

©Б.Б. Рубцов

Рубцов Борис Борисович, 1956 г.р. Профессор кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при правительстве РФ, д.э.н. Окончил Московский финансовый институт. Работал в Институте востоковедения РАН, Московской высшей партийной школе. Автор шести книг, в т.ч. "Финансы, денежное обращение и кредит Австралии" (М., "Наука", 1981), "Новая Зеландия" (М., Наука, 1987), "Австралия - государство и континент" (М., "Наука", 1988), "Океания" (М., "Наука", 1991), "Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования" (М., "Инфра-М", 1996), "Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития" М., Финансовая академия, 2000).

В 1993 г. проходил стажировку в США по программе Российско-американского банковского форума. В 1993 г. работал в Лондоне в Университете Сити по стипендии Министерства иностранных дел Великобритании. В 1994 г. изучал систему регулирования фондового рынка США в Джорджтаунском университете (США) по Программе Фулбрайт. В 1996-1999 гг. неоднократно принимал участие в учебных программах по развитию финансовых рынков, организуемых Немецкой биржей (Франкфурт-на-Майне).

Мировые финансовые рынки : основные тенденции развития в 2001-2003 гг.

(опубликовано в журнале "Финансовый аналитик" 2003, №1)

Последний спад в экономике развитых стран запада сопровождался кризисом на рынке акций. Падение всех основных фондовых индексов намного превзошло 20% - значение, которое иногда принимают за пороговое для определения кризиса на развитом рынке¹. С марта 2000 г. по октябрь 2002 г. S&P 500 упал почти на 49%, NASDAQ на 78%. В самой низкой точке в октябре 2002 г. рынок Японии падал на 72% от максимума, Германии - на 68%, Франции - 59%, прежде чем положение стабилизировалось, а цены вернулись на летний уровень.

Финансовый кризис часто носит комплексный характер и затрагивает также кредитный и валютный рынок. Подобными были азиатский и российский кризисы 1997-1998 гг., не говоря о Великой депрессии 1929-33 гг. Современный кризис, однако, поразил только рынок акций. Финансово-банковская система стран запада пока проявляла достаточно высокую устойчивость. 2001-2002 гг. отмечены банкротствами целого ряда крупных нефинансовых компаний, однако среди них пока не было ни одного банка или страховой организации.

Причины этой прочности отчасти кроются в организационных изменениях в мировой финансовой системе и связаны с мероприятиями, направленными на повышение устойчивости банков, страховых компаний и компаний по ценным бумагам. Благодаря появлению новых финансовых инструментов и развитию финансового инжиниринга значительно улучшилась техника управления рисками, в том числе рисками банкротства эмитента.

Тем не менее, существует ряд потенциальных рисков, которые, в случае их реализации, могут вызвать более серьезные потрясения мировой финансовой системы. Главным фактором риска для мировой финансовой системы

¹ 35% - для формирующегося рынка, учитывая большую волатильность последнего.

выступает угроза нового экономического спада в развитых странах, прежде всего в США.

Положение на развитых рынках

В основе современного кризиса на развитых рынках акций лежит объективная причина - завершение очередного циклического подъема. Общий объем производства в основных индустриальных странах начал снижаться с середины 2000 г. Первые признаки спада проявились в США в секторе высоких технологий. А в 2001 г. все промышленно развитые страны испытали неожиданно резкое и одновременное замедление экономического роста. Своей синхронностью современный спад отличается от спада начала 90-х годов. По итогам 2001 г. ВВП США вырос всего на 0,3%, стран ЕС - на 1,6%, а в Японии сократился на 0,3% (табл.1). Физический объем экспорта из развитых стран снизился на 1,1%, импорта - на 1,3%¹. Уровень безработицы в США вырос с 4% в 2000 г. до 4,8% в 2001 г. (табл.2). Сокращение рабочих мест не затронуло ЕС, однако там безработица была и без того значительно выше, чем в Америке².

Табл.1 Динамика мирового ВВП (в постоянных ценах, %)

	В среднем за год										
	1984-1993	1994-2003	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002* МВФ/ОЭСР	2003* МВФ/ОЭСР
Весь мир	3,3	3,5	3,7	4,0	4,2	2,8	3,6	4,7	2,2	2,8	3,7
Развитые страны	3,2	2,7	2,7	3,0	3,4	2,7	3,4	3,8	0,8	1,7/1,5	2,5/2,2
США	3,2	3,2	2,7	3,6	4,4	4,3	4,1	3,8	0,3	2,2/2,3	2,6/2,6
ЕС	2,4	2,4	2,4	1,7	2,6	2,9	2,8	3,5	1,6	1,1/0,9	2,3/1,9
Германия	2,8	1,6	1,7	0,8	1,4	2,0	2,0	2,9	0,6	0,6/0,4	2,0/1,5
Франция	2,0	2,3	1,8	1,1	1,9	3,5	3,2	4,2	1,8	1,2/1,0	2,3/1,9
Великобритания	2,4	2,8	2,9	2,6	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,7/1,5	2,4/2,2
Италия	2,1	1,9	2,9	1,1	2,0	1,8	1,6	2,9	1,8	0,7/0,3	2,3/1,5
Япония	3,7	1,0	1,7	3,6	1,8	-1,2	0,8	2,4	-0,3	-0,5/-0,7	1,1/0,8
Развивающиеся страны	2,0	3,4	3,0	5,6	3,1	3,4	2,8	3,0	3,5	3,1	4,2
Африка	2,0	3,4	3,0	5,6	3,1	3,4	2,8	3,0	3,5	3,1	4,2
Азия	7,6	6,8	9,0	8,3	6,6	4,0	6,1	6,7	5,6	6,1	6,3
Китай	10,5	8,6	10,6	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0	7,3	7,5	7,2
Индия	5,2	5,9	7,6	7,5	5,0	5,8	6,7	5,4	4,1	5,0	5,7
Б.Восток и Турция	3,5	3,6	4,4	4,7	6,2	3,6	1,2	6,1	1,5	3,6	4,7
Центральная и Южная Америка	2,9	2,5	1,8	3,6	5,2	2,3	0,2	4,0	0,6	-0,6	3,0
Бразилия	2,8		4,2	2,7	3,3	0,2	0,9	4,4	1,5	1,5	3,0

¹ World Economic Outlook. IMF. Sept. 2002, p.195.

² В зарубежной литературе термин "рецессия" обычно используют в тех случаях, когда происходит сокращение ВВП, при снижении темпов роста используют термин "спад", хотя иногда данные слова используются как синонимы. В отношении США, в силу снижения реального ВВП в течение трех кварталов подряд в 2001 г., говорят о рецессии. Страны еврозоны избежали рецессии, здесь состояние экономики характеризовалось как спад. Для японской экономики это уже третья рецессия после финансового краха 1990 г.

