



ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС В РОССИИ И ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ: РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ АНАЛИЗ ФАКТОРОВ, ВЫЗВАВШИХ КРИЗИС

В.Ю. Абгалдаев¹, В.А. Бубнов²

¹ *Восточно-Сибирский государственный университет технологий и управления, г. Улан-Удэ, Российская Федерация*

² *Байкальский государственный университет, г. Иркутск, Российская Федерация*

Информация о статье

Дата поступления
1 ноября 2022 г.

Дата принятия к печати
6 декабря 2022 г.

Дата онлайн-размещения
23 декабря 2022 г.

Ключевые слова

Системный кризис;
национальная валюта; финансы;
государственный долг;
колебания; рынок ценных бумаг

Аннотация

Экономический кризис 1998 г. в Российской Федерации до сих пор является объектом активного изучения многими учеными-экономистами. Финансовые регуляторы России в лице ее Правительства и Центрального банка проводили скоропалительную, непоследовательную и непродуманную денежно-кредитную политику, порой перераставшую в простые спекулятивные операции на рынке ценных бумаг как внутри страны, так и за рубежом. В данной статье используются методы статистического и дедуктивного анализа для исследования российского финансового кризиса 1998 г., изучаются причины его возникновения, предпринимается попытка определить взаимовлияние и взаимосвязь событий на рынке ценных бумаг США и нефти развивающихся стран Юго-Восточной Азии с экономическим кризисом в России, повлиявших в целом на дестабилизацию ее экономики и ослабление национальной валюты. Поэтому, на наш взгляд, необходимо синтезировать взаимовлияние и взаимосвязь российского кризиса 1998 г. с падением цен на нефть в странах ЮВА и деятельностью хеджевых компаний США для выявления истинных причин кризиса, чтобы реально представить его системность. Выявлено, что в условиях экономического кризиса финансовым регуляторам не следует прибегать к помощи только отдельных рыночных субъектов. Если возлагать надежды лишь на хеджевые компании как на субъектов страхования рисков, это может привести к росту последних.

Original article

THE ECONOMIC CRISIS IN RUSSIA AND THE HEDGE FUNDS' ACTIVITIES: RETROSPECTIVE ANALYSIS OF THE FACTORS THAT CAUSED THE CRISIS

Vladimir Yu. Abgaldiev¹, Vyacheslav A. Bubnov²

¹ *East-Siberia State University of Technologies and Management, Ulan-Ude, the Russian Federation*

² *Baikal State University, Irkutsk, the Russian Federation*

Article info

Received
November 1, 2022

Accepted
December 6, 2022

Abstract

The economic crisis of 1998 in Russia is still the object of active study by many scientists economists. Financial regulators represented by the Government of Russia, the Central Bank pursued a hasty, inconsistent and ill-conceived monetary policy in the country, sometimes developing into simple speculative operations in the securities market both domestically and abroad. The article describes the methods of statistical

Available online
December 23, 2022

Keywords

Systemic crisis; national currency;
finance; state debt; fluctuations;
stock market

В своей новейшей истории Россия столкнулась с новым явлением — системным кризисом как одним из видов макроэкономического кризиса, который начался с наиболее острой фазы и завершился фазой политико-экономической стабилизации цикла финансового развития страны. Этот системный кризис 1998 г. протекал весьма остро и, в отличие от кризисов прошлых лет, затронул практически все стороны экономической жизни страны, на развитие которых повлияли спекулятивные операции на рынке ценных бумаг и колебания мировых цен на основные энергетические ресурсы. Следовательно, системный кризис можно разделить на кризис развития и кризис промышленного производства, которым сопутствовал глубокий финансовый кризис, принявший затянувшийся и системный характер. Так, по мнению А.П. Дидович, «финансовый кризис во многом отражает системный кризис, который затрагивает не только финансы и экономику, но социальную сферу и окружающую среду» [1, с. 119]. Поэтому основной целью статьи является ретроспективный анализ причин возникновения в России в 1998 г. финансового кризиса, принявшего системный характер, выявление его взаимосвязей с «азиатским» кризисом 1997 г. и деятельностью хеджевых фондов США.

17 августа 1998 г. Правительством России и Центральным банком РФ было принято «жесткое решение по объявлению фактического дефолта ГКО-ОФЗ» [2, с. 55], который ввел международные финансовые рынки в шоковое состояние. Поэтому такого рода кризис можно связать с фазами экономического цикла — подъемом и спадом, но с некоторыми особенностями.

После валютного кризиса 1994 г. Россия стала проводить ограничительную монетарную политику [3, с. 145] для обеспечения, по нашему мнению, внутренней макроэкономической стабилизации и восстановления международного доверия. В этих целях при поддержке Международного валютного фонда

and deductive analysis in the study of the Russian financial crisis of 1998, studies the causes of its occurrence, the attempt to determine the mutual influence and relationship of events in the US securities markets and oil markets in developing countries in Southeast Asia with the economic crisis in Russia that influenced in general, to the destabilization of its economy and the weakening of the national currency is made. Therefore, in our opinion, it is necessary to synthesize the mutual influence and interconnection of the Russian crisis of 1998 with the fall in oil prices in Southeast Asian countries and the activities of US hedge companies in order to identify the true causes of the crisis in order to really present its systemic nature. If to pin hopes only on hedge companies as risk insurance entities, this can lead to an increase in the latter.

