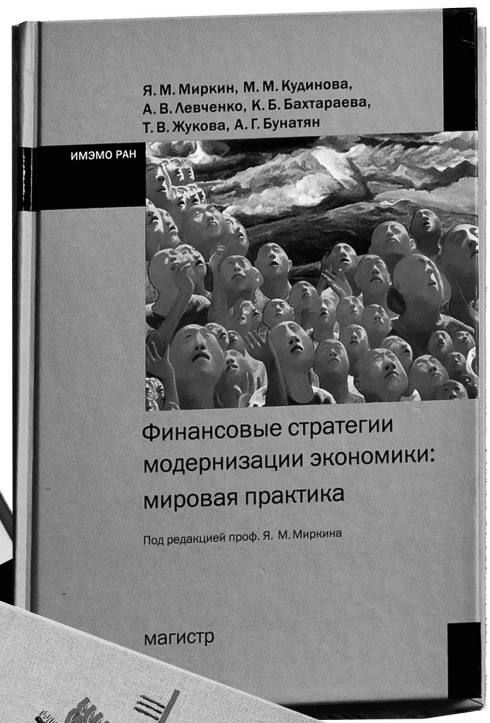
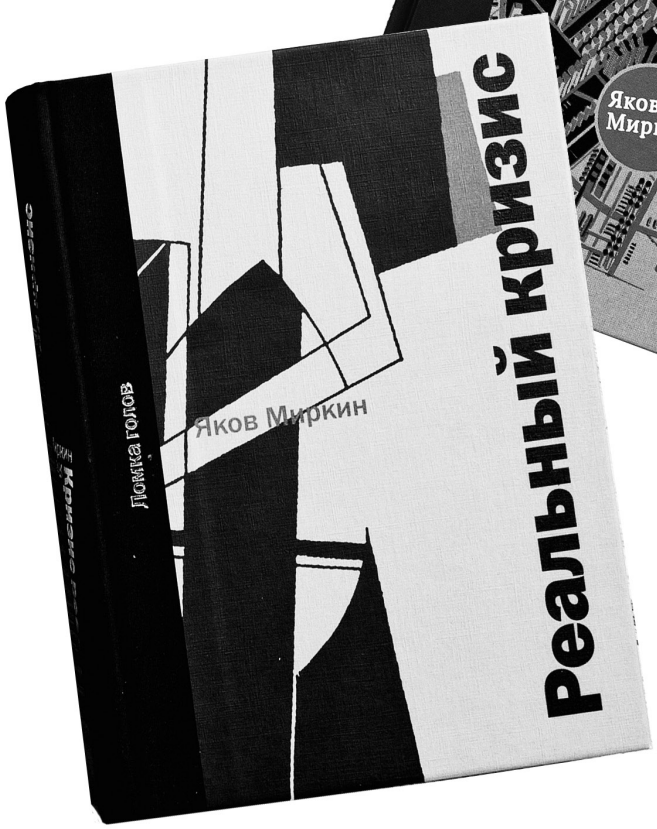
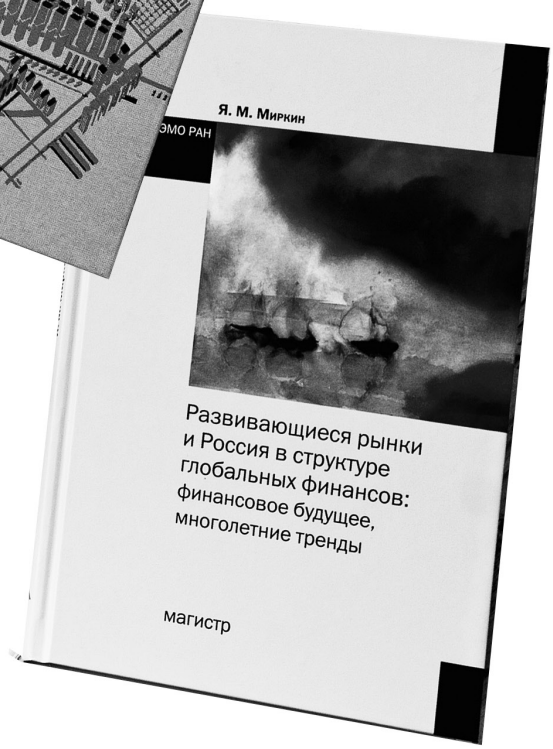
Я. М. Миркин, Т. В. Жукова, К. Б. Бахтараева,
А. В. Левченко, М. М. Кудинова
ИМЭМО РАН
1971—2025:
курсы валют, мировые цены
на сырье, курсы акций
магистр