Мексика	2,4		-6,2	5,1	6,8	4,9	3,7	6,6	-0,3	1,5/1,5	4,0/3,3
Страны с переходной экономикой	-1,4	1,3	-1,6	-0,5	1,6	-0,7	3,7	6,6	5,0	3,9	4,5
Центральной и восточной Европы		3,3	5,2	4,1	2,6	2,4	2,2	3,8	3,0	2,7	3,8
Россия		0,2	-4,2	-3,4	0,9	-4,9	5,4	9,0	5,0	4,4	4,9
СНГ без России		0,1	-8,6	-3,1	1,5	1,6	2,8	6,9	8,9	5,2	4,9

*Оценка - 2002 и прогноз - 2003 двух организаций: МВФ/ОЭСР

Источник: World Economic Outlook. IMF. Sept., 2002, p.167 (www.imf.org); OECD Economic Outlook Nov. 2002 (www.oecd.org).

В апреле 2002 г. в обзоре мировой экономики МВФ (World Economic Outlook) говорилось о том, что "существуют очевидные признаки того, что рецессия, продолжавшаяся с весны 2000 г., окончилась". Действительно, в 2002 г. в экономике США появились признаки оживления. По оценкам, в 2002 г. ВВП США вырос на 2,2-2,3%, стран ЕС - на 0,9-1,1%, в Японии снова снизился на 0,5-0,7%. На 2003 г. эксперты МВФ и ОЭСР прогнозируют улучшение показателей динамики (табл.1). Тем не менее, оздоровление экономики очень неустойчивое и многие экономисты выражают опасение, что в 2003 г. оживление может перейти в новый спад. Уровень безработицы в США повысился до 5,9% в 2002 г. и имеет тенденцию к росту, положение с занятостью в ЕС и Японии также ухудшилось.

При этом по большинству прогнозов темпы роста экономики США превышают показатели Европы и Японии.

Табл.2 Уровень безработицы в развитых странах (в среднем за год, %)

	В среднем за год		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*	2003*
	1984-1993	1994-2003									
Развитые страны	6,9	5,6	7,1	7,1	6,9	6,8	6,4	5,9	5,9	6,4	6,5
США	6,5	5,2	5,6	5,4	4,9	4,5	4,2	4,0	4,8	5,9	6,3
ЕС	9,5	9,3	10,6	10,8	10,6	9,9	9,1	8,2	7,4	7,7	7,6
Германия	6,5	8,4	8,0	8,7	9,6	9,1	8,4	7,8	7,8	8,3	8,3
Франция	10,0	10,6	11,4	12,1	12,1	11,5	10,8	9,5	8,6	9,0	8,9
Великобритания	9,2	6,7	8,7	8,2	7,1	6,3	6,0	5,5	5,1	5,2	5,3
Италия	10,8	10,8	11,6	11,6	11,7	11,8	11,4	10,6	9,5	9,3	8,9
Испания	19,4	16,8	22,9	22,2	20,8	18,7	15,7	13,9	10,5	10,7	9,9
Нидерланды	7,4	4,5	7,1	6,6	5,5	4,2	3,2	2,6	2,0	2,9	3,2
Япония	2,5	4,2	3,2	3,4	3,4	4,1	4,7	4,7	5,0	5,5	5,6
Канада	9,7	8,3	9,4	9,6	9,1	8,3	7,6	6,8	7,2	7,6	6,7
Австралия	8,4	7,4	8,2	8,2	8,3	7,7	7,0	6,3	6,7	6,3	6,0
Корея	3,0	3,6	2,0	2,0	2,6	6,8	6,3	4,1	3,7	3,0	3,0

*Оценка и прогноз

Источник: World Economic Outlook. IMF. Sept., 2002, p.171 (www.imf.org)

События последних лет еще раз подтвердили: рыночная экономика по-прежнему развивается циклически. Экономический цикл остался, правда он стал более сглаженным. В течение 80-90-х годов экономика США находилась в состоянии рецессии или спада менее 10% этого периода. За 90 лет, предшествовавших второй мировой войне - 40% времени. В большинстве других развитых стран подъемы также стали дольше, а спады - короче. Единственное исключение - Япония, которая за последнее десятилетие переживает самый глубокий спад, который когда-либо испытывала развитая страна после кризиса 1930-х годов.

Последний спад на развитых рынках был вызван прежде всего снижением корпоративных прибылей и резким уменьшением инвестиций в основной капитал. В то же время потребительский спрос оставался высок, особенно в США и других англоязычных странах. Это и способствовало тому, что снижение темпов роста оказалось весьма умеренным. В странах ОЭСР частное потребление в 2001 г. выросло на 2%, в то время как прирост ВВП составил лишь около 1%. Личное потребление осталось высоким в странах, где следовало ожидать наиболее сильных отрицательных последствий снижения цен на акции - в США, Великобритании и Канаде. В США, например, 20% финансовых активов населения (домашних хозяйств) составляют акции корпораций и еще 10% - акции взаимных фондов (опосредованное владение ценными бумагами). Хотя доля населения в акционерном капитале за 90-е годы заметно сократилась в пользу институциональных инвесторов, она выше, чем в любой другой развитой стране (около 40% в 2000 г.). Сокращение активов населения (в данном случае за счет падения цен акций) могло заставить отложить намечавшиеся ранее покупки. Но этого, как отмечалось, не произошло.

Падение цен на акции в США оказалось компенсировано ростом цен на недвижимость и снижением процентных ставок. Потери по акциям, находящимся у населения (март 2000 - осень 2002) составили 4,4 трлн. долл., выигрыш от роста цен на недвижимость - 2,8 трлн. В целом же чистая стоимость активов населения (net worth) сократилась на 2,3 трлн. или на 5%. Все равно она равна 40 трлн. Это в 5,15 раз выше доходов населения (4,75 в среднем за 1990-1995 гг.). Иными словами, несмотря на внешне колоссальные абсолютные сокращения, относительное уменьшение активов населения оказалось относительно небольшим.

Тем не менее весьма велика вероятность того, что в дальнейшем ситуация на рынке недвижимости может измениться, что приведет к более существенному сокращению финансовых активов населения и, соответственно, снижению личного потребления. В этом случае, если к тому моменту не произойдет роста частных инвестиций, наверняка произойдет новое сползание в рецессию.

2002 г. стал годом самых крупных банкротств в истории США. Еще 2 декабря 2001 г. объявила о банкротстве Enron. Общая сумма долга составила 63 млрд.долл. В январе 2002 г. последовали банкротства Global Crossing (\$25 млрд.) и Kmart (\$17 млрд.), в мае NTL (\$17 млрд.), в июне Adelphia

Communications (\$24 млрд.) и в июле Worldcom (\$104 млрд.)¹. А в декабре о банкротстве объявили United Airlines (\$25 млрд.) и Conseco (\$61 млрд.).

С марта 2000 г. по октябрь 2002 г. S&P 500 упал почти на 49%, NASDAQ на 78%. Более сильное падение наблюдалось в США лишь в период Великой Депрессии 1929-33 гг. Капитализация американского рынка сократилась более чем на 7 трлн. долл., что равно примерно 2/3 годового ВВП.

