

Современные тенденции развития финансовых рынков

!!! Нет фото автора !!!

Е. В. Любкина,
к. э. н., доцент кафедры финансов,
Киевский национальный университет
им. Тараса Шевченко
e-mail:

!!! Нет фото автора !!!

В. А. Батковский,
зам. начальника управления,
Генеральный экономический департамент,
Национальный банк Украины
e-mail:

Статья посвящена анализу объективных предпосылок формирования новых качеств современных финансовых рынков, и последствий таких изменений для самой сферы финансовой индустрии. Рассматриваются потенциальные проблемы для развития национальных и мировой экономики, которые могут возникнуть в связи с динамичным развитием финансовых рынков.

Ключевые слова:

Финансовые рынки претерпели в течение последних 20 лет наиболее радикальные изменения. Некоторые из происходящих изменений не новы, но существенно интенсифицировались по масштабам и динамике; другие — качественно меняют сферу финансовых услуг. Первые, в наиболее общем смысле, можно рассматривать как интеграцию финансовой индустрии, а изменение их интенсивности преимущественно связано с глобализацией. Вторые — обусловлены качественными изменениями в сферах обработки данных и коммуникационных технологий.

Глобализация как явление политического, экономического, социального порядка не ново, но все еще остается дискуссионным, как и в отношении смыслового наполнения, так и с точки зрения оценки последствий для мирового порядка. Поскольку предметом данного исследования не является глобализация как феномен финансовой сферы, во избежание подобной дискуссии, термин «глобализация» будем употреблять как обозначение процесса усиления взаимозависимости и взаимообусловленности национальных экономик, расширение международной финансовой деятельности, в частности.

Исследованию финансовых рынков всегда уделялось пристальное внимание в академических кругах и практиками. В последнее время данная тема, и взаимосвязанные с ней, актуализовалась в контексте

проблемы обеспечения финансовой стабильности. В рамках одной статьи невозможно перечислить всех исследователей проблематики финансовых рынков. Поэтому названные имена никоим образом не умаляют значимости других исследований в этой области. Так, среди западных ученых наиболее активную полемику ведет Дж. Стиглиц, среди российских коллег можно назвать работы М. Ю. Головнина, О. А. Гришиной, Е. В. Давыденко, О. В. Иванченко. Ведутся комплексные, глубокие разработки и под эгидой финансовых организаций, таких как МВФ, Мировой банк, крупных аналитических агентств, коммерческих организаций.

Актуальность тенденций, которые прослеживаются на мировых финансовых рынках уже несколько десятков лет, связана с необходимостью их оценки с точки зрения реакции национальной экономики на изменения глобального финансового ландшафта, выявления наибольших угроз для финансовой системы страны и учета такой информации в государственной политике.

В известной степени ключевые предпосылки формирования современных финансовых трендов — глобализация и научно-технический прогресс, и их следствия — стремление к консолидации и появление новых финансовых продуктов и способов их доставки, амбивалентны. Названные процессы тесно переплетены и то, что выступает следствием, может существенно



Рис. 1. Ключевые факторы консолидации финансовых рынков

интенсифицировать процесс, выступавший как причина. В таком контексте предлагаемая ниже система детерминант и их следствий, является несколько усложненной.

Интеграция, выделенная нами как современный тренд развития финансовых рынков, понимается в широком смысле как процесс объединения отдельных частей в целое. На современных финансовых рынках интеграционные процессы находят выражение в трех плоскостях: в территориальном аспекте как усиление интернационализации капитала; в аспекте размеров как усиление концентрации финансового капитала; в аспекте охвата финансовых продуктов как тенденция к универсализации финансовых институтов. Данные изменения носят скорее количественный характер и стимулируются преимущественно эндогенными факторами.

Наиболее существенными катализаторами интеграционных процессов выступили дерегуляция финансовой деятельности и прогресс в коммуникационных технологиях.

Интернационализация капитала (рис. 1) выражается в росте взаимных финансовых потоков между странами. Такое трансграничное движение финансовых ресурсов может осуществляться либо через движение финансовых активов, либо в форме физического присутствия (поглощение местного финансового института, образование холдинговой структуры, открытие филиалов, дочерних компаний), т. е. через транснационализацию деятельности.

