает, что при росте индекса DJIA более чем на 0.1% лишь в 59% случаев происходил рост фондового индекса МТ. А при снижении более чем на 0.1% — лишь в 53% случаев наблюдалась аналогичная реакция отечественного фондового рынка.

Даже при сильных изменениях — более чем на 1% американского фондового индикатора зависимость возрастает не существенно: в 62% случаев происходит положительный прирост индекса российских акций при положительном же изменении DJIA. Ухудшение конъюнктуры на американском рынке корпоративных активов (падение DJIA на 1%) в 58% случаев сопровождается отрицательным приростом индекса МТ.

И если не рассматривать очевидные случаи внутривнутриполитической нестабильности (считается, что российский фондовый рынок чувствителен к политическим рискам) — парламентские и президентские выборы (декабрь 1995 г., декабрь 2000 г., июнь 1996 г., март 2001 г.), смену правительств РФ (1998-1999 гг.), — степень зависимости увеличивается лишь до 63 случаев из 100 при росте индекса DJIA более чем на 1% и до 60 случаев из 100 при падении индекса DJIA более чем на 1%.

*Таблица*

#### **Изменение значений фондового индекса МТ в зависимости от изменения индекса DJIA, в % к общему числу наблюдений, за период с 1.09.94 по 2.08.02**

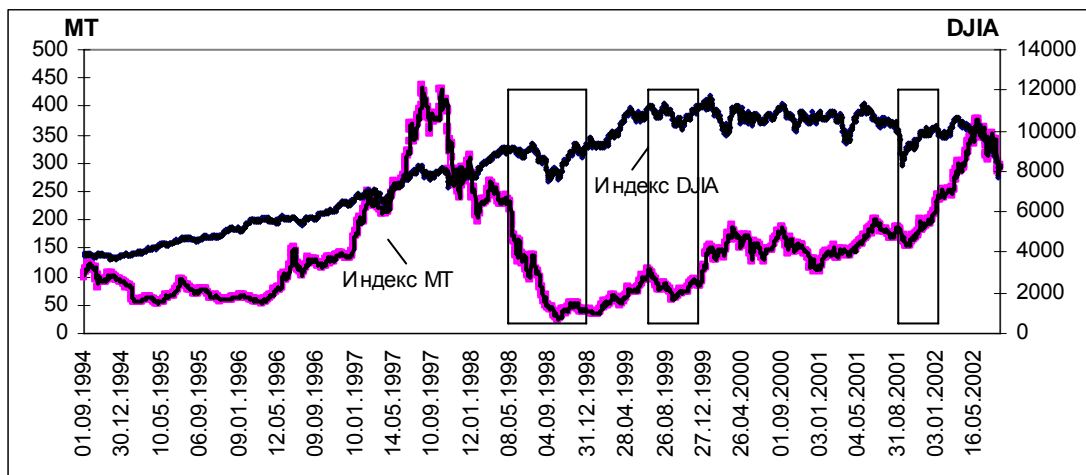
|                            | Рост индекса МТ | Падение индекса МТ |
|----------------------------|-----------------|--------------------|
| Падение индекса DJIA на 1% | 48%             | 52%                |
| Рост индекса DJIA на 1%    | 62%             | 38%                |

Источник: АЛ «Веди»

Исследование временных интервалов июнь-ноябрь 1998 г., июнь-ноябрь 1999 г., сентябрь 2001-январь 2002 г., когда прослеживается очевидная взаимозависимость рынков, дали следующие результаты:

График

**Динамика фондовых индексов DJIA и МТ за период 1994 – 2002 гг.**



Источник: Reuters, АЛ «Веди»

Таблица

**Изменение значений фондового индекса МТ в зависимости от изменения индекса DJIA, в % к общему числу наблюдений, за июнь-ноябрь 1998 г.**

|                                 | Рост индекса МТ | Падение индекса МТ |
|---------------------------------|-----------------|--------------------|
| Падение индекса DJIA на 1%/день | 43%             | 57%                |
| Рост индекса DJIA на 1%/день    | 5%              | 95%                |

Источник: Reuters, АЛ «Веди»