Я. М. Миркин, М. М. Кудинова,
А. В. Левченко, К. Б. Бахтараева,
Т. В. Жукова, А. Г. Бунатян
ИМЭМО РАН
Финансовые стратегии
модернизации экономики:
мировая практика
Под редакцией проф. Я. М. Миркина
магистр

ФИНАНСОВЫЙ
КОНСТРУКТИВИЗМ
Яков
Миркин


Реальный кризис
Яков Миркин
Точка голов


Я. М. Миркин
ЭМО РАН
Развивающиеся рынки
и Россия в структуре
глобальных финансов:
финансовое будущее,
многолетние тренды
магистр

ФИНАНСЫ ДЕНЬГИ ИНВЕСТИЦИИ

Издается с 2003 года

Аналитический журнал

4/2016

(60)

Тема номера

Финансовая формула экономического чуда

Редакционный совет:

Абрамова М.А., д.э.н., проф.
Геронина Н.Р., д.э.н., проф.,
Красавина Л.Н., д.э.н., проф.,
Миркин Я.М., д.э.н., проф.,
Насибян С.С., д.э.н., проф.,
Попова Е.М., д.э.н., проф.,
Рубцов Б.Б. , д.э.н., проф.,
Семенкова Е.В., д.э.н., проф.,
Сумароков В.Н., д.э.н., проф.,
Хандруев А.А., д.э.н., проф.,
Хоминич И.П., д.э.н., проф.,
Агоп Саркисян, д.э.н., доц. (Болгария)

Главный редактор/
научный редактор
Кулакова Т. Ю., к.э.н.

С 18 октября 2016 г. журнал включен в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК (№ 1946)
Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)
Журнал включен в список рекомендуемой литературы УМО РЭУ им. Г.В. Плеханова по специальности «Экономика»

Адрес редакции и издателя:
Ленинградский пр-т,
дом 80, корп. Г, МФПУ «Синергия»
Телефон 8-916-646-09-30
http://finvector.ru
E-mail: nikainform@mail.ru

Подписной индекс
по каталогу «Роспечать» 81652

Учредитель и издатель:
ООО «Фининформсервис НИКА».
Свидетельство ПИ № 77-13080 выдано Министерством РФ по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций от 15.07.2002 г.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

Миркин Я. М., Добашина И. В.

Иностранные портфельные инвестиции в Россию: влияние санкций 3

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Комова А. В.

Возвращение Германии в мировую экономику (1948–1973 гг.): аспект финансовой политики 15

Бахтараева К. Б.

Финансовый форсаж в Италии: выход на высокие темпы экономического роста 21

Жукова Т. В.

Финансовая формула испанского экономического чуда 26

Пожилова Н. А.

Концепция секьюритизации: правовое регулирование в рамках ЕС 34

БИБЛИОГРАФИЯ

Содержание журнала «Финансы. Деньги. Инвестиции» за 2016 год 40

© **ООО «Фининформсервис НИКА»** Оформление оригинал-макета «Фининформсервис НИКА». Формат А4. Усл. печ. л. 5. Тираж 500 экз. Отпечатано в типографии ООО «Телер». Адрес: Москва, ул. Клары Цеткин, дом. 33, корпус 50. Подписано в печать. 09.12.2016. Дата выхода 16.12.2016. Перепечатка материалов и любое воспроизведение в электронном виде только с письменного разрешения редакции или по договору. Ссылка на журнал обязательна.

Иностранные портфельные инвестиции в Россию: влияние санкций[1]

Миркин Я. М., докт. экон. наук, профессор, зав. отделом международных рынков капитала, ИМЭМО
E-mail: Yakov.mirkin@gmail.com
Добашина И. В., канд. экон. наук, доцент,
ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»
E-mail: irina421@gmail.com

Аннотация Представлен факторный анализ потерь иностранных портфельных инвестиций в составе международной инвестиционной позиции России. Показано, что основная сумма потерь в FPI связана с динамикой курса доллара, мировых цен на нефть, шоками на финансовых рынках США и Китая, а также с такими внутренними факторами, как переход к свободному плаванью рубля, кризис, политические риски. Дана оценка потерь в иностранных портфельных инвестициях в связи с финансовыми санкциями против России.