Все прочие основные развитые рынки также демонстрировали падение третий год подряд, причем зачастую еще более глубокое, чем в США. На самой низкой точке в октябре 2002 г. рынок Японии падал на 72% от максимума, Германии - на 68%, Франции - 59%. Единственные среди развитых рынков акций, избежавшие сильного падения, стали Австралия и Новая Зеландия в силу сырьевого характера их экспорта.

Однако цены на акции и в конце 2002 г. оставались еще явно завышены. Среднегодовое значение показателя Цена/Прибыль (P/E) по акциям, входящим в индекс S&P 500, за послевоенный период составляло примерно 15. В результате современного кризиса он снизился к концу 2002 г. до 30 (по акциям, входящим в Dow Jones Industrial Average, - 22). Т.е. это все равно выше среднего². Например, в предыдущий кризис 1982 г. коэффициент P/E падал до 8. Таким образом, "резервы" дальнейшего снижения еще есть. О том же свидетельствует и график на рис. 1: чем сильнее показатель капитализация/ВВП отрывался от среднего на бычьем рынке, тем сильнее он и опускался на медвежьем.

Аналитики-оптимисты говорят о том, что рост производительности труда остается достаточно высоким, и это в итоге должно положительно сказаться на прибылях корпораций и обеспечить устойчивый рост. Ситуация на рынке акций, по их мнению, в значительной мере связана с кризисом доверия, возникшим вследствие скандалов в области корпоративного управления и учета, а не фундаментальных экономических причин.

Однако не корпоративные скандалы вызвали кризис на американском рынке акций, они могли его только усилить. Все эти мошенничества проявились вслед за тем, как "пузырь" лопнул. "Только после отлива видно, кто плавал нагишом". Это высказывание Уоррена Баффета, вероятно, самого известного американского инвестора, как нельзя лучше характеризует то, что произошло в корпоративном секторе. Фондовый пузырь в США в конце 90-х годов скрыл за собой ряд очень тревожных изменений в финансовой системе: чрезмерное заимствование населения и корпораций, мошенничество с

¹ Долг WorldCom только по облигациям составлял примерно 30 млрд. долл. Значительная его часть находилась в портфелях страховых компаний. В связи с банкротством, облигации компании попали в разряд "падших ангелов" (fallen angels) - так в США называются облигации, перешедшие из разряда инвестиционных (investment-grade) в спекулятивные (junk bonds).

² Та же самая картина и на других рынках. Среднее значение P/E по крупнейшим германским компаниям составило за три последних десятилетия 14. В конце 2002 г. оно было равно примерно 30.

отчетностью и некомпетентность руководства. Все это сейчас вышло на поверхность¹.

Конечно, Америка, как никакая иная страна, выиграла от роста производительности труда, связанного с развитием информационных технологий и средств связи. Однако, как и в случае прочих технологических революций, избыточные мощности и усиливающаяся конкуренция приводят к тому, что выгоды от более высокой производительности достаются в конце концов потребителям и наемным рабочим в форме более низких цен и более высокой заработной платы, а не владельцам капитала. Поэтому отдача акционерного капитала в нынешнем десятилетии может быть ниже, чем в 90-е годы. Среднегодовая норма доходности по акциям в размере 25% периода второй половины 90-х вряд ли достижима снова в ближайшие годы.

Хотя, как показали последние скандалы, значительная часть роста прибылей в конце 1990-х годов в США пришлась на банальные приписки, рост корпоративных долгов для финансирования непроизводительных (или избыточных) инвестиций был вполне реальным. Уровень задолженности корпоративного сектора высок как никогда ранее. По данным ФРС, соотношение задолженности американских корпораций и чистой стоимости активов в 2001 г. достигло 59,4% против 48,8% в 1990 г. и 28-38% в 1960-1980-е годы². За 1995 -2001 гг. долг нефинансовых корпораций вырос с 2,9 до почти 5 трлн.долл. Задолженность населения за тот же период выросла с 4,9 до 7,7 трлн.долл. (из них ипотечная - с 3,4 до 5,4 трлн.)³. Иными словами, на кредитном рынке США также вырисовывается свой "пузырь".

Уровень дефолтов по облигациям неинвестиционного класса за год, оканчивающийся 10 июля 2002 г., вырос по сравнению с предыдущим периодом и составил по европейским эмитентам 8,5%, американским - 4,9%⁴.

Краткосрочные процентные ставки в США с 2001 г. находятся на самом низком уровне за последние 40 лет (7 ноября 2002 г. ФРС в очередной раз понизила ставку по федеральным фондам - сразу на 0,5 проц. пункта - до 1,25%). А если экономика вновь скатится в рецессию, у ФРС вряд ли будет возможность понижать ставку по федеральным фондам еще ниже, поскольку это может вызвать дефляцию по японскому образцу - одновременное падение цен и производства (табл. 1,3).

¹ Обстановка "заразной алчности" (infectious greed - определение Алана Гринспена) последних лет бума 90-х годов породила злоупотребления с отчетностью со стороны ряда компаний. Доверие инвесторов оказалось подорвано действиями ряда крупных фирм, занимавшихся манипулированием финансовой отчетностью.

² Flow of Funds Accounts of the United States за ряд лет. P.95 (страницы во всех изданиях идентичны).

³ Flow of Funds Accounts of the United States 1995-2001. Washington, 2002. P.95.

⁴ Global Financial Stability Report. IMF. Sept.2002, p.12.

Табл.3 Темпы роста потребительских цен, %

	1984-1993 в среднем за год	1994-2003 в среднем за год	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*	2003*
Развитые страны	4,2	2,0	2,6	2,4	2,1	1,5	1,4	2,3	2,2	1,4	1,7
США	3,8	2,4	2,8	2,9	2,3	1,5	2,2	3,4	2,8	1,5	2,3
ЕС	4,5	2,2	2,9	2,5	1,8	1,5	1,4	2,3	2,6	2,1	1,8
Германия	2,4	1,5	1,7	1,2	1,5	0,6	0,7	2,1	2,4	1,4	1,1
Франция	3,6	1,5	1,8	2,1	1,3	0,7	0,6	1,8	1,8	1,8	1,4
Великобритания	5,0	2,4	2,8	3,0	2,8	2,7	2,3	2,1	2,1	1,9	2,1
Италия	6,4	2,8	5,2	4,1	1,9	2,0	1,7	2,6	2,7	2,4	1,8
Япония	1,7	-0,1	-0,1	-0,1	1,7	0,6	-0,3	-0,8	-0,7	-1,0	-0,6
Развивающиеся страны	48,5	13,7	23,2	15,4	10,0	10,5	6,9	6,1	5,7	5,6	6,0
Африка	24,3	19,7	35,3	30,2	14,6	10,9	12,3	14,3	13,1	9,6	9,5
Азия	10,2	6,1	13,2	8,3	4,8	7,7	2,5	1,9	2,6	2,1	3,2
Китай	8,9	4,9	17,1	8,3	2,8	-0,8	-1,4	0,4	0,7	-0,4	1,5
Индия	8,8	7,1	10,2	9,0	7,2	13,2	4,7	4,0	3,8	4,5	5,1
Б.Восток и Турция	24,2	25,0	39,1	29,6	28,3	27,6	23,6	19,6	17,2	17,1	13,3
Центральная и Южная Америка	184,3	24,7	36,0	21,2	12,9	0,8	8,9	8,1	6,4	8,6	9,3
Бразилия	614,2		66,0	15,8	6,9	3,2	4,9	7,0	6,8	6,5	4,3
Мексика	49,9		35,0	34,4	20,6	15,9	16,6	9,5	6,4	4,8	3,7
Страны с переходной экономикой	72,8	47,0	133,8	42,5	27,4	22,1	44,1	20,2	15,9	11,3	8,8
Центральной и восточной Европы		19,0	24,7	23,3	41,8	17,2	11,0	12,8	9,6	6,1	5,6
Россия		57,1	198,0	47,9	14,7	27,8	85,7	20,8	20,7	15,8	11,0
СНГ без России		85,4	338,9	75,5	29,7	20,8	41,7	34,7	17,9	11,9	10,1

*Оценка и прогноз.

