

РЕЦЕНЗИЯ на рукопись в ЭНЖ СПбГУНиПТ

УДК 336.76 № специальности ВАКРФ 08.00.10- финансы, денежное обращение и кредит

Название статьи Влияние глобального кризиса на предпринимательскую деятельность финансовых посредников на развивающихся рынках

Автор Сергеева Ирина Григорьевна, д.э.н., профессор

Рецензент Никифорова Вера Дмитриевна, д.э.н., профессор, niko sas sasniko@yandex.ru, СПбГУЭФ

Рецензент заполняет в таблице оценки в 3 столбце строки 1-4 одной цифрой оценки в каждой строке:

№ пп	Наименование оценки	Оценка 0, 1, 2, 3, 4, 5 (5 – высшая оценка)	Примечания
1	Степень соответствия содержания тематике ЭНЖ	5	Работа соответствует тематике ЭНЖ. В работе освещены проблемы экономического характера, а именно, влияние кризиса на деятельность финансовых институтов на развивающихся рынках.
2	Актуальность	5	Актуальность представленной работы не вызывает сомнений. Необходимость исследования деятельности финансовых посредников определяется высокой степенью риска осуществляемых ими операций, особенно в период финансового кризиса.
3	Научный уровень	5	Научный уровень работы соответствует предъявляемым требованиям. Работа обладает научной новизной, просматривается аналитический подход к рассмотрению проблемы регулирования деятельности финансовых посредников в период кризиса.
4	Практическая ценность	5	Практическая ценность работы не вызывает сомнений. Изложенные в работе выводы и положения могут быть использованы как в российской практике государственного регулирования предпринимательской деятельности на финансовом рынке, так и в учебном процессе.

Текст рецензии:

Проблема взаимодействия финансовых посредников в период глобального кризиса является одной из наиболее актуальных, как для развитых, так и для развивающихся стран. В работе исследуются процессы воздействия финансового кризиса на деятельность банков на развивающихся рынках, инструменты финансирования, используемые иностранными и национальными банками, анализируются изменения в процессах секьюритизации. В ходе исследования автором выявлены общие для развивающихся рынков факторы, влияющие на степень эффективности проводимой антикризисной политики.

Работа представляет научный, учебный и практический интерес для преподавателей, студентов, а также для широкого круга читателей. Все представленные автором положения и выводы логичны, аргументированы и представляют определенный научный интерес.

По глубине научного анализа, продуманности научных подходов к исследованию различных аспектов проблемы, продуманности и аргументированности представленных выводов и положений работа соответствует требованиям, предъявляемым к научным трудам такого рода.

Основываясь на вышеизложенном, можно сделать вывод, что рецензируемая работа представляет научный интерес, носит творческий, самостоятельный характер и может быть рекомендована к опубликованию.

Подпись рецензента _____

Дата _____

Влияние глобального кризиса на предпринимательскую деятельность финансовых посредников на развивающихся рынках

И.Г. Сергеева irsergeeva@mail.ru

Санкт-Петербургский государственный университет низкотемпературных и пищевых технологий, кафедра экономики и предпринимательской деятельности

Аннотация: Несмотря на очевидное влияние глобального кризиса на экономику стран с развивающимися рынками, они демонстрировали большую устойчивость к негативным воздействиям кризиса по сравнению с развитыми странами. Начиная с 2009 г., страны с развивающимися рынками в целом опережают по темпам экономического роста и стоимости активов развитые страны.

Публикация сосредоточена на нескольких проблемах: приток капиталов и международное банковское кредитование; финансовое посредничество на развивающихся рынках во время кризиса; воздействие кризиса на местные денежный и долговой рынки; инструменты центральных банков в период кризиса.

Ключевые слова: развивающиеся рынки, финансовые посредники, глобальный кризис, секьюритизация, валютный рынок, международное банковское кредитование

Impact of the global crisis on financial intermediaries' activities in emerging market economies

I.G. Sergeeva irsergeeva@mail.ru

Saint-Petersburg state university of refrigeration and food engineering

Summary: Emerging market economies (EMEs) were significantly affected by the global financial crisis. Nevertheless, EMEs displayed remarkable resilience as compared with advanced economies. Since 2009, EMEs have outperformed advanced economies, both in terms of economic growth and in asset price valuations.

The publication focuses on several issues: capital flows and cross-border lending; financial intermediation in EMEs during the crisis; the impact of the crisis on local money and debt markets; central bank instruments in response to the crisis.