Именно процессы транснационализации стали институциональной основой для развития международной банковской деятельности (international banking). И если первые этапы формирования данной сферы были связаны с обслуживанием размещения ценных бумаг американских эмитентов на рынках Европы, расширением присутствия на развитых рынках, то последняя «волна» транснационализации банковской сферы была связана с экспансией на развивающиеся рынки. Объемы международных слияний и поглощений (Mergers and Acquisitions — M&A) в финансовой сфере, начиная с 1990-х гг. и на пике в 2008–2009 гг., возросли практически в 10 раз [1]. В последние годы крупных финансовых M&A не наблюдается, хотя отмечается некоторое оживление: так, в 1 квартале

2011 г. общий объем глобальных операций M&A составил около \$140 млрд против \$63 млрд в 1 квартале 2010 г. [2].

Финансовая концентрация. Следует отметить, что операции M&A осуществляются не только с целью международной экспансии, а также с целью усиления конкурентных позиций за счет увеличения объема финансового института. Так, в США в период 1980–2000 гг. количество банков сократилось на 40% [4]. Концентрация банковского капитала здесь усилилась в связи со снятием регуляторных ограничений на экспансию банковского бизнеса. В 1994 г. был принят Акт Ригла–Нейла (Riegle–Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act), который отменял ограничения на открытие филиалов банка вне штата его регистрации.

Процессы концентрации финансового капитала также обусловлены стремлением обеспечить финансовую устойчивость за счет капитализации, тем более, что это отвечает современным регуляторным требованиям. Согласно новым стандартам «Базель III» (вступает в действие с 2012 г.) банковский капитал должен возрасти втрое в относительных величинах, а в абсолютном размере, по некоторым оценкам, на 112 млрд евро. На рынке страховых услуг, вступившая в силу в 2009 г., Директива ЕС Solvency II предусматривает ужесточение требований к достаточности капитала.

Консолидация затрагивает не только финансовые институты, но и инфраструктурные подсистемы финансового рынка. Речь идет об объединении и глобализации организованных финансовых рынков¹. Сегодня в мире насчитывается около 20 больших фондовых бирж, и продолжающиеся тенденции консолидации (проявляют активность операторы Тайваня, Гонконга, Китая; ММВБ готовится к приобретению РТС) указывают на то, что в достаточно близкой перспективе рынок будет сформирован несколькими крупными операторами. Ключевыми стимулами такой консолидации систем торговли выступают: возможность расширить клиентскую базу, получение конкурентных преимуществ за счет контроля над рынками, возможность воспользоваться новыми технологиями торговли, синергетические эффекты².

Универсализация финансовых институтов. Интегрированный характер финансовой индустрии формируется под воздействием снижения регуляторных барьеров между рынками. В частности, в 1999 г. с принятием в США закона Грема – Литча – Блителя

¹ В качестве недавних примеров можно привести начатые в 2011 г. процессы слияния между London Stock Exchange Group и оператора бирж Торонто и Монреаля TMX Group (лидеры по капитализации добывающих компаний — стоимость около \$9 млрд) — временно приостановлено в результате решения акционеров, и слияние Deutsche Boerse и NYSE Euronext в Alpha Beta Netherlands Holding N.V. («Holdco») (в результате произойдет объединение 11 рынков деривативов, или порядка 90% европейских рынков деривативов, общая стоимость — \$25 млрд) — проходит процедуру формального согласования в ЕС. В целом же две созданные структуры могут сформировать рынок с общей капитализацией обращающихся инструментов \$20 трлн, или 36% рыночной капитализации мирового рынка [5, 6].

² По оценкам самих бирж, слияние Deutsche Boerse и NYSE Euronext позволит получить около 300 млн евро экономии в год [6].

(Gramm Leach Bliley Financial Modernization Act) «пал» один из ключевых форпостов раздельного банковского бизнеса. Согласно этому закону банкам в США разрешается преобразовываться в финансовую холдинговую компанию (financial holding company), т. е. стать ограниченными универсальными банками (restricted universal banks). Объективно возможным процессом универсализации финансовых институтов сделал прогресс в области информационных технологий: экономически целесообразным оказалось создание сложных интегрированных финансовых продуктов.

Развитие технологий выступает экзогенным фактором развития финансовых рынков. Но строго утверждать это можно лишь на этапах появления новой технологии: будучи эффективно применяемой в финансовой практике, в дальнейшем ее развитие стимулируется спросом со стороны финансового сектора.