(МВФ) в 1995 г. был разработан новый план макроэкономической стабилизации. Однако, чтобы помочь России и преобразовать ее в страну с рыночной экономикой, МВФ потребовал от нее достижения определенных целей, а именно: сдерживание инфляции; сокращение дефицита государственного бюджета; принятие режима фиксированных обменных курсов и проведение структурных реформ. Кроме того, крупный государственный долг, унаследованный Россией от бывшего Советского Союза, был реструктурирован, во-первых, Парижским соглашением от 22 сентября 1997 г. «на сумму около 40 млрд долл.» [4, с. 20], а затем 6 октября того же года «перед членами Лондонского клуба путем выпуска облигаций на сумму основного долга (22,1 млрд долл.) и на просроченные проценты (6,1 млрд долл.)» [2, с. 41]. Для нерезидентов в целях приобретения российских государственных ценных бумаг были сняты соответствующие ограничения, т.е. таким образом Россия опять смогла войти в доверие к иностранным инвесторам. Для страны период с ноября 1996 г. по декабрь 1997 г. стал временем положительных сдвигов: во-первых, Правительство РФ смогло разместить 4,5 млрд долл. в еврооблигации с относительно низким спредом, который по сравнению с государственными облигациями США находился между 330 и 375 базисными пунктами; во-вторых, процентные ставки по государственным краткосрочным ценным бумагам (ГКО), деноминированным в рубли, снизились с 100 до 18 % (рис. 1), а доля иностранных участников, обслуживающих государственный долг, достигла 30 % (рис. 2).

Таким образом, 1997 г. многим казался временем искомой макроэкономической стабильности по следующим причинам: во-первых, торговый баланс указывал на признаки равновесия между импортом и экспортом; во-вторых, за период 1995–1997 гг. уровень инфляции снизился с 200 до 15 % (рис. 3); в-третьих, колебания

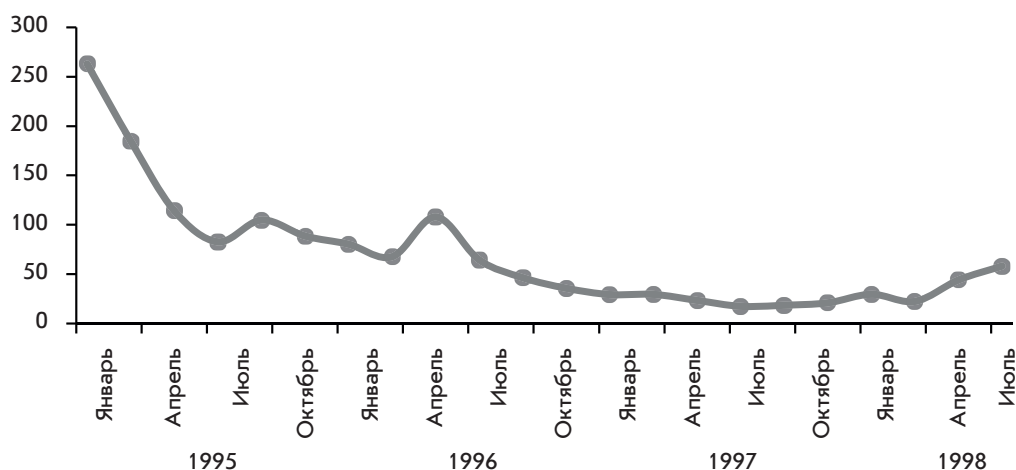


Рис. 1. Доходность российских ГКО в 1995–1998 гг., %

Рассчитано по данным Банка России. URL: https://cbr.ru/statistics/b_sector/interest_rates_95.

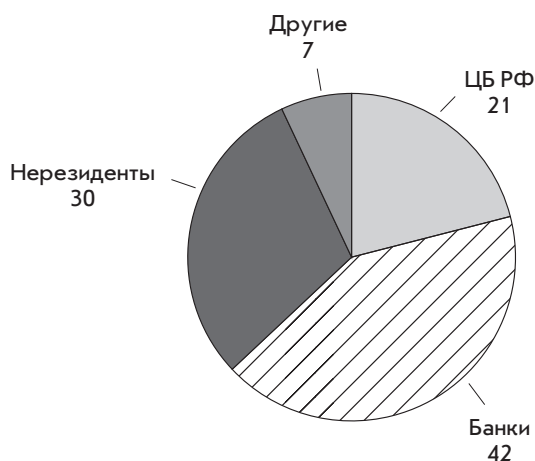


Рис. 2. Распределение держателей ГКО/ОФЗ в России в 1998 г., %

Рассчитано по данным годового отчета ЦБ РФ за 1998 г. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/7815/ar_1998.pdf.

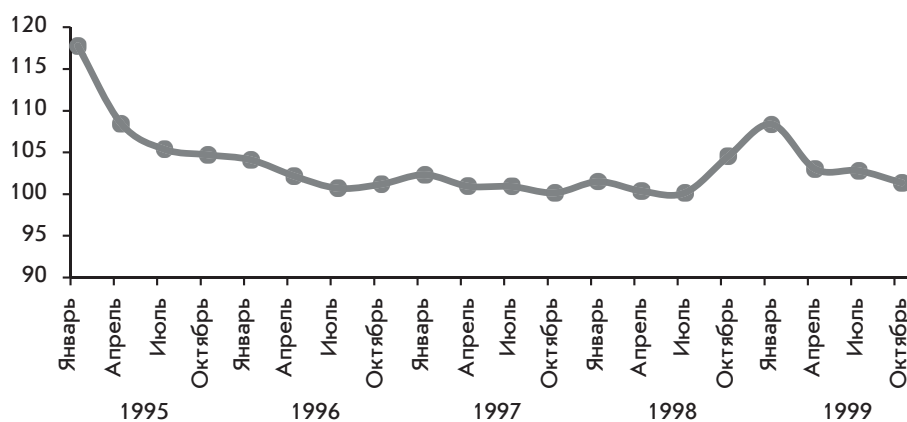


Рис. 3. Индекс потребительских цен, годовой уровень инфляции в России в 1995–1999 гг., %

Рассчитано по данным Федеральной службы государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru>.