Источник: World Economic Outlook. IMF. Sept., 2002, pp178-185 (www.imf.org)

По мнению редактора журнала The Economist П.Вудалла (Pam Woodall), возможно, что если бы ФРС понизила процентные ставки раньше, экономика страны сейчас была бы в лучшей форме. А в настоящее время поддержание низких процентных ставок способствует росту цен на жилую недвижимость и увеличению ипотечной задолженности¹. Иными словами, пытаясь снизить негативные последствия сжатия одного пузыря - на рынке акций, ФРС способствует созданию другого пузыря - на рынке недвижимости и в целом кредитном рынке.

Опасность кроется и в росте дефицита бюджета и государственного долга (табл.4). В США относительная величина дефицита бюджета федерального правительства (по отношению к ВВП) в 2002 г. составила 1,8%. В Японии

¹ The unfinished recession //The Economist. Sep 26th 2002

бюджетный дефицит с 1998 г. превышает 5%. С учетом расходов органов власти более низкого уровня общий размер дефицита государственных органов (general government) возрастает еще на 1-2 процентных пункта и в трех ведущих странах евро-зоны грозит перейти планку, установленную Пактом о финансовой стабильности - 3% (а в Германии уже перешел).

Да и само оживление в экономике США в 2002 г. вызвано в значительной степени увеличением государственных расходов, а не ростом частных инвестиций и потребления.

Табл.4

Дефицит/профицит бюджета центрального правительства (% от ВВП)

	1995	1998	1999	2000	2001	2002*	2003*
Развитые страны	-3,4	-1,3	-0,8	0,3	-0,9	-2,0	-1,9
США	-2,6	0,5	1,3	2,2	0,6	-1,8	-2,0
Япония	-4,1	-5,8	-6,7	-6,5	-6,4	-6,1	-5,3
ЕС	-4,7	-1,8	-1,0	0,3	-0,9	-1,5	-1,4
Развивающиеся страны	-2,6	-3,8	-4,1	-3,2	-3,9	-4,0	-3,2
Китай	-2,1	-3,0	-4,0	-3,6	-3,2	-3,3	-2,7
Индия	-4,6	-5,3	-5,5	-5,7	-6,1	-6,4	-6,3
Страны Южной Америки	-1,9	-3,3	-4,3	-2,7	-3,2	-3,3	-2,2

*Оценка и прогноз

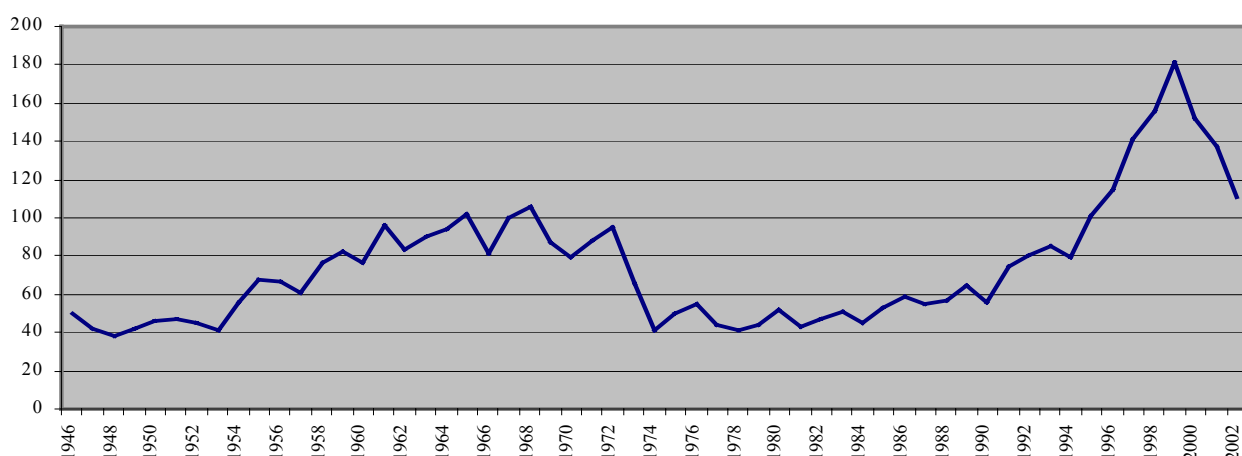
Источник: World Economic Outlook. IMF. Sept., 2002, p.188, 193.

Выше отмечалось, что финансовые учреждения в целом сохранили устойчивость в период нынешнего финансового кризиса, тем не менее он не мог не сказаться на их деятельности. В первую очередь оказались затронуты те институты, которые связаны с брокерским обслуживанием и корпоративными финансами. В США это сфера деятельности компаний по ценным бумагам. Как и в период фондового кризиса 1987 г., произошло резкое сокращение занятых. Крупнейшая брокерско-дилерская компания Америки - Merrill Lynch - уволила 15 тыс. служащих¹. Только в одном Нью Йорке занятость в индустрии ценных бумаг к декабрю 2002 г. сократилась на 20 тыс. человек (на 10%). Судя по всему, в 2003 г. сокращения в отрасли продолжатся².

¹ IMF Global Financial Stability Report December 2002, p.13.

² А вот положение американских коммерческих банков в связи с тем, что они не имеют инвестиций в корпоративные ценные бумаги оказалось намного лучше, чем положение нефинансовых корпораций. Цены банковских акций в США за 2000 - 2002 гг. даже выросли.

Рис.1 Капитализация/ВВП США, 1946-2002, %



Европейские банки также проводят сокращения в подразделениях, занимающихся ценными бумагами. Больше всего пострадали банки, наиболее активно работавшие на фондовом рынке - швейцарский CSFB, немецкий Deutsche Bank. Многие вынуждены продавать непрофильные активы, которые были приобретены совсем недавно на волне бума (дочерние компании по ценным бумагам). Одновременно большее внимание переносится на розничные операции, связанные с обслуживанием населения.

У компаний страхования жизни в Великобритании доля акций в активах в среднем составляет 60-70% против 20-30% в континентальной Европе и еще более низкой - в США. Соответственно, падение цен на акции крайне отрицательно отразилось на европейских страховых компаниях.