Key words: emerging market economies, financial intermediaries, global crisis, securitisation, FX market, cross-border lending

Финансовые кризисы 1980-х и 1990-х годов сопровождались резким оттоком капиталов из стран с развивающимися рынками. Глобальный кризис 2008-09 гг. также сопровождался значительным оттоком капитала, но он обладал рядом отличительных особенностей по сравнению с прошлыми кризисами. С одной стороны, развивающиеся рынки стали более устойчивыми к воздействию оттока капиталов, так как бюджеты большинства этих государств были сбалансированными или профицитными, как в России. С другой стороны, осуществляемая странами с развивающимися рынками политика не могла предотвратить отток капитала, вызванный серьезным сокращением операций по международному

кредитованию крупнейшими банками развитых стран. Предпринимаемые развивающимися странами меры такие, как значительный рост процентных ставок, не оказали серьезного влияния на процесс международного кредитования, пока не наступила глобальная финансовая стабилизация. Следовательно, развитым странам следует проводить политику по поддержанию собственных финансовых и кредитных институтов для предотвращения экспорта кризисных явлений на рынки развивающихся стран. Тем не менее, уже к середине 2009 г. началось активное восстановление притока капиталов в развивающиеся экономики, что свидетельствует о возврате заинтересованности иностранных инвесторов в подобных инвестициях. Кроме того, наблюдалось уменьшение оттока капитала, что способствовало оживлению экономического развития в 2009 г. на развивающихся рынках.

Влияние финансового кризиса на деятельность банков на развивающихся рынках проявляется в следующих формах:

- изменения в банковских бизнес-моделях (включая финансирование, кредитование, ликвидность);
- реакция на кризис иностранных и национальных банков;
- изменения в процессах секьюритизации.

Анализируя деятельность банков на развивающихся рынках, следует отметить различия в структуре их собственности. Наиболее сбалансированной по структуре собственности является банковская система стран Азии: 24% составляют государственные банки, 38% - частные внутренние банки, 27% - иностранные банки, 11% - другие банковские институты (кредитные союзы, кооперативные банки и др.). По сравнению с другими развивающимися рынками такая структура свидетельствует об относительной важности для стран азиатского региона (особенно для Китая и Индии) сохранения государственных банков и других банковских институтов. В странах Латинской Америки иностранным и частным банкам принадлежит примерно по 40% активов, государственные банки владеют 20% активов. В странах Центральной и Восточной Европы доминируют иностранные банки, которым принадлежит более 60% общих банковских активов.¹

До начала кризиса финансирование банков на развивающихся рынках характеризовалось следующими главными направлениями:

- депозиты в целом росли медленнее, чем банковские кредиты, что приводило к росту коэффициента отношения кредитов к депозитам;
- банки все более полагались на внешние источники финансирования, которые использовались для наращивания их кредитной экспансии.

С наступлением кризиса в конце 2008 г. как внутренние, так и внешние источники финансирования банков на развивающихся рынках иссякли. Темпы роста внутреннего финансирования упали с 15-25% в 2007-08 гг. до 0-

¹ www.bis.org

7% в 2009 г.² Среди внутренних источников финансирования в наибольшей степени сократились объемы депозитов и рыночного финансирования, включающего заимствования на денежном рынке и рынке облигаций. В конце 2009 г. банки некоторых азиатских стран, таких как Китай, Индия, Филиппины и Таиланд, возобновили выпуск ценных бумаг, в основном краткосрочных инструментов денежного рынка.

В течение 2009 г. банковская система демонстрировала отрицательные темпы роста внешнего финансирования. Темпы роста краткосрочных обязательств упали с -10% до -40% в годовом исчислении.³ Произошло стремительное падение долгосрочных обязательств в странах Центральной и Восточной Европы, где местные банки рассчитывали на долгосрочное финансирование со стороны иностранных банков, и в странах Латинской Америки, особенно в Бразилии и Чили. Умеренный рост долгосрочных обязательств наблюдался только на азиатских рынках. Данная ситуация отражает как нарушения в работе глобальных денежных рынков, так и временный перерыв в поступлении международных кредитов на развивающиеся рынки.

Банки в странах с развивающимися рынками, в целом приспособившись к кризису, добились стабилизации своего финансового положения. Оптимизируя источники финансирования, банки сократили зависимость от внутреннего и внешнего рыночного финансирования путем привлечения денежных средств домохозяйств на депозиты и использования кредитов, получаемых на местных межбанковских рынках.

Следующий источник финансирования – секьюритизация банковских кредитов – также попал под воздействие кризиса. Несмотря на то, что секьюритизация не получила широкого распространения на развивающихся рынках, до кризиса в некоторых странах разрабатывались планы по ее развитию.