валютного курса к доллару США не превышали 5–6 р. (рис. 4); в-четвертых, высокая цена на нефть (25 долл./барр.) оказывала положительное влияние на стоимость российского экспорта; в-пятых, динамика ВВП впервые с 1992 г. демонстрировала положительное значение (+0,9 %). Кроме того, благоприятные условия рыночной

конъюнктуры привели к росту индекса РТС более чем на 100 % в течение первых девяти месяцев 1997 г. (рис. 5).

Однако нерешенными оставались многие проблемы, главные из которых были связаны с неэффективной налоговой системой, породившей хронический дефицит бюджета (рис. 6), и высоким уровнем краткосрочного

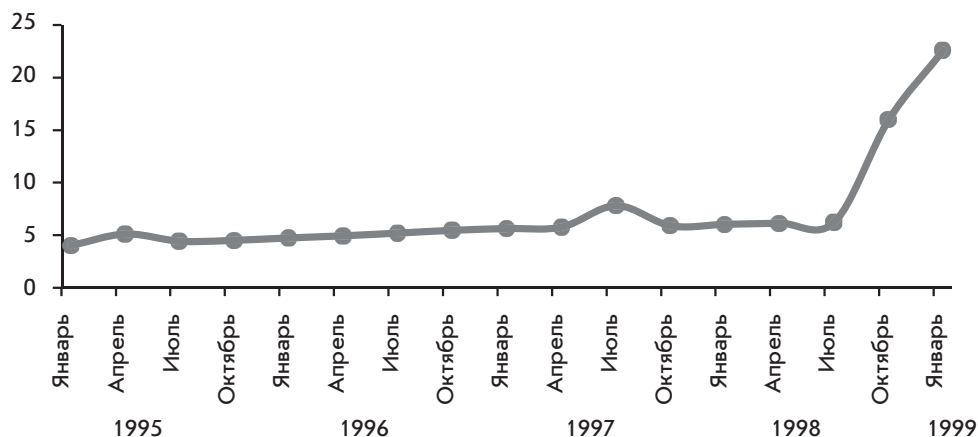


Рис. 4. Официальный курс рубля по отношению к доллару США в 1995–1999 гг.

Рассчитано по: Статистический бюллетень Банка России. 2022. № 9 (352).

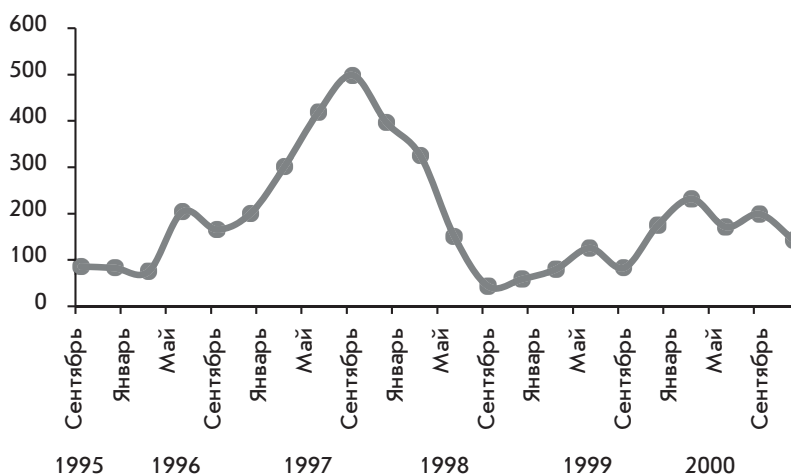


Рис. 5. Фондовый индекс (индекс РТС) в России в 1995–2000 гг.

Рассчитано по: URL: <https://ru.tradingview.com/symbols/MOEX-RTSI>.

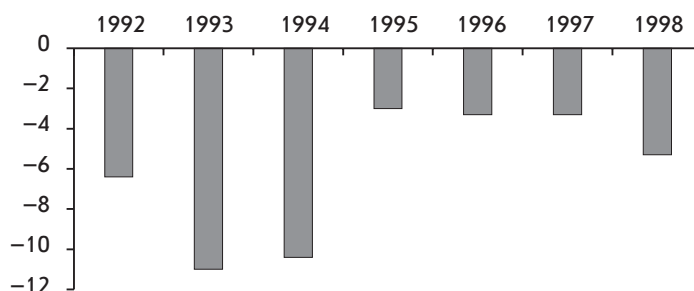


Рис. 6. Дефицит федерального бюджета в России в 1992–1998 гг., %

Рассчитано по данным Федеральной службы государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru>.

государственного долга перед иностранными кредиторами.

Кроме этих проблем, на экономику России повлияли два шоковых потрясения, произошедших во второй половине 1997 г. и «открывших дорогу» новому, более жесткому кризису. Если первый шок был связан с падением мировых цен на нефть, в результате которого произошло снижение стоимости российского экспорта примерно на 20 % и, соответственно, значительно сократились налоговые поступления в бюджет страны, то второй шок возник из-за кризиса обменного курса во многих развивающихся странах Юго-Восточной Азии, который также оказал сильное давление и на национальную валюту России. В ноябре 1997 г. для переноса сроков исполнения по ГКО Центральный банк, чтобы защитить российский рубль, ввел длинную серию повышения ключевой ставки, однако на валютном рынке и практически в то же время он всего за один месяц потерял около 6 млрд долл. резервов в иностранной валюте (рис. 7).

