

Б.Б.Рубцов (опубликовано в ж. «Портфельный инвестор» №2, 2008)

Отмена ограничений на капитальные операции и введение обратимости рубля открыло новые возможности для российских инвесторов. Вложение средств в глобальные активы позволяет не только увеличить норму доходности, но и снизить уровень систематического риска, который является неснижаемым при инвестировании в национальные инструменты, но отчасти может быть уменьшен за счет интернационализации операций. Несмотря на общие закономерности в развитии финансовых рынков и тенденции к универсализации их институциональной структуры, каждый национальный рынок обладает спецификой, которую необходимо учитывать при инвестировании. Данной статьей мы открываем новую рубрику, в которой будут рассмотрены особенности ведущих фондовых рынков мира.

Мировой фондовый рынок: объемы и динамика

Последние два десятилетия ушедшего века отмечены заметным расширением финансовых рынков в развитых и развивающихся странах и появлением, а точнее, их воссозданием в странах с переходной экономикой. В новом столетии тенденция опережающего роста финансовых рынков сохраняется, как за счет развития традиционных инструментов, так и появления новых финансовых продуктов.

По мере развития современных средств связи, увеличения информационной прозрачности компаний возрастает роль прямого финансирования предприятий с помощью выпуска ценных бумаг. Соответственно, относительно уменьшается роль банковского кредита (что, однако, не следует трактовать как уменьшение роли банков в современной экономике, просто функции банков изменяются). Отсюда – и возрастание роли рынков ценных бумаг.

За период с 1995 г. по 2007 г. относительные (по отношению к ВВП) размеры стоимости акций компаний, имеющих регулярную котировку на рынке (а таких в мире не так уж и много – в настоящее время примерно 46 тысяч, из них в России - 300 с небольшим), выросли в 2 раза, достигнув 120% (рис.1), при том что в начале десятилетия в связи с обвалом на рынках акций развитых стран происходило заметное снижение данного показателя. Абсолютные размеры капитализации акций за этот период выросли почти в 4 раза.

Как показали Рагурам Раджан и Луиджи Зингалец (Rajan R. G., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. OECD Economics Department Working Papers) в развитии мировых фондовых рынков, в первую очередь акций, в долгосрочной перспективе наблюдается цикличность. Относительные размеры рынка акций, например, в XX в. достигли максимума перед первой мировой войной. Затем происходило сжатие финансовых рынков (опять же, повторим, относительное), связанное с введением валютных ограничений, ограничений на перемещение капитала, прямого регулирования процентных ставок. Уровень развития финансовых рынков начала века, как отмечают указанные авторы, был достигнут лишь в 1990-е годы. Однако современная ситуация является уже беспрецедентной.

За тот же период (с середины 1990-х по 2007 г.) абсолютные размеры мировых рынков долговых инструментов выросли примерно в три раза (рис.2), причем, если в недавнем прошлом две трети долга приходилось на облигации государства и государственных органов, то с середины текущего десятилетия **более половины облигаций представлено бумагами корпоративных эмитентов.**

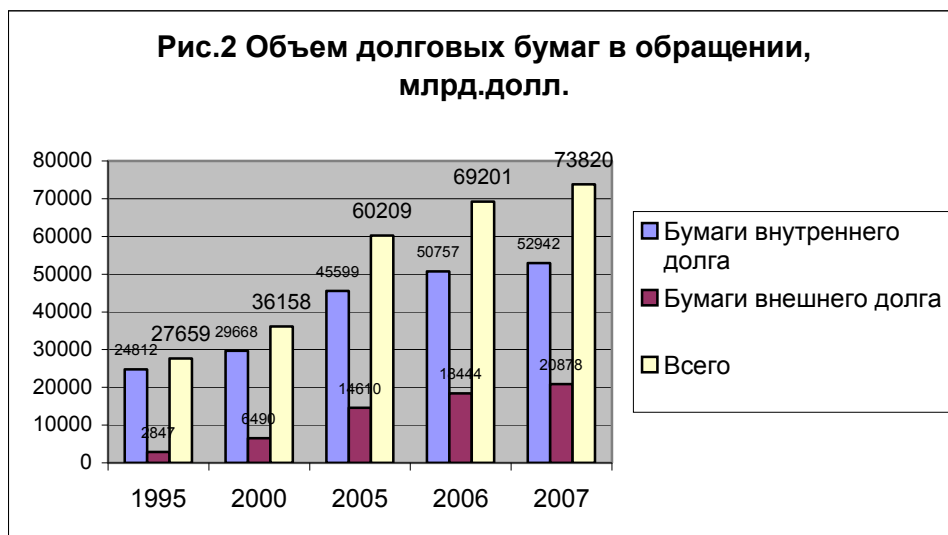
Таблица 1

Капитализация мировых рынков акций, конец года, млрд.долл.