Ключевые слова: валютный курс, бегство капитала, внешний долг, воздействие санкций, иностранные портфельные инвестиции, корпоративный долг, страновой рейтинг, финансовые риски, финансовые санкции, цена нефти.

Иностранные портфельные инвестиции в Россию всегда отличались сверхвысокой волатильностью при преимущественно спекулятивном характере. «Мыльный пузырь» на рынке акций 1995–1997 гг., завершившийся с наступлением азиатского кризиса осени 1997 года, «финансовая пирамида» государственного долга 1996 – августа 1998 гг. были во многом основаны на свободных действиях нерезидентов, которые сначала «раздували» рынки и цены на них, активно играя в кэрри-трейд, а затем стремительно, с обрушением, ушли с них (бегство капитала, «неожиданная остановка капитала»)[2]. Внутренний рынок акций незамедлительно (с 1995 года) стал глобальным, тесно коррелируя с циклами в глобальных финансах, динамикой цен на нефть и другими развивающимися рынками, прежде всего Бразилией и другими рынками Латинской Америки[3].

Эти связки полностью подтвердились в 2000-х годах, особенно в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. Иностранные портфельные инвестиции в Россию еще раз показали в динамике свой «штормовой», преимущественно спекулятивный характер (табл. 1)[4].

Демонстрируется сверхвысокая волатильность – всего лишь за семь лет – с 2000 г. до 2007 г. – в 11,4 раза выросли накопленные FPI, в том числе в акции – в 27,7 раз; затем наблюдалось падение в 3,3 раза в 2008 году, в том числе по акциям – в 3,7 раза (бегство капитала во время глобального кризиса 2008 года). Размер волатильности – один из самых высоких в мире. Затем всего лишь за год (2009 г.) случился «отскок» – взрывное увеличение накопленных FPI в Россию в 1,9 раза, по акциям в 2,1 раза. После этого в 2010–2013 гг. наблюдался медленный рост при очень высокой (на десятки процентов в год), но «приглушенной» волатильности (по сравнению с ее размерами в 2000–2009 гг.). Причина – долговой кризис в Европе. Рынок

[1] Статья выполнена в рамках исследования, осуществляемого за счет гранта Российского научного фонда (проект № 14-28-00097 «Оптимизация российских внешних инвестиционных связей в условиях ухудшения отношений с ЕС») в Институте мировой экономики и международных отношений РАН.

[2] Детальный анализ см. в кн.: Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина-Паблишер, 2002. – С. 133–134, 278–298.

[3] Там же. – С.135–175.

[4] Детальный анализ см. в кн.: Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. – М.: Кнорус, Geleos, 2011. – С. 58–59, 96–111, 252–255, 265–275.

Возвращение Германии в мировую экономику (1948–1973 гг.): аспект финансовой политики

Комова А. В., канд. экон. наук, ст. науч. сотр. отдела международных рыков капитала, ИМЭМО РАН
E-mail: komova.anna.v@gmail.com

Аннотация Проанализированы основные аспекты финансовой политики ФРГ периода 1948–1973 гг., в том числе инвестиционная политика, денежно-кредитная политика, налоговая политика, валютная политика. Выявлена формула экономического развития как сочетание директивных и либеральных мер. В отношении каждого вида политик показаны национальные особенности «экономического чуда».

Ключевые слова: финансовая политика, экономика ФРГ, политика развития, инвестиционная политика, налоговая политика, валютная политика, норма сбережения, монетизация.

Понятие «экономическое чудо» впервые было применено в отношении периода послевоенного восстановления и экономического роста Германии в конце 40-х – 50-х годах прошлого века. Термин появился в начале 50-х годов в немецких средствах массовой информации, но к 60-м годам он стал использоваться в политической и научной экономической среде. Впоследствии он нашел применение для характеристики быстрого экономического развития других европейских стран (Франции, Италии, Испании, Швеции, Греции и др.), Японии и новых индустриальных азиатских стран (Кореи, Сингапура, Гонконга, Тайваня) во второй половине XX века.

Основ успешного экономического развития ФРГ несколько. Первая – послевоенное восстановление – эффект низкой базы при высоком уровне технологического развития, компетенции кадров, качества основных средств, что позволяет ряду исследователей (в том числе Абельсхаузеру [1], Джаносси [5] и др.) утверждать, что быстрый рост экономики объясняется не «экономическим чудом», а движением в рамках долгосрочных трендов.