В отличие от американских банков, значительная часть активов европейских и японских банков помещена в акции, что также отразилось на состоянии их балансов в связи с кризисом на рынке корпоративных бумаг.

Рассматривая перспективы развития финансовых рынков развитых стран, и в первую очередь США, следует иметь в виду и тот факт, что, судя по всему, на нынешнее десятилетие приходится понижательная фаза длительного цикла конъюнктуры (цикла Н.Кондратьева), что дает основание предполагать, что на рынке акций медвежьего настроения сохранятся в течение нескольких лет. Данный вывод хорошо иллюстрируется графиком, показывающим соотношение капитализации акций и ВВП (рис. 1). В США динамика данного показателя имеет явный циклический (волнообразный) характер. Максимумы достигались в 1929 г. (75% - на рисунке не отражено из-за отсутствия данных за 30-е годы), в 1968 (106%) и в 1999 г. (181%). За длинными подъемами всегда следовали не менее длинные спады.

Спад в мировой экономике и формирующиеся рынки

В целом спад на развитых рынках оказал относительно умеренное воздействие на экономику развивающихся стран и стран с переходной экономикой, если исходить из общей цифры динамики ВВП (табл.1).

Значительное замедление роста наблюдалось в Латинской Америке, вероятно, в связи с наибольшей зависимостью от США. Лишь отдельные страны испытали кризис, однако он был связан скорее с внутренними, нежели внешними факторами. Острый финансовый кризис поразил сначала Турцию, а затем Аргентину, которая оказалась в наиболее сложном положении.

Тучи над Аргентиной сгустились достаточно долго и, наконец, кризис разразился в конце декабря 2001 г. 6 января 2002 г. песо потерял конвертируемость. 11 февраля национальная валюта была отпущена на свободу и уже к концу мая ее курс, по сравнению с декабрем 2001 г. снизился на 70% по отношению к доллару США. Снижение ВВП за 1999-2002 гг., по оценкам, составило 20% - в два раза больше, чем в период Великой депрессии. Уровень безработицы поднялся до 25% рабочей силы.

Тем не менее кризисы в Турции и Аргентине не вызвали эффекта эпидемии (contagion). События в Аргентине поначалу коснулись разве что ближайших соседей - Уругвая, Парагвая и Боливии. Увод долларовых депозитов аргентинскими резидентами из банков Уругвая подтолкнул к тому же и местных вкладчиков. Уругвайское правительство в июне 2002 г. отпустило национальную валюту - песо в свободное "плавание". МВФ предоставил кредит стэнд-бай и это успокоило ситуацию.

Основной причиной отсутствия "эпидемии" считают повсеместный переход на плавающие курсы, что значительно уменьшило возможности проведения спекулятивной игры на валютных рынках.

Во-вторых, что касается Турции, то большинство инвесторов рассматривали ее кризис как чисто внутреннее событие; аргентинский кризис назревал давно и к нему успели подготовиться.

В третьих, более осторожное отношение к риску, сложившееся на валютных рынках после 1998 г., способствовало тому, что значительно меньшее число участников рынка занималось спекулятивной игрой с валютами формирующихся рынков с использованием заемных средств. Собственные операции банков на валютных рынках значительно сократились, а крупные игроки, вроде хедж-фондов, после кризисов 1997-1999 гг. практически покинули их. Косвенно это подтверждают данные о снижении оборотов валютного рынка между апрелем 1998 и апрелем 2001 г., опубликованные в последнем аналитическом докладе Банка международных расчетов (БМР) по валютным и деривативным рынкам.

В четвертых, экономический потенциал Турции и Аргентины не сравним с совокупным потенциалом азиатских стран, вовлеченных в кризис 1997-98 гг. (отсюда и большой резонанс в мировой экономике в тот период).

И, наконец, в пятых, фундаментальные экономические показатели большинства стран с формирующимися рынками в настоящее время лучше, чем в конце 90-х.

В конце первого квартала 2002 г. стала ухудшаться ситуация в наиболее важной в экономическом отношении стране Латинской Америки - Бразилии. Соотношение внутреннего государственного долга к ВВП увеличилось с 33% в 1997 г. до 52% в 2001 г. Общий государственный долг достиг 325 млрд. или

65% ВВП. Заметно ухудшились условия финансирования, что при большой величине внешнего и особенно внутреннего долга увеличивает риск дефолта. Доходность по бразильским облигациям осенью 2002 г. доходила в отдельные моменты до 24%. Учитывая масштабы страны, у многих экспертов положение в Бразилии вызывает естественную озабоченность: не приведет ли возможный дефолт Бразилии к цепной реакции в других странах? В силу многих общих черт с Россией (сопоставимое количество жителей, примерно одинаковая величина ВВП на душу населения по паритету покупательной способности, сходная (сырьевая) структура экспорта, наличие многих общих социально-экономических проблем и т.п.) наши страны часто являются объектом сопоставлений.

По данным БМР в конце июня 2002 г. по величине задолженности зарубежным банкам в размере 95,6 млрд.долл. Бразилия превышала любой иной формирующийся рынок. Общий внешний долг страны вырос с 156 млрд. в июне 1998 г. до 188 млрд. в июне 2002 г. Столкнувшись с сокращением кредитов, бразильские резиденты были вынуждены покрывать свои потребности в иностранной валюте за счет снятия средств с заграничных счетов. В конце июня 2002 г. зарубежные активы бразильских резидентов в иностранных банках составляли 45,7 млрд.долл.¹ - почти на 25 млрд. меньше, чем в июне 1998 г. (см. табл. 5).

Тем не менее, несмотря на общий рост внешней задолженности, уменьшение величины зарубежных активов и сокращение валютных резервов, современная ситуация отличается от предыдущей, 4-летней давности, тем, что в настоящее время значительно ниже доля краткосрочной задолженности - как в целом, так и по отношению к валютным резервам. Заметно ниже и абсолютный уровень задолженности банкам.

У России произошло как значительное сокращение банковской задолженности, так и значительный рост валютных резервов. При этом, в отличие от Бразилии, внутренний долг российского правительства и субфедеральных органов власти составляет вполне умеренную величину, в долларовом эквиваленте не превышающую 20 млрд. Поэтому вполне обоснованными выглядят оптимистические заявления представителей правительства о том, что проблем с погашением внешних долгов в 2003 г., на который приходится пик платежей по их обслуживанию, у России не будет².

7 августа 2002 г. бразильское правительство достигло договоренности с МВФ о предоставлении кредита стэнд-бай в размере 30 млрд.долл., основная часть которого (80%) должна быть получена в 2003 г. При этом оно взяло на себя обязательство обеспечить в 2003 г. первичный профицит в размере не менее 3,75% ВВП.

Соглашение с МВФ несколько успокоило зарубежных инвесторов. Победа на президентских выборах в октябре 2002 г. лидера Рабочей партии Лула да Силва, вопреки опасениям, не привела к ухудшению ситуации. Наоборот,

¹ BIS Quarterly Review. Dec.2002.