<i>Страна</i>	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Австралия	245	373	585	804	1096	1298
Великобритания	1408	2577	2460	3058	3794	3852
Германия	577	1270	1079	1221	1638	2105
Испания	198	504	726	960	1323	1800
Италия	210	768	615	798	1027	1073
Канада	366	842	889	1482	1701	2187
США	6858	15104	14266	17001	19569	19923
Франция	522	1447	1356	1713	1962	2740
Япония	3667	3157	2953	4573	4614	4331
Бразилия	148	204	226	475	710	1370
Индия	127	143	279	553	819	1819
Индонезия	67	27	55	81	139	212
Казахстан		1	2	9	56	41
Китай	42	591	513	402	1145	4479
Корея	182	148	325	718	834	1123

Мексика	91	125	123	239	348	398
Польша	5	31	37	94	149	212
Россия	16	41	197	531	966	1334
Саудовская Аравия	41	68	157	646	327	519
Турция	21	70	68	162	162	287
Украина		2	5	29	44	106
ЮАР	281	204	261	549	680	828
Весь мир	17782	32105	32206	42932	53703	63865
ВВП	29086	31624	36758	46749	50215	54395

Источник: World Federation of Exchanges, Investfunds.ru, данные отдельных бирж



Еще одной особенностью развития мировых фондовых рынков стал опережающий **рост задолженности бумаг внешних займов**. Если еще в первой половине 1990-х гг. доля последних в общей структуре задолженности по ценным бумагам составляла примерно 10%, то в 2000 г.

она поднялась до 18%, а в 2007 г. - до 28%. Речь идет прежде всего о рынке евробумаг, представленных главным образом еврооблигациями (eurobonds, euronotes).

Новым явлением в развитии мировых финансовых рынков стало появление финансовых инструментов сначала развивающихся стран, а в 1990-е годы – стран с т.наз. переходной экономикой, объединяемых обычно термином «формирующиеся рынки» (emerging markets). Если еще в начале 1980-е годы размеры рынков ценных бумаг развивающихся стран были настолько малы, что не представляли интереса для международных инвесторов, при том, что существовавшие в них валютные ограничения делали их приобретение бессмысленным, то в 1990-е годы положение радикально изменилось и бумаги формирующихся рынков (в первую очередь акции) превратились в очень важный компонент финансовых активов международных инвесторов. Доля формирующихся рынков в мировой капитализации акций поднялась с 3% в 1985 г. до 12% к середине 1990-х. Азиатский, российский и бразильский кризисы 1997-1998 гг. охладили пыл инвесторов в отношении бумаг формирующихся рынков и их доля в мировой капитализации снизилась до 7-8% к концу десятилетия. Однако к 2007 г., в основном благодаря четверке стран BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай) доля формирующихся рынков превысила 20%. Китай по величине капитализации в 2007 г. занял 4-е (а по версии S&P - 3-е место в мире). Капитализация каждой из стран - России, Южной Кореи, Индии и Бразилии - превышает триллион долларов.

Тем не менее, как следует из табл.1, лидерство на рынках акций крупнейших стран, в первую очередь США, сохраняется. В 2007 г. на США приходилось 38% мировой капитализации (48% в 2000 г.), что значительно превышает долю страны в мировом ВВП.

Следует отметить, что разрыв в величине рынков долговых бумаг между развитыми и развивающимися странами сохраняется более существенный. В 1990 г. на долю эмитентов формирующихся рынков

приходилось около 3% всех долговых бумаг, во второй половине текущего десятилетия – примерно 8%. Доля США в 2007 г. составляла 39%.

Несмотря на быстрый рост начиная с 1999 г. внутреннего российского рынка корпоративных облигаций, его абсолютные размеры (по величине задолженности) в 20-30 раз меньше, чем во Франции, Германии или Италии. В целом по величине рынка **всех рублевых облигаций** в обращении Россия в 2007 г. занимала 8 место среди формирующихся рынков (табл.2). При этом Россия вышла на **первое место** среди этой группы стран как заемщик на международном рынке.