Изменяя структуру кредитования, банки понизили объемы выдаваемых предприятиям и домохозяйствам кредитов и увеличили долю государственных долговых обязательств и низкорисковых ссуд. Для повышения своей ликвидности банки привлекают краткосрочные активы, сокращают свою деятельность на межбанковском рынке, переориентируясь на операции с центральными банками.

С 2002 г. на развивающихся рынках наблюдался интенсивный рост кредитования частного предпринимательства. Данный кредитный рост объясняется действием ряда циклических, структурных и политических факторов. В качестве ключевых циклических факторов следует выделить низкие реальные процентные ставки и устойчивый рост глобальной экономики. Стремительное развитие финансового сектора и растущая экономическая и финансовая интеграция развивающихся рынков с развитыми экономиками являлись важнейшими структурными факторами.

² www.bis.org

³ www.bis.org

Более упорядоченная макроэкономическая политика с акцентом на поддержание финансовой стабильности на развивающихся рынках также способствовала росту объемов кредитования. Действуя одновременно, эти факторы стимулировали диверсификацию портфелей глобальных инвесторов и способствовали росту притока капитала для финансирования кредитной экспансии на развивающихся рынках.

С наступлением кризиса в 2008-09 гг. в большинстве развивающихся стран регистрировались отрицательные темпы роста кредитов. В 2009 г. рост корпоративных кредитов на развивающихся рынках резко замедлился. Кредитование государственного сектора выросло в странах Центральной и Восточной Европы и, особенно в странах Латинской Америки, тогда как в азиатских странах данное кредитование сократилось.

В докризисный период наиболее распространенным в странах Центральной и Восточной Европы являлось кредитование в иностранной валюте домохозяйств. Так, доля валютных кредитов в этих странах составляла около 35% от общей суммы выданных местными банками кредитов по сравнению с 15-18% на других развивающихся рынках.⁴ Привлекательность этого вида кредитования объясняется действием следующих факторов: относительно стабильными курсами национальных валют, высокими процентными ставками на внутренних рынках некоторых стран. На микроэкономическом уровне иностранные банки предоставляют кредиты в иностранной валюте с целью повышения уровня своей конкурентоспособности на местном рынке, способствуя снижению затрат на финансирование на растущих рынках. Однако из-за макроэкономической нестабильности такое кредитование не свидетельствует о традиционном валютном замещении, т.е. использовании иностранной валюты вместо национальной валюты или параллельно с ней в качестве средства платежа и накопления. Более того, при таком кредитовании банки недооценивают степень риска, принимаемого заемщиком из-за несоответствия валют, так как заемщик получает доходы в местной валюте, а его долговые обязательства выражены в иностранной валюте. Таким образом, в условиях кризиса кредиты в иностранной валюте являются наиболее уязвимыми.

В период кризиса наблюдались значительные изменения в структуре банковских активов. В странах Центральной и Восточной Европы резко сократились вложения банков в долгосрочные национальные корпоративные и государственные облигации при значительном росте вложений в долгосрочные иностранные облигации. Кроме того, в большинстве развивающихся стран банки увеличили вложения в краткосрочные ценные бумаги, в том числе в инструменты денежного рынка.

Следует признать, что международное банковское кредитование выступало в качестве главного финансового канала для распространения глобального кризиса на рынки развивающихся стран. При этом происходили

⁴ www.bis.org

следующие изменения в деятельности иностранных банков на развивающихся рынках:

- иностранные банки становились главными участниками внутренних финансовых рынков большинства развивающихся стран. Так, к концу 2008 г. общий объем кредитования иностранных банков на развивающихся рынках достиг в Азии 1500 млрд. долларов, в Европе 900 млрд. долларов и в Латинской Америке 800 млрд. долларов;⁵

- европейские развивающиеся рынки, за редким исключением, относились с доверием к международному кредитованию, несмотря на то, что использование международных кредитов, особенно в сфере оптовой торговли, подвергает банковский сектор рискам внезапной остановки финансирования. Тем не менее, участие иностранных банков на развивающихся рынках следует оценивать не только в период кризисов, но и в долгосрочной перспективе. Опыт большинства европейских развивающихся рынков свидетельствует, что рост присутствия иностранных банков, сопровождаемый процессами приватизации местных банков, способствует улучшению функционирования банковского сектора;

- появились две модели международного банковского кредитования. При одной модели иностранные банки централизуют управление ликвидностью, структуру капитала и кредитные решения, связывая свою деятельность на развивающихся рынках с совокупными решениями по кредитованию. Для другой модели характерна децентрализация банковской деятельности с отдельным управлением ликвидностью.