Такие события усугубили и без того сложную политическую обстановку в стране. З. Дондоков отмечал, что «финансово-экономический кризис, произошедший в России... показал несостоятельность проводимой правительством экономической политики» [5, с. 45]. Так, в марте 1998 г. президент России Б.Н. Ельцин распустил всех членов Правительства и назначил премьер-министром молодого и неопытного С.В. Кириенко. В мае доверие инвесторов было сильно подорвано отказом Кириенко встретиться с заместителем министра финансов США Л. Саммерсом, находившимся в то время в России с визитом. Такой международный скандал спровоцировал массовую распродажу иностранными инвесторами российских

правительственных облигаций. Более того, макроэкономическая нестабильность «подогрелась» повторным понижением основными рейтинговыми агентствами рейтингов России в марте, мае, июне и августе 1998 г., что, по нашему мнению, говорит о невозможности и даже нежелании многих представителей политических сил страны поддерживать рыночный путь ее развития. Р.М. Гусейнов и Н.П. Кащенко отмечали, что к «власти вновь приходят люди с не вполне рыночным мышлением» [6, с. 33].

Непрекращающийся рост процентной ставки в целях переноса государственного долга на заемщиков усугубил финансовый кризис, поскольку в мае — июне процентная ставка по ГКО достигла 60 % (см. рис. 1). Чтобы сдержать ухудшение ситуации, Правительство РФ продолжило работу по линии структурных реформ и налоговых поступлений при одновременном заимствовании средств у международных финансовых институтов в целях противодействия биржевым спекулятивным атакам против рубля. В середине июля МВФ при содействии Всемирного банка, а также при поддержке со стороны Японии предоставил России помощь на сумму примерно 17 млрд долл. США, однако это снизило напряжение на рынках лишь на несколько дней. Более того, кризис обострился из-за блокирования политической оппозицией в Государственной Думе РФ принятия некоторых значительных мер по новому антикризисному плану. Если к сентябрю 1997 г. фондовый рынок достиг своего пика, то к середине августа следующего года он потерял более 70 % (см. рис. 5), а резервы в иностранной валюте всего за несколько дней сократились до 3,5 млрд долл. (рис. 7). При таком раскладе

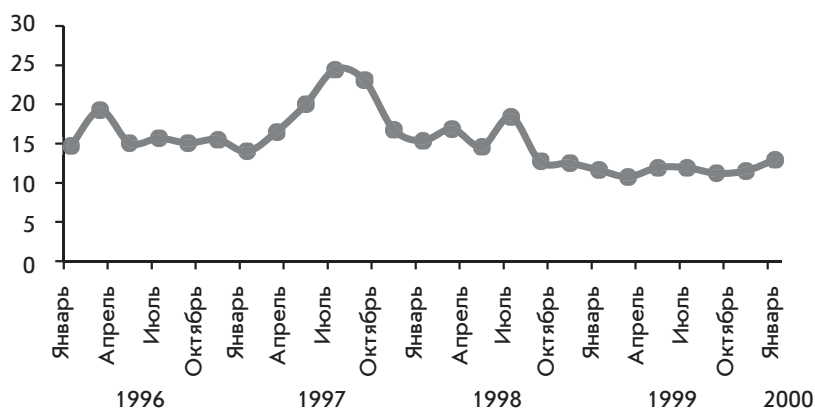


Рис. 7. Международные резервы ЦБ РФ в 1996–2000 гг., млрд долл.

Рассчитано по: URL: https://www.cbr.ru/eng/hd_base/mrrf/mrrf_m/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2000&UniDbQuery.To=02.2000.

Правительству РФ и Центральному банку ничего не оставалось, кроме как 17 августа 1998 г. объявить о принятии ряда жестких мер: во-первых, удержать курс рубля до конца текущего года в «диапазоне от 6,0 до 9,5 рубля за доллар США»¹, что на самом деле привело к девальвации национальной валюты; во-вторых, в одностороннем порядке реструктурировать долг, деноминированный в рубли, сроком погашения которого являлся период с августа 1998 г. по декабрь 1999 г.; в-третьих, ввести мораторий сроком на 90 дней по внешнему долгу по контрактам коммерческих банков. Однако это не снизило накал относительно рубля, потому что в реальности, несмотря на заявления властей, надлежащая коррекционная макроэкономическая политика не проводилась; это еще больше ослабило доверие инвесторов и ускорило и без того высокий отток капитала из России. 2 сентября 1998 г. власти окончательно отказались от режима фиксированного обменного курса, а к концу года курс рубля по отношению к доллару США преодолел отметку в 20 р.

Такого рода кризис оказал крайне негативное воздействие на работу всей банковской системы страны. Многие коммерческие банки подверглись риску банкротства, поскольку значительная доля их активов (примерно 35 %) была сформирована из ГКО, по которым был объявлен дефолт. Более того, девальвация рубля крайне отрицательно повлияла на заключенные еще до кризиса отечественными банками в долларах США форвардные контракты с иностранными инвесторами, что стало крайне непосильным для них бременем. Такой риск неисполнения обязательств приостановил переговорный процесс по развитию межбанковского рынка, что привело к временной парализации национальной платежной системы. Поэтому, чтобы избежать краха российской банковской системы, финансовые регуляторы страны предприняли ряд чрезвычайных мер: во-первых, были снижены нормы обязательных резервов; во-вторых, многие краткосрочные кредиты были размещены в банках, находящихся под процедурой реструктуризации; в-третьих, неплатежеспособным банкам разрешили выводить депозиты в ПАО «Сбербанк», чтобы вкладчики избежали риска еще больших потерь.

Кроме того, кризис парализовал деятельность реального сектора экономики,

¹ Центральный Банк Российской Федерации. Годовой отчет 1998. М. : Прайм-ТАСС, 1998. С. 49. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7815/ar_1998.pdf.