Таблица 2

Бумаги внутреннего и внешнего долга в обращении, млрд.долл., конец года

	1995		2000		2005		2006		2007	
	Внутр.	Внешн.	Внутр.	Внешн.	Внутр.	Внешн.	Внутр.	Внешн.	Внутр.	Внешн.
Австралия	177	80	172	111	370	293	457	399	532	462
Великобритания	565	206	688	542	1003	1530	1238	2057	1300	2316
Германия	1922	241	1716	855	1938	2169	2248	2589	2318	2783
Испания	364	70	370	203	923	702	1243	1072	1429	1287
Италия	1524	107	1328	255	2161	731	2576	928	2793	1035
Канада	558	173	628	203	946	315	989	352	1089	409
США	10497	261	14304	1728	20728	3558	22621	4430	23380	5112
Франция	1338	170	1125	321	1887	967	2246	1250	2454	1384
Япония	4649	344	5702	285	8371	275	8405	318	8145	335
Бразилия	233	60	314	87	549	108	696	111	840	121
Индия	71	4	114	4	279	11	326	20	397	31
Индонезия	3	4	54	11	54	14	76	18	88	21
Казахстан				1		9		20		28
Китай	47	13	202	17	899	28	1184	29	1368	34
Корея	274	26	378	49	847	84	1010	101	1080	112
Мексика	21	64	128	94	271	89	309	94	345	95
Польша	27	6	40	9	105	33	130	40	137	42
Россия	17	1	31	39	57	74	87	101	118	127
Турция	21	13	55	23	185	36	181	44	197	49
Украина				3		6		9		10
ЮАР	102	4	59	7	108	20	109	26	110	35
Межд. эконом. организации		301		380		544		588		620

Все эмитенты	24812	2847	29668	6490	45599	14610	50757	18444	52942	20878
---------------------	--------------	-------------	--------------	-------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Примечание: 2007 г. – июнь, Россия – август-октябрь. По России вексельная задолженность не учитывалась. Данные по России за 1995 г. приведены по BIS, который значительно занижает объем рынка.

Рассчитано по: Bank for International Settlements, CBONDS

Наиболее динамичным сегментом финансового рынка в последние десятилетия стал рынок производных финансовых инструментов (производных ценных бумаг или деривативов).

Деривативы известны еще с XVII в. Твердые и условные сделки с товарами и ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования. Фьючерсные контракты на поставку риса применялись еще в средневековой Японии. С середины XIX в. фьючерсные контракты на сельскохозяйственные товары становятся важнейшим инструментом в торговле зерном на североамериканском рынке. Фьючерсы и опционы - основные инструменты торговли на всех современных товарных биржах (фьючерсы и опционы на нефть и нефтепродукты, цветные металлы, кофе, какао и пр.).

Однако лишь с начала 70-х годов XX века с появлением специализированных бирж финансовых деривативов сначала в США, а в конце 70-х годов и в Европе, начинается период бурного развития этого сегмента финансового рынка. Доля товарных деривативов составляет ныне менее одного процента общего оборота биржевых деривативных контрактов.

В 70-е годы рост происходил в основном за счет биржевого рынка, причем только США. В 80-е и особенно в 90-е годы наибольший прирост приходился на внебиржевой рынок.

По статистике Банка международных расчетов, в конце 2007 г. номинальная стоимость базисных активов обращающихся биржевых деривативов составила 95 трлн.долл. - в 130 раз! больше, чем в 1987 г. (табл.3). Номинальная стоимость базисных активов внебиржевых контрактов в 2007 г. равнялась 516 трлн. долл.

Оборот торговли фьючерсами и опционами на биржах (без учета фьючерсов и опционов на товары и акции) в начале 90-х годов составлял 100-200 трлн.долл., (табл.4), к концу десятилетия вырос до 350-390 трлн.долл., к 2004 г. превысил 1000 трлн.долл., а к 2007 г. приблизился к 2000 трлн. При всей условности данного показателя, следует подчеркнуть, что это в десятки раз превышает оборот торговли базовыми активами.

Примерно третья часть совокупного биржевого и внебиржевого рынка деривативов приходится на контракты типа “своп”, из них на процентные свопы - более 90%.