Второй фактор – заинтересованность развитых капиталистических стран, в первую очередь США, в интеграции Германии в международную экономическую систему, экономическая и технологическая помощь в начальный, наиболее значимый, период восстановления Германии (1948–1952 гг.).

Важнейшим условием была эффективная экономическая и финансовая, политика, создавшая условия для роста производительности экспортоориентированной экономики. Либеральные идеи Л. Эрхарда (конвертируемость валюты, постепенное снятие ценового контроля, снижение государственного участия в экономике при антимонопольной политике) в сочетании с представлениями К. Аденауэра (государственные инвестиции в основой капитал, сдерживание ревальвации национальной валюты, низкий процент) формировали успешную финансово-экономическую программу развития страны.

Периодизация финансовой политики Западной Германии

Финансовая политика Западной Германии в рамках «экономического чуда» охватывает три периода:

I – политика восстановления и нормализации (1948–1957 гг.) характеризовалась высоким уровнем нормы накопления (20-25 %[1]) за счет собственных средств и помощи США (до 1952 г.); заниженным

[1] Deutsche Bundesbank, март 2016 г. (Показатели Gross Fixed Capital Formation /Price Adjusted/, 2010 = 100, Gross Domestic Product /Price Adjusted/, 2010=100), IMF IFS, январь 2016 г. (Показатели Gross Fixed Capital Formation, Seasonally Adjusted, Gross Domestic Product, Seasonally Adjusted).

Финансовый форсаж в Италии: выход на высокие темпы экономического роста

Бахтараева К. Б., канд. экон. наук, ст. науч. сотр. отдела международных рынков капитала, ИМЭМО РАН
E-mail: bakhtaraeva@gmail.com

Аннотация В статье проанализированы основные факторы итальянского «экономического чуда» в 1950–1970 гг. Среди них: государственный интервенционизм в экономике и кредитной системе, экспортно ориентированный рост в условиях заниженного валютного курса, высокая норма накопления и иностранные инвестиции. Также раскрыты ключевые составляющие финансового форсажа, обеспечившие запуск экономической модернизации: система инструментов кредитного контроля, постепенная либерализация валютного режима и счета капитала, финансирование инвестиций, использование огосударствленных финансовых институтов.

Ключевые слова: экономическое чудо, финансовое развитие, кредитная система, инвестиции.

В Италии «экономическое чудо» 1950–1970 гг. по существу представляет собой трансформацию из аграрной страны в одну из ведущих индустриальных экономик Западной Европы. Этому способствовали: быстрые темпы роста (по данному показателю Италия заняла 3-е место после Германии и Испании); преобразование структуры ВВП (рост доли промышленности и сектора услуг), трехкратное увеличение подушевого ВВП, сокращение региональной дифференциации, рост качества жизни населения (табл. 1).

В основе быстрой модернизации экономики Италии – сочетание административных и рыночных инструментов, «тонкая» настройка работы финансово-кредитной системы в условиях «пирамидальной» структуры экономики (несколько крупнейших государственных холдингов и частных «гигантов» и десятки тысяч мелких и средних фирм [1, с. 114]). Важную роль сыграли также ключевые фигуры в руководстве страны и бизнесе.

Основные факторы «экономического чуда»

Главными факторами, определяющими «экономическое чудо» в Италии, стали:

• государственный «интервенционизм» в экономике и индустриальной политике (инфраструктура и низкие цены на сырье и энергию за счет государственных холдингов; значительные капитальные вложения государства); контроль за кредитной системой – перенаправление сбережений на государственные и частные инвестиции через банковскую систему, доминирование подконтрольных государству кредитных институтов, финансировавших крупный бизнес, при сохранении многочисленных мелких банков в регионах; государственное субсидирование кредитов и инвестиционных грантов через государственные институты развития и специализированные кредитные институты (далее – СКИ);

• экспортно ориентированный рост, что включает открытый доступ на внешние рынки при либерализации импорта и защите внутренних производителей (см. табл. 1), – за счет низких затрат на труд (отсутствие роста заработной платы до начала 60-х годов прошлого века), заниженного валютного курса и роста международного спроса;

• поддержание высокого уровня инвестиций в основной капитал (см. табл. 1), прямые иностранные инвестиции в капитало- и наукоемкие отрасли в условиях постепенной либерализации счета капитала.