² Единственное, что должно вызывать некоторую озабоченность, так это рост задолженности по торговым кредитам.

премия за риск по бразильским облигациям снизилась, национальная валюта - реал - немного укрепилась. Отчасти это связано просто с популярностью нового президента. Как отмечал The Economist, "даже такие циники, как фондовые спекулянты, оказались заражены оптимизмом простых бразильцев и верой в то, что с Лула страна добьется процветания".

Табл. 5 Внешняя задолженность России и Бразилии (млн.долл., по состоянию на июнь)

	Россия		Бразилия	
	1998	2002	1998	2002
A Банковские кредиты	57176	28426	100653	62914
B Долговые бумаги, размещенные за границей	12017	17462	43823	62650
C Облигации Брэиди				18577
D Небанковские торговые кредиты (в виде отсрочки платежа)	611	31274	589	8192
E Долг международным организациям	19929	13997	11024	34551
G Краткосрочный долг банкам (менее года)	34050	12876	53383	29557
H Долговые бумаги с погашением в течение года	247	1746	10341	5108
I Краткосрочные торговые кредиты	12	1039	2230	1949
J Общие обязательства перед зарубежными банками	64886	33077	113849	95561
L Всего торговые кредиты	1002	42361	619	14295
M Зарубежные авуары национальных банков	14502	32607	69375	45670
N Международные валютные резервы (исключая золото)	11160	39848	69615	41852

Примечания: Торговые кредиты (кредиты по товарным поставкам) включают официальные долгосрочные экспортные кредиты.

Данные о задолженности по международным российским облигациям, приводимые БМР, значительно отличаются от российской статистики. Они не включают целый ряд выпусков валютных облигаций, в т.ч. переоформленную задолженность Лондонскому клубу. Общая задолженность по валютным облигациям, по данным Министерства финансов РФ, составляет 45 млрд.долл. То же самое касается общей величины задолженности, которая равнялась 130 млрд. долл. (по методике БМР - 90 млрд.). Причина - в методике расчета задолженности, которая опирается на информацию, предоставляемую кредиторами, а не должниками. В некоторых случаях расхождения не очень велики. В случае с Россией, как мы видим, разница весьма существенна.

Составлено по: Joint BIS-IMF-OECD-World Bank statistics on External Debt (на сайте БМР www.bis.org)

Тем не менее, опасность обострения ситуации в Бразилии сохраняется. В этом случае некоторые эксперты не исключают вариант распространения эпидемии на другие формирующиеся рынки, как это было в период азиатского кризиса 1997-98 гг. Однако, как нам представляется, подобное развитие все же маловероятно, учитывая все перечисленные выше факторы. Куда более важным является, конечно, экономическая ситуация в самих развитых странах, в первую очередь в США.

Международное движение капитала и финансовые рынки

В немалой степени формирование пузырей на финансовых рынках в конце 90-х годов связано с либерализацией международных рынков капитала, которая способствовала чрезмерному разбуханию, говоря словами К.Маркса, фиктивного капитала (капитала, воплощенного в ценных бумагах).

Примечательно, что глобализация экономики не привела к увеличению удельного веса стран с формирующимися рынками в мировых потоках капитала. Произошло обратное: их доля в общих международных инвестициях за десятилетие снизилась, а развитых стран, соответственно выросла.

Если в 1991 г. валовой приток иностранного капитала в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой был примерно равен валовому притоку на рынок США, то в 2001 г. иностранные инвестиции, пришедшие на американский рынок, оказались почти в 4 раза выше. В 1999-2000 гг. разница была, соответственно, пяти и семикратной (табл.6). **За 1995-2001 гг. суммарный объем прямых инвестиций, поступивших в США, составил примерно 1200 млрд.долл. - столько же, сколько поступило на все формирующиеся рынки вместе взятые.** Рост прямых инвестиций в США в основном был связан с трансатлантическими слияниями и поглощениями, достигшими пика в 1999-2000 гг.

Табл.6

Валовой приток иностранных инвестиций из-за границы, млрд.долл.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
США											
Прямые	23,2	19,8	51,4	46,1	57,8	86,5	105,6	178,2	301,0	287,7	158,0
Портфельные	57,5	72,0	111,0	139,4	237,5	367,7	385,6	269,4	354,8	474,6	540,3
Прочие	30,1	78,9	119,7	120,5	170,4	131,8	267,9	56,9	158,0	262,0	197,2
Всего	110,8	170,7	282,1	306,0	465,7	586,1	759,1	504,4	813,8	1024,2	895,5
Великобритания											
Прямые	16,5	4,8	4,7	8,2	21,7	27,4	37,4	74,7	87,8	119,9	53,9
Портфельные	18,2	16,2	43,6	47,0	58,8	68,0	43,5	35,3	181,0	259,2	55,2
Прочие	18,5	96,4	191,4	-10,8	106,2	254,4	328,4	97,2	100,6	426,1	319,9
Всего	53,2	129,1	251,6	46,9	186,7	349,7	409,2	207,2	369,4	805,2	428,9
Еврозона											
Прямые									208,1	378,6	110,1
Портфельные									279,2	270,0	270,1
Прочие									208,2	328,6	221,6
Всего									695,6	977,1	601,8
Формирующиеся рынки											
Прямые	39,4	48,7	71,1	97,4	126,7	148,4	180,7	175,5	199,6	187,6	213,9
Портфельные	26,6	43,7	101,7	91,2	21,7	79,5	56,6	31,2	48,2	30,4	9,6
Прочие	35,2	74,4	11,9	-13,8	104,8	52,5	89,9	22,7	-74,3	-68,9	2,3
Всего	101,2	166,8	184,8	174,9	253,2	280,5	327,3	229,4	173,5	149,0	225,8

Источник: Global Financial Stability Report. IMF, Sept. 2002, p.22

В 2000 г. - рекордном с точки зрения международной миграции капиталов, на страны Семерки (G-7) пришлось 2,6 трлн. валового притока капитала и 2,3 трлн. оттока или примерно 70% общих потоков. Валовой приток капитала на формирующиеся рынки составил всего 6% общего экспорта капитала Семерки.¹

На США приходится одна треть глобального импорта капитала и одна пятая - его экспорта. Общие зарубежные активы американских инвесторов составляют 7 трлн.долл., из которых 5 трлн. - прямые и портфельные инвестиции.

Иностранные активы в США равны примерно 10 трлн.долл. В конце 2001 г. иностранным инвесторам принадлежало американских акций на сумму 1,7 трлн.долл., корпоративных облигаций на 1,2 трлн. и на 1,2 трлн. рыночных казначейских обязательств (соответственно 12%, 24% и 42% от общего объема). Общая сумма иностранных портфельных инвестиций в США составляла 4,9 трлн.долл.

Приток иностранных инвестиций на формирующиеся рынки, увеличившийся со 100 млрд. в 1991 до почти 330 млрд.долл. в 1997 г. (табл.6), в 1998 г. сократился почти на 100 млрд., а в 2000 г. составил 150 млрд.долл.