в результате чего по стране прокатились массовые волнения. В.А. Мау пишет, что «из-за инфляционного скачка произошло усиление социального недовольства, причем сильнее пострадали... сторонники существующей социально-экономической и политической системы: новый средний класс, мелкий бизнес и вообще жители крупных городов» [7, с. 132]. Так, сокращение ВВП на 5 % и резкий рост уровня инфляции до 84 % вынудили жителей России 7 октября 1998 г. провести Всероссийскую акцию протеста с целью выразить свое недовольство сложившейся ситуацией. Тем не менее благодаря именно росту мировых цен на нефть страна достаточно быстро восстановилась после кризиса. Так, в 1999 г. ВВП вырос на 5,4 %, а уровень инфляции оказался ниже 40 %.

Российский дефолт оказал существенное влияние на функционирование финансовых рынков развивающихся стран мира, более того, он стал одной из основных причин технического банкротства в сентябре 1998 г. компании Long-Term Capital Management L.P., управлявшей хедж-фондом Long-Term Capital Portfolio L.P.

Российский кризис можно сравнить с моделью «первого поколения», предполагающей, что основной причиной дефолта является неустойчивость государственных финансов, слабая экономическая база которых, по мнению Т. Комулайнена, была связана с «чрезмерной экспансионистской кредитно-денежной и налогово-бюджетной политикой» [8, с. 5]. Поэтому было ожидаемым, что хронический бюджетный дефицит и рост государственного долга увеличат объем денежной массы, что в результате приведет к девальвации рубля. Если Центральный банк в ноябре 1997 г. и июне 1998 г. смог отразить первые две спекулятивные атаки против рубля, которые обошлись банку в 7 млрд долл. валютных резервов для поддержания режима обменного курса [9, р. 15], то в августе 1998 г. третья спекулятивная атака «добила» режим фиксированного обменного курса, который ЦБ уже был не в состоянии поддерживать из-за отсутствия резервов для проведения дополнительных интервенций.

Однако, по мнению Т. Комулайнена, А. Чиодо и М. Оувиянга, российский кризис содержал также и элементы модели «второго поколения», которые показывают, как «эффект заражения и другие факторы могут изменить ожидания, спровоцировав кризис» [8, с. 3; 9, р. 15]. Даже если Правительство

РФ и Центральный банк были готовы установить высокую процентную ставку для защиты обменного курса, для инвесторов это было ожидаемой, но все же неубедительной мерой, поскольку неминуемая девальвация рубля стала лишь свершившимся фактом замедления экономического роста. На самом деле значительный рост процентной ставки еще до кризиса показал безнадежность попытки Правительства РФ и ЦБ оттянуть сроки исполнения обязательств по и без того крупному государственному долгу.

Кроме того, вызванный низкими ценами на нефть кризис в странах Юго-Восточной Азии оказал побочное, однако весьма существенное влияние на российский дефолт. Сокращение спроса в странах ЮВА снизило цену на нефть, из-за чего у российского бизнеса упала валютная выручка от экспорта энергетического сырья как основной статьи налоговых поступлений в бюджет страны, что неминуемо привело к ослаблению государственных финансов. Более того, болезненно по России ударила девальвация национальных валют в странах ЮВА, вызванная крайней осторожностью со стороны иностранных инвесторов и их нежеланием рисковать на всех рынках развивающихся стран.

По нашему мнению, причиной кризиса в России была не банковская система, наоборот, она стала пострадавшей стороной, поскольку банковские активы относительно ВВП были очень низкими по сравнению с активами других развивающихся стран. Даже если и рос долг в иностранной валюте, все же он не влек за собой тяжелое бремя по его обслуживанию, но и внутреннее кредитование не стимулировало потребление и не раздувало инвестиционные пузыри. На самом деле игнорирование банковской системы финансовыми регуляторами страны было вызвано сильным влиянием на них краткосрочных государственных облигаций и форвардных контрактов в иностранной валюте.

Одним из самых известных биржевых трейдеров Уолл-Стрит начала 1990-х гг. был Д. Мериуззер, который в феврале 1994 г. основал хедж-фонд Long-Term Capital Management (LTCM). Его компаньонами были Д. Маллинс, заместитель председателя Федеральной резервной системы США (ФРС), А. Гринспен, ее председатель, и другие профессиональные арбитражеры из научного и финансового кругов. Кроме того, в команду хедж-фонда входили Р. Мертон и М. Шоулз, авторы всемирно известной формулы ценообразования опционов Блэка — Шоулза, за

которую в 1997 г. им была присуждена Нобелевская премия по экономике.

Кроме профессионализма и известности партнеров, компания LTCM отличалась от других хедж-фондов высоким вступительным взносом (10 млн долл.), который нельзя было отзывать как минимум в течение трех лет, а, по данным Ф. Эдвардса, «административный сбор составлял 2 % от стоимости активов и 25 % стимулирующей платы» [10, р. 191].

Несмотря на условия выбора членом фонда и благодаря их популярности, компания LTCM смогла аккумулировать для хедж-фонда рекордную сумму в 1,4 млрд долл. акциями, из которых 100 млн долл. поступили от ее партнеров.

Деятельность компании LTCM, как и других хеджевых фондов, практически не регулировалась. Ей не предъявлялись даже минимальные требования к капиталу, достаточно было представления Комиссии по ценным бумагам и биржам США ежегодного краткого отчета. Более того, компания LTCM также действовала в основном на всех зарубежных рынках, следуя стратегии относительной стоимости, смысл которой заключался в очень низком рыночном риске, т.е. длинные позиции по инструменту покрываются короткими позициями аналогичных инструментов или их деривативами. Положительный эффект при использовании данной стратегии возникает из небольшой ценовой разницы, которая исчезает при арбитраже другими трейдерами. Самые простые операции, проведенные LTCM, относились к покупкам облигаций итальянского правительства с фиксированной ставкой и продажам облигаций Германии на рынке фьючерсов, а также покупкам ранее выпущенных облигаций Казначейства США («off-the-run») и продажам свежеразрешенных облигаций («on-the-run») того же Казначейства. Проблемой такой стратегии является очень низкий спред между двумя ценными бумагами. Например, С. Прабу отмечал, что в августе 1993 г. облигации Казначейства США «с 30-летним сроком погашения («on-the-run») принесли 7,24 % дохода, тогда как облигации со сроком погашения в 29,5 года («off-the-run») дали всего лишь 7,36 %» [11, р. 8]. Чтобы низкие спреды смогли создать соответствующую процентную доходность, необходимо было использовать кредитное плечо (леверидж). Фактически к началу 1998 г. значение кредитного плеча LTCM было гораздо выше, чем у других хеджевых фондов: 125 млрд долл. заимствованных