Таблица

**Изменение значений фондового индекса МТ в зависимости от изменения индекса DJIA, в % к общему числу наблюдений, за июнь-ноябрь 1999 г.**

|                                 | Рост индекса МТ | Падение индекса МТ |
|---------------------------------|-----------------|--------------------|
| Падение индекса DJIA на 1%/день | 50%             | 50%                |
| Рост индекса DJIA на 1%/день    | 71%             | 29%                |

Источник: Reuters, АЛ «Веди»

Таблица

**Изменение значений фондового индекса МТ в зависимости от изменения индекса DJIA, в % к общему числу наблюдений, за сентябрь 2001-январь 2002 гг.**

|                                 | Рост индекса МТ | Падение индекса МТ |
|---------------------------------|-----------------|--------------------|
| Падение индекса DJIA на 1%/день | 33%             | 67%                |
| Рост индекса DJIA на 1%/день    | 73%             | 27%                |

Источник: Reuters, АЛ «Веди»

Проведенные исследования указывают на то, что степень зависимости конъюнктуры российского рынка акций от динамики ценовых индикаторов фондового рынка США, в

отличие от традиционных представлений отечественных аналитиков и участников, невелика.

Исследование недельных временных интервалов за последние восемь лет — всего 392 наблюдения, также свидетельствуют о невысокой взаимосвязи двух исследуемых величин. В 63% рост индекса МТ в течение недели совпадал с повышением в течение той же недели DJIA более чем на 1%, и в том же количестве случаев (63%) падение индекса DJIA в течение той же недели сопровождалось снижением индекса МТ. В оставшиеся недели было зафиксировано разнонаправленное закрытие рынков.

Что касается помесечных интервалов, — за тот же период (всего 96 наблюдений) — прослеживается следующая интересная зависимость: месячный рост индекса МТ на фоне более чем 5%-ного повышения индекса DJIA за тот же период в 94% случаев оказывается в положительной области, а в периоды более чем 5%-го спада на американских фондовых рынках лишь в 67% случаев зафиксировано падение индекса МТ (за месяц).

*Таблица*

**Изменение значений фондового индекса МТ (помесечно) в зависимости от изменения индекса DJIA, в % к общему числу наблюдений, за сентябрь 1994-июль 2002 гг.**

|                                  | Рост индекса МТ | Падение индекса МТ |
|----------------------------------|-----------------|--------------------|
| Падение индекса DJIA на 5%/месяц | 33%             | 67%                |
| Рост индекса DJIA на 5%/месяц    | 94%             | 6%                 |

Источник: Reuters, АЛ «Веди»

Проведенные исследования указывают на то, что степень зависимости конъюнктуры российского рынка акций от динамики ценовых индикаторов фондового рынка США, в отличие от традиционных представлений отечественных аналитиков и участников, невелика.

**Влияние политики инвестиционных фондов, ориентированных на развивающиеся рынка (emerging markets) или “стадное” поведение инвесторов.** Политика институциональных инвестиционных фондов в существенной степени определяет развитие рынков акций группы emerging markets. Портфельные инвестиции институциональных инвесторов на рынках emerging markets, между тем, составляют незначительную часть их инвестиционных портфелей и рассматриваются в качестве наиболее рискованных. Последнее обстоятельство является причиной того, что инвестиционные фонды, работающие на таких рынках, вынуждены регулярно пересматривать свои стратегии по отношению к тому или иному государству и реструктурировать свои фондовые портфели с целью снижения инвестиционных рисков. Квалифицированное большинство таких организаций адекватно реагируют на происходящие в финансовой системе той или иной развивающейся страны изменения. Однако действия институциональных инвесторов нередко провоцируют негативные

ситуации на рынках emerging markets, которые до определенного момента находились более или менее равновесном состоянии.

Например, ухудшающееся финансовое положение инвестиционных фондов может вынудить их сокращать спектр объектов инвестиций в группе рынков emerging markets в целом (увеличив в фондовых портфелях долю долговых обязательств промышленно развитых стран). Также в период крупномасштабных финансовых катаклизмов в одной или группе развивающихся стран получает распространение стратегия инвестиционных фондов, в соответствии с которой — на основании только лишь экспертных оценок и прогнозов, — ими осуществляется продажа активов других стран с переходной экономикой (т.е. наблюдается действие “эффекта будильника”), не демонстрировавших до сих пор кризисных явлений, а иногда даже и корпоративных активов развитых государств. В результате таких продаж кризисные проявления в ряде стран провоцировались самими же международными инвестиционными фондами.