Свыше половины как оборота, так и номинальной стоимости базовых активов биржевых деривативов приходится на США, что, даже немного выше, чем доля США на рынке акций и облигаций.

Как известно, в отличие от классических ценных бумаг, предназначенных для привлечения долгосрочного капитала, основная экономическая функция деривативов - хеджирование, т.е. страхование от ценовых рисков. Их появление имело революционный характер для финансовых рынков. Теория управления рисками с помощью опционов и фьючерсов превратилась в важнейший раздел финансовой науки.

Объем рисков в экономике, конечно, не уменьшается, происходит именно их перенос или перераспределение от хеджеров к спекулянтам (профессиональным участникам рынка). При этом компенсацией спекулянтов выступает более высокая норма доходности на этом рынке, обеспечиваемая наличием большого кредитного рычага (левериджа), недоступного при игре на рынках непосредственно базовых активов.

В 1990-е годы разработаны новые инструменты управления риском. Например, в 1995 г. появились фьючерсные контракты, основанные на индексах страховых случаев (based on indices covering property and casualty insurance) и позволяющие страховым компаниям перераспределять риски в страховании имущества и жизни между различными регионами. В сфере недвижимости внедрены новые инструменты, позволяющие инвесторам

торговать различными видами рисков, свойственными этому виду бизнеса. На некоторых биржах разработаны фьючерсные контракты, базовым активом которых стали макроэкономические показатели, например ВВП, инфляция и даже чисто физические (температура) - фьючерсы на погоду - weather futures.

Среди новых продуктов, предназначенных для дробления рисков, наиболее быстро развивающимися являются кредитные деривативы (credit derivatives). Мировой объем рынка кредитных деривативов оценивался в середине 1998 г. в 150-200 млрд. долл., более 1 трлн. долл. в конце 2001 г., почти 2 трлн. в конце 2003 г. около 5 трлн. в конце 2004 г., 12 трлн. в середине 2005 г. и 26 трлн. в середине 2006 г.¹

¹ International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.C. - August 2001. - P. 23, Apr.2005. – P.17; April 2007, p.50

Таблица 3

Рынки основных деривативов (стоимость открытых позиций на конец года)

(млрд долл.)

Деривативы	1987 г.	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.**
Биржевые инструменты	730	2291	9189	14156	57811	70442	80624
Процентные фьючерсы	488	1455	5863	7827	20712	25476	26787
Процентные опционы	123	600	2742	4719	31587	38117	44308
Валютные фьючерсы	15	17	38	40	108	161	159
Валютные опционы	60	57	44	20	64	79	133
Фьючерсы на индексы	18	69	172	367	803	1045	1134
Опционы на индексы	28	94	329	1183	4537	6564	8103
Страны							
Северная Америка	578	1269	4850	8240	36397	42550	43995
Европа	13	462	2242	4174	18580	23217	30588
Россия (PTC+ММВБ)	-	-	-	0	2,6	4,6	13
АТР	139	561	1990	1443	2999	4050	5001
Прочие	0	0,2	107	299	418	626	1040
Внебиржевые инструменты			40637*	94037	284819	415183	516407
Процентные инструменты			26645*	64125	215237	291987	346937
Валютные инструменты			13095*	15494	31609	40179	48620
Для справки							
Процентные свопы	683	2312	12811	47993	172869	229780	271853
Валютные свопы	183	578	1197	2605	8501	10772	12291

*Март. **Биржевые инструменты – декабрь, внебиржевые инструменты - июнь

Подсчитано по: Bank for International Settlements Quarterly Review за ряд лет. PTC и ММВБ.

Таблица 4

Оборот торговли биржевыми деривативами

(трлн долл.)

	Оборот							Номинальная стоимость базовых активов 2007 г.
	1995 г.	2000 г.	2002 г.	2003 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	
Всего*	334	382	692	874	1408	1808	2289	80,6

Северная Америка	161	194	406	442	819	1075	1287	44,0
Европа	88	128	226	358	487	583	792	30,6
Россия <i>(РТС+ММВБ)</i>					0,031	0,137	0,374	0,013
Азиатско-Тихоокеанский регион	81	56	57	69	93	136	186	5,0
Прочие	4,2	3,9	4	4	10	14	24	1,0

*Может быть не равна сумме из-за округлений.

Источник: Bank for International Settlements Annual Report; BIS Quarterly Review за ряд лет. РТС и ММВБ