Таким образом, размер иностранных банков, выбранная ими модель кредитования и их организационная структура в период кризиса оказывают значительное влияние на кредитные рынки развивающихся стран.

В период кризиса деятельность иностранных банков на развивающихся рынках характеризуется рядом особенностей. Во-первых, в течение кризиса дочерние банки на некоторых развивающихся рынках финансируют материнские банки для поддержания их ликвидности и финансового положения. Такая деятельность создает проблемы в тех странах, где отсутствуют свободные рынки иностранной валюты. В тоже время возможна ситуация, когда материнские банки финансируют дочерние банки для их поддержки в период кризиса.

Во-вторых, в некоторых странах иностранные банки оказывают значительное воздействие на внутренние межбанковский и кредитный рынки. Так, в период кризиса иностранные банки раньше, чем национальные банки, покидали межбанковский рынок, концентрируя свою активность на операциях с центральным банком. Кроме того, дочерние компании иностранных банков в период кризиса стабильно осуществляли кредитование в национальной валюте. Однако после банкротства банка Lehman Brothers иностранные банки, в том числе действующие на рынках Китая и Бразилии, стали отставать по объемам выдаваемых кредитов от национальных банков.

⁵ www.bis.org

Также они начали сокращать предоставление отдельных видов кредитов, в частности потребительских кредитов.

Чтобы оценить реакцию внутренних финансовых посредников на кризис, первоначально необходимо проанализировать их структуру на развивающихся рынках. Доля банков значительно превышает долю небанковских финансовых посредников, составляя в среднем 70-80% от общей стоимости активов финансового сектора. При учете деятельности финансовых посредников на рынках акций и облигаций различия в их структуре значительно возрастают. До начала кризиса (в конце 2007 г.) более чем в половине стран с развивающимися рынками уровень капитализации на рынке акций был равен или превышал размер ВВП соответствующей страны. Многие страны сформировали значительные рынки облигаций, составлявшие от 50 до 100% от внутреннего ВВП. В период кризиса рынок акций пострадал сильнее, чем другие сегменты финансового сектора развивающихся стран: в 2008-09 гг. цены акций упали на 20-40%.⁶ Следовательно, банки продемонстрировали более высокий уровень устойчивости в период кризиса по сравнению с другими финансовыми посредниками.

Кризис оказал значительное влияние на различные сегменты финансовых рынков развивающихся стран. Влияние кризиса на валютный рынок проявилось в уменьшении числа финансовых посредников на торговых площадках и сокращении сроков обращения инструментов на рынках валютных производных контрактов с прекращением сделок с долгосрочными (от 5 до 7 лет) валютными свопами. Другим результатом воздействия кризиса стало упорядочение документооборота по сделкам, введение более строгих требований к обеспечению по сделкам со свопами и перемещение сделок с производными инструментами с внебиржевого на биржевой рынок. Это очевидно приводит к общему сокращению рисков на рынке.

Степень и продолжительность влияния кризиса на валютные рынки определяется рядом факторов. Важнейшими являются такие внешние факторы, как финансовое состояние банков-участников рынка, изменения в ожиданиях инвесторов и их стремление избежать риска. Следующим фактором выступает степень и глубина финансовой интеграции. При этом влияние кризиса на слабо развитые рынки гораздо меньше, чем на развитые рынки, особенно на сегмент производных финансовых инструментов. Кроме того, важным является доступ страны к иностранным резервным фондам, возможность использовать такие инструменты, как свопы и репо, или получать финансирование за счет средств Международного валютного фонда.

Основной проблемой деятельности центральных банков на валютном рынке является доступность иностранной валюты. Большинство центральных банков привлекали средства своих резервных фондов иностранной валюты, что в некоторых случаях привело к их значительному сокращению к

⁶ www.bis.org

середине 2008 г. в странах Азии - на 15-30%, в странах Латинской Америки - на 7-15% и в других развивающихся странах - на 25-35%.⁷ Таким образом, кризис поставил перед развивающимися странами две проблемы:

- сохранение достаточности иностранных валютных резервов:
- альтернативные по отношению валютным резервам способы накопления иностранной валюты.

При анализе достаточности валютных резервов следует учитывать влияние на рынки не только размеров резервов, но и скорости и продолжительности их сокращения. Так, в России объем валютных резервов составлял в конце 2007 г. 467 млрд. долларов, а к началу 2010 г. составил 417 млрд. долларов.⁸ Кроме того, в некоторых странах сосредоточены значительные объемы иностранной валюты как на уровне государства (в суверенных фондах благосостояния), так и на уровне частного сектора (в пенсионных фондах, страховых компаниях). Частичное возвращение этих активов на национальные рынки в период кризиса способствовало бы стабилизации условий внешнего финансирования. При этом показатели достаточности валютных резервов смогли бы превысить потребность в них.