В качестве доказательства наличия такого поведения международных инвестиционных фондов могут послужить события, произошедшие в мировой фондовой системе в конце 1997 г., когда после интенсивной волны финансовых катаклизмов ряд крупнейших американских инвестиционных фондов, во многом определяющих конъюнктуру фондового рынка США, испытали серьезные проблемы финансового характера, связанные с продолжающимся кризисом на развивающихся рынках капитала.

Далее, во время финансовых кризисов инвестиционные фонды, имея свой штат квалифицированных аналитиков, становятся особенно чувствительными к поведению руководств других финансовых организаций. Такое поведение инвесторов аналитиками определяется как “стадное”. В настоящее время, например, большим авторитетом в среде международных финансистов пользуется глава ФРС США А. Гринспен. Его высказывания относительно состояния того или иного финансового сегмента или международной финансовой системы часто воспринимается менеджерами международных инвестиционных компаний как прямое руководство к действию.

**Кризисные явления на смежных развивающихся сегментах.** Наблюдения свидетельствуют о том, что кризис на одном развивающемся рынке может обусловить — помимо искусственно созданных институциональными инвесторами негативных проявлений — системный финансовый кризис в другой развивающейся стране. В этом случае кризисные явления провоцируются реальным ухудшением внутриэкономической обстановки. Ситуацию, когда после финансового кризиса в одной стране инвесторы обращали повышенное внимание на аналогичные — реально ухудшающиеся — параметры в других странах, определили как “эффект будильника”.

В качестве доказательства присутствия у институциональных инвесторов такого поведения приведем события, произошедшие в ноябре 1997 г. В этот период эпицентр мирового финансового кризиса переместился в Бразилию. Нестабильность фондового рынка, а также возникшая проблема неплатежей среди участников финансовой системы,

привели к росту напряженности в экономическом секторе данного латиноамериканского государства и активизации оттока из него средств нерезидентов. Для поддержания стабильного курса бразильского реала власти страны были вынуждены пойти на массированные валютные интервенции.

Однако сразу после кризиса в этой латиноамериканской стране появились первые прогнозы о высокой вероятности резкого снижения валютных резервов ЦБ РФ и российской национальной валюты. Завершилась эта история в РФ известными событиями “17 августа”.

**Влияние политических событий в развивающихся странах на фондовый сегмент emerging markets.** Политическая ситуация в отдельных развивающихся странах может оказать достаточно сильное влияние на группу рынков emerging markets в целом. В некоторых случаях ухудшение политической обстановки в отдельной стране может дестабилизировать ситуацию в секторе emerging markets даже сильнее, чем экономические катаклизмы.

Так, финансовый кризис в Корее, усиленный крахом одной из крупнейших японских брокерских компаний Yamaichi Securities, побудил руководство МВФ и Мирового банка пойти на экстраординарные меры для стабилизации ситуации в данном регионе: в декабре 1998 г. МВФ принял решение о выделении специальных кредитов Корее (в размере 55 млрд. долл., (который так и не был реализован)). Однако в конце того же месяца в Корее победа на президентских выборах кандидата от оппозиции Ким Дае-Йенга обострила внутривнутриполитическое положение, а также осложнила взаимоотношения этой страны с руководством МВФ (основного источника финансовой поддержки). Эти факторы существенным образом дестабилизировали в конце 1998 г. ситуацию на остальных emerging markets.

**Роль макроэкономических данных отдельных развивающихся стран в развитии рынков группы emerging markets в целом.** В целом такое воздействие не систематизировано и в большинстве случаев носит новостной характер. Макроэкономические индикаторы экономически развитых по существу оказываются “привязанными” к будущей динамике процентных ставок в этих государствах (т. е. рассматриваются с точки зрения возможного изменения процентных ставок; воздействие последних, разумеется, носит более долгосрочный характер), а сообщения о макроэкономических индикаторах развивающихся стран используются операторами смежных emerging markets для реализации краткосрочных стратегий на своих фондовых площадках. Использование последней информации становится особенно удобным потому, что макроэкономические показатели развивающихся стран носят двойственный характер. Здесь имеется ввиду то, что улучшение индикаторов одной из развивающихся стран, с одной стороны, можно рассматривать как снижение рисков инвестирования и реальное увеличение привлекательности группы стран emerging markets в целом, но, с другой

стороны, — как усиление опасности “перетягивания” в эту перспективную страну капитала со смежных развивающихся рынков.