и 5 млрд долл. собственных средств, т.е. соотношение заемного капитала к собственному на тот момент составило 25 : 1. Более того, если учесть номинальную стоимость операций по дериватам, то кредитное плечо компании было еще выше: в начале 1998 г. LTCM открыла позиции для свопов на сумму 700 млрд долл. и 500 млрд долл. валютных фьючерсов, в целом составивших деривативов на сумму 1 200 млрд долл.

Стратегии компании LTCM, реализуемые в период 1994–1996 гг., принесли ей рекордные прибыли: 20, 43 и 41 % соответственно. Однако эти гигантские прибыли были извлечены в основном благодаря высокому кредитному плечу: в 1995 г. доходность на собственный капитал составила 95 %, тогда как рентабельность активов — всего лишь 2,1 %.

В компании считали, что при высокой доходности на собственный капитал потенциальный риск для портфеля ценных бумаг будет минимальным. Основываясь на расчетах «стоимости под риском» (VaR, Value at Risk), LTCM уверяла своих инвесторов, что они могут потерять более 5 % портфеля ценных бумаг только за один месяц, но в их компании на это ушло бы пять месяцев, более 10 % за один месяц вместо десяти, более 20 % за один год вместо 50 лет [12, p. 73]. Более того, в LTCM полагали, что сокращение ее собственных активов более чем на 45 % за один месяц маловероятно, что это невозможно в принципе, однако это произошло в августе 1998 г.

В 1997 г. после трех лет впечатляющих результатов LTCM извлекла только 17 % прибыли по сравнению с 31 % прибыли S&P 500. Используя опыт прошлых лет, LTCM приняла на вооружение две стратегии. Во-первых, она вернула 2,7 млрд долл. своим акционерам, увеличив еще больше таким образом леверидж. Во-вторых, компания стала использовать новые стратегии, в которых у нее еще не было опыта. Точнее, в LTCM заметили, что текущая волатильность на фондовом рынке была выше исторической, и поэтому она стала продавать опционы, делая ставку на понижение волатильности фондового рынка.

В 1998 г. ситуация резко изменилась, когда трейдеры американского инвестиционного банка «Саломон Бразерс» в своих портфелях стали избавляться от облигаций в связи с упразднением отдела по работе с активами. Положение сильно ухудшилось 17 августа 1998 г., когда из-за российского дефолта примерно 13,5 млрд долл. государственного долга были деноминированы

в рубли. Это событие на всех международных финансовых рынках вызвало массовое «бегство к качеству», что подтолкнуло спреды в противоположную сторону, чем ожидала компания LTCM, поскольку у нее было много открытых позиций, дающих уверенность, что спреды между высоко- и низкокачественными облигациями можно снизить. Однако после российского дефолта рост спроса на высококачественные облигации повысил их в цене, провоцируя таким образом спред к расширению, что стало абсолютно противоположной ситуацией, на что, собственно, LTCM и делала ставку. Например, существенно вырос спрос на казначейские облигации последнего выпуска («on-the-run»), тогда как на ранее выпущенные казначейские облигации («off-the-run») он снизился, составив спред от 6 до 19 базовых пунктов. Неблагоприятное изменение цен на рынке вызвало рекордные убытки для LTCM, которые только к 21 августа достигли 550 млн долл. Кроме того, высокое напряжение на финансовых рынках увеличило волатильность на фондовом рынке, тогда как LTCM стремилась к ее снижению, что привело компанию к убыткам еще в 500 млн долл. С апреля по сентябрь 1998 г. убытки сократили собственный капитал LTCM с 4,5 млрд долл. до менее чем 1 млрд долл. В этом случае активы стоимостью в 100 млрд долл. собственных средств и производные инструменты стоимостью в 1 200 млрд долл. при снижении их стоимости всего на 1 % привели к банкротству компании.

Продажа всех активов производных контрактов, в которых участвовала LTCM, могла спровоцировать такое снижение рыночных цен, которое заблокировало бы деятельность международных финансовых рынков.

Чтобы избежать этого, Федеральный резервный банк Нью-Йорка инициировал создание консорциума из 14 банков. Последние 23 сентября 1998 г. вступили во владение 90 % активов LTCM, составивших примерно 3,625 млрд долл.

Если продажа активов позволила избежать «большого пожара», то LTCM и ее партнеры не смогли избежать значительных убытков, наибольшие из которых были сосредоточены на операциях по свопам и волатильности акций; хотя наиболее пострадавшими лицами стали именно ее партнеры и швейцарский банк UBS, потерявшие 1,5 млрд и 500 млн долл. соответственно. Окончательно LTCM была ликвидирована в 2000 г.

В банкротстве LTCM присутствует множество примеров, которые можно найти в Великом кризисе 2008 г., показавшем, что политики в очередной раз не смогли извлечь соответствующие уроки из прошлого.