Альтернативным по отношению к валютным резервам способом получения финансирования в иностранной валюте является заключение соглашений о валютных свопах между центральными банками развитых и развивающихся стран. С одной стороны, очевидно, что валютные свопы играют важную роль в восстановлении стабильности и доверия на глобальных валютных рынках. С другой стороны использование валютных резервов предполагает большую определенность и свободу действий для центральных банков развивающихся стран по сравнению с альтернативными способами финансирования, так как возможность будущего участия в соглашениях о валютных свопах заранее не определена и свопы имеют ограниченный срок действия.

Вызванные кризисом трудности в сфере международного финансирования влияют на уровень ликвидности развивающихся рынков по следующим трем направлениям. Во-первых, на некоторых рынках растут затраты на международное финансирование в национальной валюте, так как финансовые институты осуществляют платежи по займам в иностранной валюте через рынок валютных свопов. Во-вторых, повышенный риск сторон при заключении сделок на межбанковском рынке наносит ущерб заемщикам, особенно иностранным банкам. В связи с этим некоторые банки вынуждены платить в среднем более высокие процентные ставки или сталкиваются с ограничениями в получении кредитов. В-третьих, наблюдается сокращение в сроках погашения инструментов финансирования банков.

Центральные банки развивающихся стран в период кризиса предпринимали следующие меры по привлечению финансирования в иностранной валюте в частный сектор:

⁷ www.bis.org

⁸ IMF; Thompson Reuters

- проводили сделки на наличном рынке, состоящие в том, что центральные банки приостанавливают программы по аккумулярованию резервов иностранной валюты и осуществляют валютные интервенции на наличном рынке;

- применяли валютные свопы для обеспечения ликвидности на рынках иностранной валюты;

- использовали сделки репо по иностранной валюте для обеспечения финансирования коммерческой деятельности и помощи компаниям в рефинансировании их внешних долговых обязательств;

- осуществляли валютные заимствования;

- выдавали безусловные или определенные государственные гарантии по внешним займам или банковским депозитам;

- вносили изменения в государственное регулирование для привлечения иностранных кредитов.

Помимо валютного рынка кризис воздействует на межбанковский рынок и рынок долговых обязательств. На некоторых развивающихся рынках под влиянием кризиса практически прекратилось межбанковское долгосрочное финансирование при сохранении рынка краткосрочного финансирования. Тем не менее, влияние кризиса на межбанковский рынок незначительно, по сравнению с его влиянием на валютный рынок.

Воздействие кризиса на внутренние рынки облигаций развивающихся стран ограничено. Например, в Мексике рыночная нестабильность, затронувшая валютный рынок (особенно компании, получившие убытки по открытым позициям на рынке производных финансовых инструментов), распространилась на внутренний рынок, что привело к росту спроса на ликвидность, массовому уходу участников рынка из взаимных фондов и продаже ценных бумаг. Эти процессы сопровождались резким падением спроса на 20-30-летние государственные облигации. Многие эмитенты не могли разместить новые выпуски ценных бумаг. В странах с относительно развитым рынком облигаций в условиях кризиса иностранные инвесторы стали продавать приобретенные ранее государственные облигации, что вызвало резкий рост спредов между ценами покупки и продажи и привело к приостановке рыночной деятельности. Реакция органов власти заключалась в предложении участникам рынка заключить сделки репо на государственные облигации.

На развивающихся рынках различают следующие факторы, влияющие на степень эффективности проводимой антикризисной политики:

- продолжительность и тяжесть кризиса, который в некоторых странах был очень коротким и ограниченным по своему воздействию. Следует отметить, что такие меры антикризисной политики, как повышение ликвидности или понижение процентных ставок являются более эффективными, если кризисные явления затронули в большей степени реальный сектор, чем финансовый;

- повышение устойчивости экономики к кризисным явлениям путем формирования международных резервных фондов и осуществления до кризиса мероприятий по предотвращению перегрева рынка;
- проведение последовательной экономической политики, особенно в финансово-бюджетной сфере, которая является решающей для поддержания стабильности и проведения антициклических мероприятий;
- формирование эффективной системы передачи информации, особенно в период кризиса, когда некоторые центральные банки привлекают для этих целей специализированные компании по связям с общественностью.