**Влияние крупных рынков emerging markets на развитие более мелких рынков.** Международные исследования подтвердили наличие т. н. эффекта влияния “большого соседа” на развивающихся фондовых рынках. Он заключается в том, что небольшие по обороту финансовые рынки оказываются подвержены влиянию более крупных соседних государств.

После девальвации российского рубля и кризиса на российских финансовых рынках, например, в августе 1998 г., страны СНГ и Балтии также испытали сильнейшие потрясения на своих финансовых рынках.

Влияние конъюнктуры мирового рынка нефти. В экспортной составляющей большинства развивающихся стран существенную долю занимает экспорт сырья, в том числе углеводородного. Катастрофическое падение цен на “черное золото” весной 1998 г. (до 40% от его стоимости в 1997 г.) стало одной из актуальных бюджетных проблем для стран с развивающимися экономиками, а в ряде случаев привело к критической ситуации на фондовых сегментах нефтедобывающих компаний таких государств.

**Влияние динамики процентных ставок на финансовых рынках экономически развитых стран\*.** Продолжая тему поведения инвестиционных фондов на развивающихся рынках рассмотрим влияние динамики процентных ставок на рынках экономически развитых стран на текущую конъюнктуру менее развитых государств. В подавляющем большинстве случаев изменение этого индикатора оказывает основополагающее воздействие на тактику инвестиционных фондов, а иногда способно спровоцировать или, наоборот, предотвратить кризис на развивающихся фондовых рынках.

Обычно в преддверии каждого заседания FOMC основное внимание участников финансовых рынков концентрируется на комментариях членов комитета относительно целесообразности изменения учетной ставки (при этом особый вес вновь приобретают изъяснения главы ФРС, на данный момент им является А. Гринспен). Как показывает практика, общая тональность высказываний этих официальных лиц чаще всего полностью совпадает с будущими решениями FOMC, поэтому финансовые рынки очень чутко реагируют на указанные высказывания.

Резкое изменение конъюнктуры развивающихся фондовых рынков, в свою очередь, может явиться причиной для изменения величины процентных ставок в развитых государствах. Более того, финансовые кризисы на развивающихся рынках могут существенно ухудшить положение экономически развитых стран в целом.

Последним примером подобного воздействие может послужить резкий всплеск ведущих фондовых индексов США, основанный в свою очередь на резком росте котировок финансовых компаний в августе 2002 г. Снятие — путем предоставления 30 млрд.-ного

кредита МВФ — угрозы дефолта в Бразилии, привело к увеличению привлекательности финансовых компаний США, от экономики этого латиноамериканского государства зависящих.

Развитие национального финансового рынка определяется не только общим развитием национальной экономики, регулируемыми действиями денежных властей (посредством проведения кредитно-денежной, налогово-бюджетной политики и законодательными инициативами), но и за счет взаимодействия различных сегментов финансового рынка, а также посредством воздействия на их развитие состояния внешних фондовых рынков.

Ключевой задачей национального финансового рынка с точки зрения его эффективного функционирования является аккумуляция сбережений экономических агентов в банковской системе и их трансформация в инвестиции в реальный сектор экономики, а также перераспределение временно свободных ресурсов между отдельными секторами экономики. Решение данной задачи достижимо лишь при условии соответствующего развития банковской системы и финансовых рынков – достижения необходимого уровня ликвидности и рисков последних, существования широкого набора финансовых инструментов, адекватных текущему уровню развития процентных ставок.

Отдельной проблемой выступает задача стимулирования развития различных сегментов финансовых рынков и контроль за их состоянием со стороны национальных денежных властей. Регулирующие воздействия, направленные на стабилизацию одного из сегментов, не должны нарушать состояние равновесия на остальных, и в этом смысле процесс управления финансовыми рынками является достаточно многогранным. Решение такой сложной проблемы возможно лишь при условии четкого формулирования основных приоритетов кредитно-денежной политики, развития банковской системы, управления рисками.