Наиболее значимыми последствиями прогресса в технологиях обработки, хранения и обмена информацией для финансовых рынков стали качественные изменения в структуре финансовой индустрии.

Изменения в каналах доступа к финансовым продуктам (рис. 2) — в последнее десятилетие финансовые услуги все чаще предоставляются через электронные устройства, например ПК, мобильные телефоны и т. п., чем через традиционные каналы — банковские отделения, сотрудники финансовой организации.

Изменения в институциональной структуре финансовой индустрии — появление новых типов финансовых институтов (интернет банки, такие как Wingspan, Egg; брокерские компании, работающие в режиме реального времени; агрегаторы); появление вертикально-интегрированных компаний, включающих финансовые организации, телекоммуникационные компании, компании предоставляющие интернет-доступ.

Изменения в торговой инфраструктуре финансовых рынков, которые выражаются в распространении использования электронных платформ торговли. Роль традиционных биржевых рынков постепенно снижается, в результате, фондовые биржи пытаются дополнить классическую «физическую» торговлю электронными торгами. Претерпевают изменения даже основополагающие принципы биржевой торговли — неприбыльный статус биржи. Биржи прибегают к демутуализации (demutualization) путем предоставления на платной основе консалтинговых, аналитических услуг.

В конечном итоге, следствия, связанные с технологией изменения в финансовой сфере, способны определять характер развития финансовых рынков в средне- и долгосрочной перспективе:



Рис. 2. Изменения в сфере финансовых рынков в результате технологического прогресса

- снижение затрат, связанных с предоставлением финансовой операции³, затрат на совершение торговых операций⁴,
- снижение эффекта масштаба в финансовой сфере,
- стандартизация технологических условий предоставления финансовых услуг,
- унификация торговых процедур,
- снижение размера первичных инвестиций (затраты на формирование филиальной сети, рекламные затраты, затраты на продвижение бренда).

В результате, на финансовых рынках происходит столкновение двух разнонаправленных тенденций — консолидация и повышение конкуренции. Результаты этого противостояния зависят от степени товаризации финансового продукта, т. е. возможности легко оценить продукт, стандартизировать его характеристики. Между степенью товаризации финансового продукта и уровнем конкуренции в соответствующем сегменте финансового рынка существует прямая связь. Так, в сфере большинства небанковских услуг, и особенно в сфере операций с ценными бумагами (брокерские услуги, услуги по организации торговли ценными бумагами, отдельные виды страхования), усиление конкуренции преобладает⁵. Однако, в сфере финансовых операций индивидуального характера, которые предусматривают наличие специфических активов (репутация, опыт успешной реализации операций), преобладает тенденция к консолидации.

Переходя к оценке последствий для экономики новых качеств финансовых рынков, следует отметить, что проблема интенсификации развития финансовых рынков, их влияния на экономическое развитие, приобрела в последнее время выраженную эмоциональную окраску. Неоднозначность роли финансовых рынков

³ По оценкам Goldman Sachs и Бостонской консультационной группы если принять за основу стоимость типовой операции, то осуществление ее через банковское отделение обойдется в \$1, но стоимость той же операции, осуществляемой онлайн — \$0,02. Совокупные расходы на содержание интернет-банков составляют 1% активов и менее, а в случае традиционных банковских отделений расходы достигают 2–3%.

⁴ Средний размер комиссии за использование электронных коммуникационных сетей в начале 2000-х гг. составлял \$0,05 за акцию, и постоянно снижается.

⁵ Брокерские компании, особенно предоставляющие услуги в режиме реального времени, идут на существенное снижение комиссий. Так, средний размер комиссии за одну операцию в середине 1990-х гг. составлял свыше \$50, в конце 1990-х — уже порядка \$16. На сегодня отдельные брокерские компании декларируют нулевые комиссии.

в контексте финансовой стабильности поднимает вопросы «социализации» финансовых рынков, меры «ответственности» за вклад в дестабилизацию экономики. Именно в этом контексте можно рассматривать, а не только с позиции решения проблемы долгового кризиса, возродившуюся полемику относительно «налога Тобина».