Сокращение затронуло портфельные инвестиции и займы. За 1994-1997 гг. суммарный валовой приток портфельных инвестиций и займов (строка "прочие инвестиции") на формирующиеся рынки составил, соответственно, 249 и 233 млрд.долл. За последующие 4 года приток портфельных инвестиций сократился более чем вдвое - до 119 млрд., а позиция "прочие" (займы) оказалась с отрицательным знаком в (-118 млрд.), т.е. погашение старых кредитов превышало получение новых (табл.6).

А сальдо (приток минус отток) всех инвестиций на формирующиеся рынки с 1998 г. вообще приобрело отрицательное значение.

Основная причина сокращения потоков на формирующиеся рынки - азиатско-российско-бразильский кризис(ы) 1997-1999 гг. Именно он(и) привел(и) к резкому сокращению портфельных инвестиций и банковских займов. Эйфория в отношении формирующихся рынков, имевшая место в конце 1980-х - первой половине 1990-х, годов сменилась разочарованием и стремлением вывести свои средства в более надежные, как тогда казалось, активы развитых стран, прежде всего США.

Анализ статистики Банка международных расчетов также свидетельствует о том, что после азиатского кризиса произошла переориентация потоков капитала с формирующихся на развитые рынки. Особенно заметной стала тенденция закрытия позиций на формирующиеся рынки западными банками (табл.7,8).

Табл. 7 Международные банковские заимствования (изменение требований к иностранным заемщикам, млрд.долл.)

¹Global Financial Stability Report. IMF. Sept.2002, p.20.

Годы	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
Все страны	316	275	644	604	1185	343	253	1222	853	290
Развивающиеся и с переходной экономикой			121	126	85	-83	-62	-8	-23	0,5

*За первые 2 квартала

Источник: Bank for International Settlements

Табл. 8 Международные заимствования на рынке ценных бумаг (нетто, млрд.долл.)

Годы	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
Все страны	150	189	253	263	537	574	678	1085	1237	1349	837
Развивающиеся и с переходной экономикой	13	28	33	22	88	89	41	41	42	45	28

* За первые 3 квартала 2002 г.

Источник: Bank for International Settlements

Из общей суммы банковских требований по зарубежным кредитам в размере 12540 млрд.долл. (июнь 2002 г.) на формирующиеся рынки пришлось только 888 млрд. или 7% (Бразилия - 96, Корея - 72, Мексика - 66, Китай - 50, Турция - 38, Аргентина - 36, Индонезия - 33, Россия - 33). В июне 2000 г. абсолютный размер задолженности составлял 915 млрд. (9% совокупной мировой), в декабре 1997 г. - 986 (около 10% мировой)¹. Иными словами, задолженность стран с формирующимися рынками банкам за годы, прошедшие после азиатского кризиса, сократилась и абсолютно, и относительно.

Доля формирующихся рынков в совокупной задолженности по **международным долговым бумагам** (это прежде всего еврооблигации), составлявшая в конце 1997 г. 8,4%, к концу 2002 г. снизилась до 6,1% (в абсолютных цифрах, соответственно, формирующиеся - 298 и 532 млрд.долл., весь мир - 3542 и 8777 млрд.долл.)

В то же время прямые инвестиции на формирующиеся рынки сохранили тенденцию роста. Реформы, проведенные в ряде азиатских стран после кризиса 1997-98 гг., заключавшиеся, в частности, в либерализации режима допуска иностранного капитала на национальные рынки, ожидавшееся вступление Китая в ВТО, приближение даты вступления новой группы стран в ЕС способствовали росту прямых инвестиций на эти рынки, особенно в 2001 г.

Как следствие снятия ограничений на допуск иностранного капитала в банковский сектор, в 2000 г. на долю иностранных банков приходилось 40% активов банковской системы латиноамериканских стран против 10% в середине 1990-х. Аналогичные шаги были сделаны в Корею, странах восточной Европы. Если еще в 1980 г. доля иностранцев в акционерном капитале Кореи составляла 0%, в 1996 г. - 13%, то в 2000 г. - 25%. А по акциям, имеющим листинг на

¹BIS Quarterly Review за разные годы.

Корейской фондовой бирже - 37%. Во многих крупных корейских компаниях большая часть акций находится сейчас у иностранцев (57% Samsung Electronics, 56% POSCO, 50% Hyundai Motors).

В настоящее время 70% капитала венгерских банков принадлежит иностранцам, против 46% в 1996 г. Не менее 40% активов чешских банков контролируется иностранными финансовыми учреждениями, против 20% в 1997 г.

Среди основных реципиентов прямых инвестиций 2001 - 2002 гг. - Китай, Мексика, ЮАР.

Портфельные инвестиции на формирующиеся рынки в 2001 г. наиболее заметно сократились в Азии, несколько в меньшей степени - в Латинской Америке и остались стабильными в центральной и восточной Европе.

Положение эмитентов с инвестиционным рейтингом (Корея, Малайзия, Мексика) в 2001-2002 гг. даже улучшилось. Для отдельных заемщиков с неинвестиционным рейтингом, например Филиппин и России, доступ на международные финансовые рынки также улучшился. У России объем задолженности по внешним банковским займам, сократившийся за три года после августа 1998 г. на 40%, за вторую половину 2001 г. вырос на 7%. Некоторые заемщики вышли на международные облигационные рынки впервые за десятилетия, если не впервые вообще (Доминиканская Республика, Египет, Перу).

В ряд стран - кандидатов на вступление в ЕС (Польша, Венгрия, Чехия) продолжался приток капиталов на национальные облигационные рынки: инвесторы ожидают, что в дальнейшем цены этих облигаций, в связи с вхождением восточноевропейских стран в ЕС, повысятся.

В 2002 г. валовой приток капитала на формирующиеся рынки заметно сократился по сравнению с 2001 и 2000 гг. (по оценкам, примерно на треть). В основном падение коснулось займов (как банковского кредита, так и эмиссии облигаций). Впрочем, то же самое можно сказать в отношении развитых рынков.

Эксперты МВФ и Банка международных расчетов исходят из того, что если спад в экономике развитых стран продолжится, премия за риск по кредитным инструментам неинвестиционного класса (т.е. имеющих рейтинг ниже ВВВ- по классификации S&P) будет расти. Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой, как правило, имеют рейтинг ниже инвестиционного класса. В этих условиях новые заимствования для них оказываются слишком дороги и выход на рынок затруднен или невозможен. Это может привести к дальнейшему уменьшению притока капитала на формирующиеся рынки. Впрочем, как нам представляется, в современной ситуации скорее возможен иной сценарий: падение нормы доходности по инвестициям в ценные бумаги развитых стран может переориентировать финансовые потоки с развитых рынков на формирующиеся (речь не идет, конечно, о проблемных странах, которых сейчас не так много) и в этом случае стоимость заимствования должна сократиться. Впрочем, и при первом сценарии это не должно серьезно повлиять на положение большинства

формирующихся рынков, в частности российского, поскольку их зависимость от внешних финансовых ресурсов в настоящее время не вызывает тревоги.