Определенные успехи развивающихся рынков, в частности России, связанные с выделением значительных финансовых ресурсов со стороны международных финансовых организаций, присвоении стране удовлетворительных кредитных рейтингов, формирование относительно стабильного политического климата, способствующему притоку иностранных инвестиций, должно сопровождаться улучшением фундаментальных экономических показателей. В случае, если этого не происходит, рассматриваемые финансовые рынки подвержены воздействию дополнительных факторов нестабильности, в первую очередь, в силу реверсивных тенденций. Напротив, при достижении устойчивой траектории экономического роста (пусть и с незначительными темпами роста) денежные власти обязаны прилагать максимальные усилия для развития всех сегментов финансового рынка.

Воздействие состояния конъюнктуры внешних рынков капитала на внутренний финансовый рынок в большинстве случаев переоценивается как независимыми аналитиками, так и служащими инвестиционных банков. Эмпирический анализ показывает, что негативная информация, поступающая с финансовых рынков развитых



стран, оказывает несравненно большее кризисное воздействие на российский рынок, нежели позитивная – стабилизирующее. В целом отметим, что явная статистически подтвержденная связь между российским рынком акций и облигаций, с одной стороны, и внешними рынками капитала, с другой, отсутствует. Однако учет влияния внешних факторов крайне необходим при управлении различными сегментами финансового рынка России, равно как и при непосредственном инвестировании в российские ценные бумаги.

Достижение финансовой стабильности и реформирование финансовой сферы, направленное на поддержку экономического роста, возможно лишь при достижении пропорционального развития всех сегментов финансового рынка России. В данном контексте большинство сегментов нуждается в определенных усилиях и финансовых вложениях со стороны денежных властей. Прежде всего, это касается рынка внутреннего долга, дальнейшее развитие которого будет формировать как рыночную, так и институциональную структуру финансовой сферы России. Дополнительно, существование открытого рынка капитала по отношению к мировой финансовой системе служит интересам экономического развития России. Процесс восстановления и дальнейшего развития различных сегментов финансового рынка России неизбежно будет сопровождаться взаимным влиянием отдельных сегментов (вне зависимости от их масштабов), равно как и воздействием внешней конъюнктуры. Анализ взаимного воздействия как различных сегментов внутреннего финансового рынка, так и состояния конъюнктуры мирового финансового рынка, принципиально необходим для управления финансовыми потоками и процентными ставками, а в конечном счете, и для создания эффективно действующей финансовой системы.

## **Вопросы**

### **Литература**

1. Lopez-Mejia Alejandro. Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses. IMF Working Papers, WP/99/17, 1999.
2. Masson Paul. Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jump Between Multiple Equilibria. IMF Working Papers, WP/98/142, 1998.
3. Ведев А. Этапы развития рынка внутреннего государственного долга: эволюция финансовой сферы России, кризис, перспективы развития. Обзорение «Финансовые рынки», 1999, т. 7, N.12.
4. Ведев А. Экономическое развитие России в первом полугодии 1999 г.: чудо или мираж? (Current Russian Economic Developments in the I half of 1999: Mirage or Miracle?) Экономическое развитие России, 1999, т. 6., N8.
5. Masson Paul, Musa Michael, 1995. "The Role of the Fund: Financing and Its Interactions with Adjustment and Surveillance". Pamphlet Series No.50 (Washington D.C.: International Monetary Fund).
6. Ведев А. Основные тенденции в финансовой сфере России, состояние процентных ставок и рисков. (Key Trends in Russian Financial Sphere, Interest Rates and Risks). Обзорение «Финансовые рынки», 2000, т. 8, N.1,.

### **Комментарии**

Индексы РТС и МТ-Index (в долларах США) на расчетное время ( $I_n$ ) рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций ( $MC_n$ ), включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих же акций на начальную дату ( $MC_1$ ), умноженное на значение индекса на начальную дату ( $I_1$ ).

Рублевое значение индексов РТС и МТ ( $I_{rn}$ ) определяется как произведение валютного значения индекса на коэффициент, рассчитанный как отношение текущего значения курса рубля к доллару США ( $K_n$ ) к начальному значению ( $K_1$ ).

Начальное значение индекса МТ-Index (рассчитывается агентством Skate): 100 на 1 сентября 1994 г. Начальное значение индекса РТС (рассчитывается РТС): 100 на 1 сентября 1995 г.