1997–1998 гг. — это, по нашему мнению, период дезориентации рынков и непредумышленного поведения международных финансовых институтов, приведший к усилению проблем, которые в условиях общего долгового кризиса в странах ЮВА разрешались с помощью инструментов дефляции. Однако кризис, первоначально разразившийся в Таиланде, распространился на Южную Корею и Индонезию, в меньшей степени задел Малайзию, Филиппины, Гонконг, Сингапур, Тайвань и даже Японию, но обошел Китай, который до сих пор проводит политику жесткого регулирования движения капитала. Почти все статистические обследования, направленные на выявление закономерностей в области изменения цен облигаций развивающихся стран, не оправдались из-за панического бегства инвесторов. Именно поэтому для предотвращения развала финансовой системы на вооружение были приняты алгоритмы Мертона и Шоулза и интервенция ФРС, которая, собственно, и спасла LTCM. Однако крах этих сложных алгоритмов произошел из-за того, что международные финансы столкнулись с распределением «толстых хвостов», т.е. когда «редкие» события стали происходить чаще, чем «ожидалось», а сами алгоритмы невозможно было предвидеть. Неожиданная паника среди инвесторов и финансовых посредников вызвала «бегство к капиталу более высокого уровня», подразумевающее немедленный отказ от всех рискованных операций и переход на казначейские облигации. Бегство от риска привело к острому дефициту ликвидности во всех сегментах финансового рынка, в частности в структурном финансировании. В сущности, проиграли те компании, которые, как LTCM, делали ставку на стратегии арбитража, заключающиеся в снижении спреда между казначейскими и иными облигациями, однако произошло как раз с точностью до наоборот.

Кризис LTCM мог бы послужить важным уроком в условиях разразившегося в 2008 г. мирового финансового кризиса. Ведь по причине острого дефицита ликвидности крупным посредником уже стала выступать теневая банковская система, что нанесло серьезный удар по финансовой системе. По нашему мнению, основным уязвимым

местом LTCM оказались высокий левеидж и сложные инвестиционные стратегии. Фактически в самые критические моменты левеидж LTCM достигал уровня 100 %, однако ее инвестиционные стратегии были настолько сложными, что даже эксперты ФРС не смогли сразу определить стоимость контрактов. В конечном счете это заставило обратиться к помощи ФРС. Однако, не изучив основательно причины кризиса и результаты деятельности отдельно взятой частной организации на предмет представления ею системных угроз для финансовых рынков, ФРС приняла модель такой экономической политики, которая создала куда большую проблему моральных издержек. Более того, 9 марта 2000 г. рынкам разрешили разместить «опцион на продажу Гринспена» в своих ожиданиях. Это означало, что в случае наступления очередного кризиса Центральный банк всегда будет готов к их спасению. Доказательством тому является событие, когда уже на следующий день 10 марта 2000 г. лопнул пузырь интернет-компаний (доткомов).

Таким образом, в основе российского, «азиатского» кризиса и кризиса на рынке ценных бумаг лежала деятельность финансовых регуляторов и частных компаний в качестве основных участников спекулятивных игр, приведших к разбалансированию национальной и мировой экономики вообще. Действия Центрального банка России были направлены на предотвращение кризиса с помощью элементарных процессов интервенции, но это все же не помогло его избежать из-за истощения финансовых ресурсов, которое в итоге заставило Правительство РФ прибегнуть к девальвации рубля и новым займам. Это в очередной раз подтверждает непродуманность действий властей страны относительно сферы финансов, что говорит о наличии слабых мест в финансовой политике государства. Поэтому для предотвращения такого рода кризиса очень важным является функционирование четкой и прозрачной системы нормативного регулирования не только рынка ценных бумаг, но и рынков сырьевых и готовых товаров. Таким образом, простого применения свободного предпринимательства недостаточно, необходимо жесткое государственное регулирование рыночных процессов на рынке ценных бумаг с помощью таких финансовых регуляторов, как Центральный банк, Министерство финансов и другие институты принятия эффективных финансовых решений.


СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Дидович А.П. Роль малого предпринимательства в условиях системного кризиса современного общества / А.П. Дидович // Историко-экономические исследования. — 1998. — № 5. — С. 119–120.
2. Кризис финансовой системы России: основные факторы и экономическая политика / С.Г. Синельников-Мурылев, С.А. Архипов, С.М. Дробышевский [и др.]. — EDN TVQIFF // Вопросы экономики. — 1998. — № 11. — С. 36–64.
3. Кувалин Д.Б. Экономическая политика и поведение предприятий: механизмы взаимного влияния / Д.Б. Кувалин. — Москва : МАКС Пресс, 2009. — 319 с. — EDN TNRAZP.
4. Лихачев А.Е. Внешняя задолженность и долговая дипломатия России в переходный период / А.Е. Лихачев. — EDN KYTVGJ // Внешнеэкономический бюллетень. — 2005. — № 10. — С. 20–31.
5. Дондоков З. Исследование проблем экономического развития России в условиях формационных кризисов / З. Дондоков // Историко-экономические исследования. — 1998. — № 5. — С. 43–46.
6. Гусейнов Р.М. Драма реформируемой экономики / Р.М. Гусейнов, Н.П. Кащенко // Историко-экономические исследования. — 1998. — № 5. — С. 30–37.
7. Мау В.А. Кризисы и уроки. Экономика России в эпоху турбулентности / В.А. Мау. — Москва : Изд-во Ин-та экон. политики им. Е.Т. Гайдара, 2016. — 488 с. — EDN WJREST.
8. Komulainen T. Currency Crisis Theory — Some Explanations for the Russian Case / T. Komulainen // Экономический журнал Высшей школы экономики. — 1999. — № 1. — С. 3–27.
9. Chiodo A.J. A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998 / A.J. Chiodo, M.T. Owyang. — DOI 10.20955/r.84.7-18. — EDN DWVWMH // Federal Reserve Bank of St. Louis. — 2002. — Vol. 84, № 6. — P. 7–18.
10. Edwards F.R. Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management / F.R. Edwards. — DOI 10.1257/jep.13.2.189 // Journal of Economic Perspectives. — 1999. — Vol. 13, № 2. — P. 189–210.
11. Prabhu S. Long-Term Capital Management: The Dangers of Leverage / S. Prabhu. — Durham : Duke Univ., 2001. — 25 p.
12. Lowenstein R. When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management / R. Lowenstein. — New York : Random House, 2000. — 304 p.