Платежный баланс США как фактор риска мировой финансовой системы

Переориентация мировых финансовых потоков на США явилась одним из факторов образования пузыря на рынке акций этой страны. В последние годы США потребляли примерно 70% чистых (нетто) мировых сбережений (мирового положительного сальдо баланса по текущим операциям), которое составило около 400 млрд.долл. в 2001 г. или 3,9% ВВП (табл.9). По предварительным оценкам, в 2002 г. отрицательное сальдо еще больше (4,6% ВВП). В основном покрытие этого астрономического дефицита осуществлялось благодаря прямым инвестициям в США и покупкам американских ценных бумаг.

Впервые нетто-покупки американских ценных бумаг перевалили за 100 млрд.долл. в 1993 г. В 2001 г., по данным министерства финансов США, нетто-покупки американских ценных бумаг достигли рекордной отметки в 522 млрд.долл.¹ Основная причина - американские бумаги демонстрировали более высокую доходность при достаточно низком уровне риска. Однако совершенно очевиден вопиющий дисбаланс - несоответствие доли США в совокупном мировом потреблении и их доли в сбережениях, ВВП и внешней торговле. По сути дела на протяжении многих лет США живут в долг за счет сбережений населения всех остальных стран. Очень велик риск того, что объемы денежных потоков, направляемые на финансовый рынок США, резко ослабнут, что грозит снижением курса американского доллара, банкротствами финансовых и нефинансовых корпораций и пр.

Таблица 9

Сальдо платежного баланса по текущим операциям, млрд.долл.

	1995	1998	1999	2000	2001	2002*	2003*
США	-105,8	-203,8	-292,9	-410,3	-393,4	-479,6	-514,9
% от ВВП	-1,4	-2,3	-3,2	-4,2	-3,9	-4,6	-4,7
Япония	111,4	119,1	114,5	119,6	87,8	119,3	122,1
% от ВВП	2,1	3,0	2,5	2,5	2,1	3,0	2,9
ЕС	48,3	68,5	13,7	-35,1	3,2	50,7	48,2
Развивающиеся страны	-95,5	-85,1	-10,2	66,7	39,6	18,9	0,9
Азия (Вост., ЮВА, Южная)	-42,5	47,3	46,0	45,4	39,4	33,5	18,0
Лат. Америка	-36,5	-90,8	-56,7	-47,8	-52,9	-32,6	-28,1
Страны с переходной экономикой	-2,3	-29,4	-1,9	27,1	11,8	1,4	-1,4
Россия	4,9	-1,6	22,7	45,3	31,9	24,1	24,5
СНГ без России	-3,9	-7,6	-1,6	1,5	-1,3	-1,9	-2,8

*Прогноз

Источник: World Economic Outlook. IMF. Sept., 2002, p.202,203.

Опыт США 1987-1991 гг., когда удалось уменьшить дефицит платежного баланса по текущим операциям с 3,5% до нуля, не вызвав серьезных

¹ Treasury Bulletin. June 2002, p.88.

потрясений на мировом рынке, говорит о том, что снижение импорта капитала может произойти и без отрицательных последствий. Однако масштабы внешней несбалансированности в настоящее время значительно выше.

Признаки того, что иностранные инвесторы проявляют значительно меньший энтузиазм в отношении американских ценных бумаг, стали проявляться уже в начале 2002 г. За три квартала 2002 г. нетто-закупки составили 358 млрд.долл. Это достаточно высокий уровень 2000 г. (хотя и ниже рекордного 2001 г.). Но при этом необходимо отметить изменения в составе приобретаемых бумаг. Нетто-покупки американских акций иностранцами, постоянно нараставшие в 90-е годы и достигавшие 175 млрд.долл. в 2000 г., в 2001 г. сократились до 116 млрд., а за 9 месяцев 2002 г. составили 37 млрд.¹ Выросли нетто-закупки облигаций федерального правительства - за 9 месяцев 49 млрд.долл. (18 млрд. за 2001 г., минус 54 млрд. - в 2000 г. и минус 10 млрд. - в 1999 г.). Наибольший удельный вес пришелся на корпоративные облигации и бумаги федеральных агентств, связанных с ипотекой (222 и 164 млрд.долл. в 2001 г.). Сохранение больших объемов портфельных инвестиций в 2002 г. также связано с покупкой этих инструментов (за 9 месяцев, соответственно, 138 и 134 млрд.). Однако, на кредитном рынке США, как отмечалось выше, как и на рынке акций, тоже возник пузырь, который тоже может лопнуть.

Одной из причин высокой популярности американских активов в 2000-2001 гг. являлся сильный доллар. Падение курса доллара к евро и иене с весны 2002 г. может вызвать цепную реакцию продажи долларовых активов и сокращению спроса на них². Это способно еще больше толкнуть доллар вниз. Умеренное снижение курса доллара может иметь положительные последствия для американской экономики, т.к. стимулирует американский экспорт и сократит импорт. Однако проблема в том, что часто рынки реагируют слишком бурно, а валютные рынки - особенно. Кроме того, снижение импорта негативно отразится на торговых партнерах Америки, прежде всего из Европы, и замедлит и без того вялое оживление в этом регионе.

Как известно, доллар в 2002 г. начал действительно "худеть". Большинство экономистов считает, что "зеленый" будет падать и дальше. Джордж Сорос высказывал летом предположение о том, что в течение трех лет курс доллара к евро может упасть на 30%. Не заглядывая так далеко, можем сделать предположение, что в течение 2003 г. курс доллара к евро снизится не более чем на 10%. Дело в том, что за 2002 г. он уже потерял более 10%. В октябре 2002 г. покупательная способность европейской валюты по потребительским товарам была на 6-7% (Франция, Германия) и на 26-34% (Италия, Греция) выше доллара (в разных странах зоны евро цены различны)³. На развитых рынках курс может отклоняться от паритета покупательной способности (ППС) национальных валют максимум на 20-35% (на формирующихся курс

¹ Treasury Bulletin. Dec. 2002 p.93..

² Возможно, это уже происходит, в период написания статьи имеющаяся статистика не давала возможности подтвердить или опровергнуть это предположение.

³ Паритеты покупательной способности, ОЭСР <http://www.oecd.org/std/ppp>.

национальной валюты порой в два-три раза ниже, чем ППС). Причем, как показывают данные по доллару и валютам основных европейских стран, разрыв не должен быть очень велик. Иными словами, доллар за 2002 г. почти сравнялся с евро по паритету покупательной способности в двух ведущих странах евро-зоны. И это тот якорь, который, с нашей точки зрения, не даст понизиться курсу доллара к евро более чем на 10% в 2003 г. Таким образом, ситуация вернется к положению начала 1999 г., когда появился наличный евро.

У России львиная доля валютных резервов имеет форму долларовых активов (ценных бумаг правительства США). Почти все валютные накопления населения - наличные доллары. В то же время значительная часть внешних долгов выражена в европейских валютах. Поэтому, конечно, понижение курса американского доллара неприятно. Но отнюдь не катастрофично.