Финансовая формула испанского экономического чуда

Жукова Т. В., канд. экон. наук, ст. науч. сотр. отдела международных рынков капитала, ИМЭМО РАН
E-mail: ttanya2001@gmail.com

Аннотация «Испанское экономическое чудо» – так называется период экономического бума в Испании в 1959–1973(1974) гг., когда правительство технократов при поддержке Франциско Франко проводило новою политику развития. Вместе с тем старт экономического роста пришелся еще на начало 50-х годов XX века, а подготовлен он был ударным развитием государственного промышленного сектора во второй половине 40-х годов. В 1986–1991 гг. после восстановления демократии произошло менее известное второе экономическое чудо. В этом отношении испанский путь форсированного развития, несмотря на начальные особенности экономико-политического строя (автаркия, авторитаризм, изоляция), подтверждает общие закономерности стран экономического чуда (чередование управляемого государством «разогрева» экономики и экономической стабилизации).

Ключевые слова: Испания, экономическое чудо, финансовая формула, промышленный рост, автаркия, индустриализация, импортозамещение, либерализация, экспорт, дирижизм, экономическая стабилизация, иностранные инвестиции, жесткая и мягкая монетарная политика.

Испанское чудо: вид сверху

«Испанское чудо» – экономический бум в Испании, продолжавшийся с 1959 по 1973 гг., в результате которого одна из беднейших стран Европы вышла на уровень развитой страны. После десятилетнего перерыва случилось второе экономическое чудо 1985–1991 гг. – меньшее по масштабу (табл. 1). По времени это событие совпало со вступлением Испании в Европейское экономическое сообщество (ЕЭС)[1].

Таблица 1

Темпы прироста ВВП в Испании, США и в среднем по Европе

Период / Регион	1948–1955	1956–1960	1961–1965	1966–1970	1971–1975	1976–1980	1981–1985	1986–1991
Испания	4,9	4,1	8,3	6,3	5,3	1,8	1,4	4,2
Среднее по странам Европы	4,2	4,0	5,3	4,9	3,3	3,1	1,7	2,8
США	3,8	3,5	4,3	4,8	2,8	3,7	2,5	3,5
Испания в % от среднего по странам Европы	116,4	101,5	156,2	126,9	162,5	57,2	83,3	148,1

Источник: Расчеты на основании базы данных IFS IMF 1954–1985 гг. Испания за 1949–1955 – De La Escosura. Spain's Gross Domestic Product, 1850–1993: Qoantitative Conjectures. Appendix [1].
Комментарии: Перечень стран Европы включает Испанию, Австрию, Бельгию, Данию, Финляндию, Францию, Италию, Нидерланды, Норвегию, Швейцарию, Великобританию, Германию и Португалию.

[1] В 1986 г. произошло третье расширение ЕЭС (присоединились Испания и Португалия). Подписание Маастрихтского договора о создании Европейского союза на основе Европейского экономического сообщества состоялось в 1992 г.

Концепция секьюритизации: правовое регулирование в рамках ЕС

Пожилова Н. А., магистрант, Московский государственный юридический университет им. О. Е. Кутафина (МГЮА)
E-mail: natalia229@mail.ru

Аннотация В рамках темы статьи рассматривается концепция секьюритизации в рамках права Европейского союза, а также основные направления реформирования права ЕС в данной области

Ключевые слова: Союз рынков капитала, инвестиции, право Европейского союза, ценные бумаги, секьюритизация, субъекты малого и среднего предпринимательства.

Определение понятия «секьюритизация»

В последние тридцать лет во мире происходит становление новой финансовой системы с развитым специализированным инструментарием, обеспечивающем так называемый «финансовый инжиниринг», что в условиях дерегулирования экономики должно было исключительно положительным образом повлиять на эффективность и безопасность рынков. Однако либерализация правил проведения коммерческих операций имеет и явно негативную сторону: сначала на рубеже XX–XXI веков за полтора года (1999–2002 гг.) индекс S&P500 упал на 50 % – с 1552 до 768, а затем, в 2008 году, «пузырь», лопнувший на рынке недвижимости в США, породил катастрофический по масштабам финансовый кризис, перекинувшийся за океан. Его последствия сказываются на экономике государств до сих пор [12, с. 199].

В рамках реализации одного из четырех ключевых принципов единого внутреннего рынка Европейского союза – свободы передвижения капиталов – дальнейшее усиление интеграции обусловило инициативу создания Союза рынков капиталов, «План действий» [3], по которому был принят 30 сентября 2015 г.

Несмотря на то что план, предложенный Комиссией ЕС, рассчитан на среднесрочную перспективу, существует несколько проектов, принятие которых ожидается в ближайшее время. Один из них – Регламент Европейского парламента и Совета Европейского союза, устанавливающий общие правила секьюритизации и создание европейской основы по осуществлению простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации [7].

Стоит отметить, что само обращение к секьюритизации отнюдь не случайно: фактически именно недостаточность правового регулирования в данной области, а также необоснованно сложная модель проведения процедуры, реализация которой связана с совокупностью исключительно математических показателей, стали одной из причин международного кризиса 2008–2009 гг.

Обратившись к понятию «секьюритизация», необходимо заметить, что в экономической теории данная концепция рассматривается как в широком, так и в узком смысле. В широком смысле секьюритизация представляет собой «замещение традиционных форм финансирования, в частности банковского кредитования, финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг» [16]. На самом деле в этом случае логичнее говорить о сущностной характеристике данного механизма или же о его основном принципе функционирования. На практике же секьюритизация рассматривается именно в узком значении в качестве качественно новой техники финансирования, которая, в свою очередь, также подразделяется на два вида секьюритизации:

1) традиционную (классическую);
2) синтетическую.

Содержание журнала «Финансы. Деньги. Инвестиции» за 2016 год

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Елизаров С. А. Экспортные страховые агентства: их роль в международной торговле и новые направления развития (№ 1)

Медведева М. Б., Афанасьев Д. Ю. Современный этап развития мировой экономики и формирование глобальных дисбалансов (№ 2)

Медведева М. Б., Гарцкия С. Б. Программы количественного смягчения в развитых странах и ЕС: возможные экономические последствия для стран БРИКС (№ 3)

ЭКОНОМИКА: СОВРЕМЕННОСТЬ И НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Барков Н. А. Российская система поддержки экспорта: основные направления совершенствования (№ 3)

ФИНАНСОВАЯ ИНТЕГРАЦИЯ

Долгова М. В. Совершенствование защиты прав на объекты интеллектуальной собственности таможенными органами в Евразийском экономическом союзе (№ 1)

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Комова А. В. Возвращение Германии в мировую экономику (1948–1973 гг.): аспект финансовой политики (№ 4)

Бахтараева К. Б. Финансовый форсаж в Италии: выход на высокие темпы экономического роста (№ 4)

Жукова Т. В. Финансовая формула испанского экономического чуда (№ 4)

Пожилова Н. А. Концепция секьюритизации: правовое регулирование в рамках ЕС (№ 4)

МЕЖДУНАРОДНЫЙ БИЗНЕС

Суходолов Я. А. Российско-китайские внешнеторговое сотрудничество как фактор развития экономики России (№ 1)

ФИНАНСОВЫЕ УСЛУГИ

Тихомиров Б. М. Военная ипотека: оценка эффективности рефинансирования (№ 2)

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Молокин А. С., Севанько А. М. Блокчейн как инструмент транзакций в системах криптовалют (№ 2)

Долгова М. В. Стартапы: как оправдать ожидания инвесторов и не проиграть в ценовой войне (№ 3)

БАНКОВСКИЕ ИНСТИТУТЫ

Петунин Н. С. Международная межбанковская система передачи информации и совершения платежей SWIFT (№ 2)

ИНВЕСТИЦИИ

Алиева И. Ф. Инвестиционный потенциал Азербайджанской Республики в контексте современных рисков и угроз (№ 1)

Аникин А. В., Аксенов Д. А. Анализ инвестиционной привлекательности угольной отрасли при принятии решении об инвестициях и финансировании проектов в Индонезии (№ 2)

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

Плотников А. Ю. Становление КНР и «новая экономическая политика» Поднебесной (1945 – начало 1960-х гг.) (№ 3)

Миркин Я. М., Добашина И. В. Иностранные портфельные инвестиции в Россию: влияние санкций (№ 4)

АУДИТ

Березюк В. И. Аудит малых предприятий: методика организации (№ 1)

СТРАХОВАНИЕ

Челухина Н. Ф. Особенности страхования финансовых рисков человеческого капитала (№ 3)

МЕНЕДЖМЕНТ

Милютина В. О. Развитие дистанционных форм занятости в современной мировой экономике (№ 3)