REFERENCES


1. Didovich A.P. The Role of Small Businesses in the Systemic Crisis of Modern Society. *Istoriko-ekonomicheskie issledovaniya = Journal of Economic History and History of Economics*, 1998, no. 5, pp. 119–120. (In Russian).
2. Sinelnikov-Murylev S.G., Arkhipov S., Drobyshevskii S.M., Batkibekov S.B., Trunin I.V. Russia's Financial System Crisis: Key Factors and Economic Policy. *Voprosy ekonomiki = Issues of Economy*, 1998, no. 11, pp. 36–64. (In Russian). EDN: TVQIFF.
3. Kuvalin D.B. Economic Policy and Behavior of Enterprises: Mechanisms of Mutual Influence. Moscow, MAKS Press Publ., 2009. 319 p. EDN: TNRAZP.
4. Likhachev A.E. Foreign Debt and Debt Diplomacy of Russia During the Transition Period. *Vneshneekonomicheskii byulleten' = Foreign Economic Bulletin*, 2005, no. 10, pp. 20–31. (In Russian). EDN: KYTVGJ.
5. Dondokov Z. Study of the Problems of Economic Development of Russia in the Context of Formation Crises. *Istoriko-ekonomicheskie issledovaniya = Journal of Economic History and History of Economics*, 1998, no. 5, pp. 43–46. (In Russian).
6. Guseinov R.M., Kashchenko N.P. The Drama of a Reformed Economy. *Istoriko-ekonomicheskie issledovaniya = Journal of Economic History and History of Economics*, 1998, no. 5, pp. 30–37. (In Russian).
7. Mau V.A. Crises and Lessons. Russia's Economy in an Era of Turbulence. Moscow, Gaidar Institute for Economic Policy Publ., 2016. 488 p. EDN: WJREST.
8. Komulainen T. Currency Crisis Theory — Some Explanations for the Russian Case. *Ekonomicheskii zhurnal Vysshei shkoly ekonomiki = Higher School of Economics Economic Journal*, 1999, no. 1, pp. 3–27. (In Russian).
9. Chiodo A.J., Owyang M.T. A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, 2002, vol. 84, no. 6, pp. 7–18. EDN: DWVWMH. DOI: 10.20955/r.84.7-18.
10. Edwards F.R. Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. *The Journal of Economic Perspectives*, 1999, vol. 13, no. 2, pp. 189–210. DOI: 10.1257/jep.13.2.189.
11. Prabhu S. *Long-Term Capital Management: The Dangers of Leverage*. Durham, Duke University, 2001. 25 p.
12. Lowenstein R. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York, Random House, 2000, 304 p.

Информация об авторах

Абгалдаев Владимир Юрьевич — кандидат экономических наук, доцент, кафедра экономической теории, мировой экономики, государственного и муниципального управления, Восточно-Сибирский государственный университет технологий и управления, г. Улан-Удэ, Российская Федерация, e-mail: ecagent@mail.ru,  <https://orcid.org/0000-0003-0947-730X>, SPIN-код: 4541-3630, AuthorID РИНЦ: 518381, WoS ResearcherID: AHB-6292-2022.

Бубнов Вячеслав Анатольевич — доктор экономических наук, доцент, первый проректор, Бай-

Authors

Vladimir Yu. Abgaldaev — Ph.D. in Economics, Associate Professor, Department of Economic Theory, World Economy, Public and Municipal Administration, East-Siberia State University of Technology and Management, Ulan-Ude, the Russian Federation, e-mail: ecagent@mail.ru,  <https://orcid.org/0000-0003-0947-730X>, SPIN-Code: 4541-3630, AuthorID RSCI: 518381, WoS ResearcherID: AHB-6292-2022.

Vyacheslav A. Bubnov — D.Sc. in Economics, Associate Professor, First Vice-Rector, Baikal State University, Irkutsk, the Russian Federation, e-mail: bubnov-

кальский государственный университет, г. Иркутск, Российская Федерация, e-mail: bubnovva@bgu.ru, SPIN-код: 7175-8927, Scopus Author ID: 57221206894, WoS ResearcherID: ABI-2733-2020.

Вклад авторов

Все авторы сделали эквивалентный вклад в подготовку публикации. Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Для цитирования

Абгалдаев В.Ю. Экономический кризис в России и деятельность хеджевых фондов: ретроспективный анализ факторов, вызвавших кризис / В.Ю. Абгалдаев, В.А. Бубнов. — DOI 10.17150/2500-2759.2022.32(4).649-659. — EDN TWNPFN // Известия Байкальского государственного университета. — 2022. — Т. 32, № 4. — С. 649–659.

va@bgu.ru, SPIN-Code: 7175-8927, Scopus AuthorID: 57221206894, WoS ResearcherID: ABI-2733-2020.

Contribution of the Authors

The authors contributed equally to this article. The authors declare no conflicts of interests.

For Citation

Abgaldaev V.Yu., Bubnov V.A. The Economic Crisis in Russia and the Hedge Funds' Activities: Retrospective Analysis of the Factors that Caused the Crisis. *Izvestiya Baikal'skogo gosudarstvennogo universiteta = Bulletin of Baikal State University*, 2022, vol. 32, no. 4, pp. 649–659. (In Russian). EDN: TWNPFN. DOI: 10.17150/2500-2759.2022.32(4).649-659.