Произошедшие изменения в финансовой индустрии, бесспорно, дают достаточно преимуществ: снижение стоимости финансовых операций, доступность финансовых услуг, повышение мобильности капитала, усовершенствование инструментария управления финансовыми рисками. Но вместе с тем, на глобальных интегрированных рынках чрезвычайно усложнилась процедура оценки финансовых активов — инвестору сложно получить исчерпывающую информацию относительно объекта вложения, проблематично оценить национальные особенности объекта вложения. В этих условиях существенно меняются ключевые детерминанты инвестиционного поведения, а усиление психологических детерминант стало причиной появления нового раздела финансовой науки — поведенческих финансов (автор — Дениэл Канеман, лауреат Нобелевской премии по экономике 2002 г.). Вместе с этим снижение значимости доходных характеристик (таких как процентная ставка) при принятии инвестиционных решений отмечает и МВФ [3]: для индивидуальных и институциональных инвесторов большее значение имеют ожидания относительно макроэкономической динамики и снижение уровня суверенных рисков.

Повышение мобильности финансовых ресурсов, высокая степень открытости, особенно малых экономик, создает проблему неконтролируемого оттока капитала, что, в свою очередь, может привести к резкой потере ликвидности в финансовой системе.

Кризис в области государственных финансов отдельных развитых стран еще больше обострил перманентную проблему некачественных активов в банковской системе (Nonperforming Loans — NPL). С начала мирового финансового кризиса европейские банки списали долги на сумму 238 млрд евро, и это без учета недавних соглашений по государственному долгу Греции. В отношении NPL, кроме того, сложилась несколько парадоксальная ситуация — ужесточение регулятивных требований в отношении принятия рискованных активов, информированность индивидуальных инвесторов в отношении рисков создают проблему «абсорбирования» рисков. Ранее роль держателей рискованных активов, имеющих возможность не продавать их на спад, выполняли страховые компании и крупные частные инвесторы. Теперь, первые — не имеют права, вторые — избегают риска.

«Проблема больших банков», тех которые Банк Англии определяет как «крупные сложные институты» (large complex financial institutions) состоит в том, что деятельность таких институтов ведется по многим направлениям, поэтому финансовые проблемы подобных структур вызывают волну потрясений на всех финансовых рынках. При этом возможности консолидированного надзора и регулирования их деятельности ограничены.

Для Украины наиболее существенной на современном этапе выступает проблема зависимости от внешнего финансирования. Недостаточная финансовая глубина, слабость ресурсного потенциала, одновременно с низкой диверсификацией экспорта ведет к высокой зависимости экономики от мировой конъюнктуры на товарных и финансовых рынках. Учитывая, что «встроенные» дефициты украинской экономики — пенсионные выплаты и энергетический сектор — в ближайшем будущем не будут сокращаться, потребность национальной экономики во внешнем финансировании не будет снижаться. По результатам 2010–2011 гг. можно отметить определенные положительные тенденции — изменение структуры фондирования в пользу депозитов, снижение долларизации, рост капитализации банковского сектора, рост кредитования, улучшение качества кредитного портфеля банков. Но если оценить факторы, которые обусловили подобную «стабилизацию» — иностранные инвестиции, улучшение конъюнктуры товарных рынков — то становится очевидным отсутствие действенных внутренних механизмов обеспечения экономического развития, полное отсутствие иммунитета к «финансовой инфекции».

Список использованных источников

1. International banking and financial market developments//BIS Quarterly Review — Bank for International Settlements: Monetary and Economic Department Basel, Switzerland. September, 2011. <http://www.bis.org>.
2. Jim Finnegan. Global Mergers and Acquisitions Activity Continues to Rise//Weekly Market Update. 24May, 2011.
3. Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies. International Monetary Fund. Washington, DC. September, 2011.
4. Джерело: С. Классенс, Т. Гласснер, Д. Клінггелл. Фінанси у новому тисячолітті. Вашингтон: Світовий банк, 2000.
5. <http://www.londonstockexchange.com>.
6. <http://www.nyse.com>.

Modern trends in financial markets

E. V. Lyubkina, PhD, associate professor, department of finance, Kiev national university named after T. Shevchenko.

V. A. Batkovsky, deputy head of department, General economic department, National bank of Ukraine.

The paper contains an analysis of objective conditions for the development of modern financial markets. We consider the qualitative changes in the financial industry, as well as threats to national and world economies in connection with the development of financial markets.

Keywords: