**Оглавление**

Введение 2

1. Теоретические основы деятельности фондовой биржи 5

1.1 Функции фондовой биржи 5

1.2 Организация биржевой торговли 6

1.3 Методы расчета биржевых индексов 12

2. Современное состояние фондовых бирж 19

2.1 Современные тенденции торговых технологий 19

2.2 Технологии организации рынков (биржевые технологии) 21

2.3 Технический анализ и информационная среда 27

2.4 Мировой финансово-экономический кризис 38

Заключение 45

Литература 48

Приложение 1 50

**Введение**

Залогом успешного развития любой современной экономики является свободный рынок с минимальным вмешательством государства, необходимым лишь для предотвращения злоупотреблений участников этого рынка.

Закон спроса и предложения эффективно работает только тогда, когда действия участников рынка продиктованы исключительно их собственной волей и потребностями. Переход России от плановой экономики эпохи Советского Союза к экономике рыночной привел к появлению мощнейших финансовых, валютных и товарных рынков. Россия стала привлекательной страной для зарубежных инвесторов. Этот переход сопровождался появлением в нашей стране новых финансовых институтов, и одним из важнейших стала биржевая торговля.

Биржа представляет собой модель идеальной рыночной экономики, когда действия участников торгов продиктованы исключительно спросом и предложением. Биржевая торговля по этой причине – чрезвычайно эффективный экономический институт, поскольку способствует наиболее адекватному перераспределению финансовых ресурсов.

Согласно ст. 11 федерального закона № 39[[1]](#footnote-1), фондовой биржей является организатор торговли на рынке ценных бумаг. При этом фондовая биржа может быть организована только в форме некоммерческого партнерства или акционерного общества.

Очень часто фондовые биржи занимаются не только организацией торгов, но и предоставляют различные виды услуг на рынке ценных бумаг. Законом установлено, что фондовая биржа может осуществлять следующие виды деятельности (кроме основной): а) валютной биржи; б) товарной биржи (деятельности по организации биржевой торговли); в) клиринговой деятельности, связанной с осуществлением клиринга по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов; г) деятельности по распространению информации; д) издательской деятельности; е) деятельности по сдаче имущества в аренду. Однако в таких случаях для каждого вида деятельности фондовая биржа должна создать отдельное структурное подразделение. Самые крупные фондовые биржи создают специальные юридические лица для осуществления различных дополнительных видов деятельности. Так, одна из крупнейших в РФ фондовых бирж «ОАО Фондовая биржа «Российская торговая система» (ОАО РТС) создала «ЗАО Клиринговый центр РТС» и «ООО НКО Расчетная палата РТС», уставный капитал которых на 100% состоит из ее вложений.

Фондовая биржа, таким образом, выступает организатором торгов, то есть создает все необходимые условия (информационные, организационные, правовые) для того, чтобы участники торгов могли беспрепятственно заключать и исполнять различные биржевые сделки[[2]](#footnote-2).

Актуальность данной работы обоснована тем, что в современном развитии мирового хозяйства фондовые биржи играют первоочередные роли. Фондовая биржа есть вторичный рынок ценных бумаг, организационная основа рынка капиталов. Именно от торгов на фондовых биржах США зависят котировки акций и многих ведущих транснациональных корпораций.

Целью данной работы являются анализ современного состояния и функционирования фондового рынка.

Задачи, которые необходимо решить в процессе подготовки работы:

* раскрыть теоретические основы деятельности фондовой биржи;
* рассмотреть современные тенденции торговых технологий на бирже;
* проанализировать состояние фондового рынка во время мирового финансово-экономического кризиса.

Предметом исследования является фондовая биржа.

По структуре работа состоит из введения, двух глав, заключения, в которых рассмотрено современное состояние фондовых бирж, а также методы расчета биржевых индексов.

**1. Теоретические основы деятельности фондовой биржи**

**1.1 Функции фондовой биржи**

фондовая биржа рынок финансовый

Организованный рынок исчерпывается понятием фондовой биржи.

Фондовая биржа - это организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами, создаваемый профессиональными участниками фондового рынка для взаимных оптовых операций.

Для классической фондовой биржи характерны:

- централизованный рынок с фиксированным местом торговли, т. е. торговой площадкой;

- наличие процедуры отбора наилучших товаров (ценных бумаг), отвечающих определенным требованиям (финансовая устойчивость и крупные размеры эмитента, массовость ценной, бумаги как однородного и стандартного товара, массовость спроса, четко выраженная колеблемость цен и т.д.);

- существование процедуры отбора лучших операторов рынка в качестве членов биржи;

- наличие временного регламента торговли ценными бумагами и стандартных торговых процедур;

- централизация регистрации сделок и расчетов по ним;

- установление официальных (биржевых) котировок;

- надзор за членами биржи (с позиций их финансовой устойчивости, безопасного ведения бизнеса и соблюдения этики фондового рынка).

Функции фондовой биржи:

а) создание постоянно действующего рынка;

б) определение цен;

в) распространение информации о товарах и финансовых инструментах, их цене и условиях обращения;

г) поддержание профессионализма торговых и финансовых посредников;

д) выработка правил торговли;

е) индикация состояния экономики, ее товарных сегментов и фондового рынка.

В настоящее время в мире насчитывается около 150 фондовых бирж, из них крупнейшие: Нью-Йоркская, Лондонская, Токийская, Франкфуртская, Тайваньская, Сеульская, Цюрихская, Парижская, Гонконгская и биржа Куала Лумпур[[3]](#footnote-3).

Роль фондовых бирж многогранна. Они стимулируют привлечение и накопление капитала, включая и иностранный капитал; регулируют инвестиционные и инфляционные процессы; они открывают возможности для финансирования предприятий путем эмиссии акций, облигаций и других ценных бумаг.

Роль фондовой биржи как организатора торгов также выражается в том, что она должна осуществлять постоянный контроль за совершаемыми на фондовой бирже сделками в целях выявления случаев использования служебной информации, манипулирования ценами и за соблюдением участниками торгов и эмитентами, ценные бумаги которых включены в котировальные списки, требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (п. 2 ст. 13 ФЗ № 39).

**1.2 Организация биржевой торговли**

Биржевые торги организуются как в форме публичных торгов, так и в электронной форме. Последние возникли благодаря развитию вычислительной техники и разработке автоматизированных систем купли-продажи ценных бумаг. Но классическая биржа еще доминирует, и самый яркий ее пример — Нью-Йоркская фондовая биржа.

Биржевая сессия — это установленный законом или распорядком работы биржи период проведения торгов. Часто биржи практикуют утреннюю и вечернюю сессию.

Один из основополагающих принципов работы биржи — обеспечение ликвидности рынка. Ликвидный рынок характеризуется большим объемом сделок, узким разрывом между ценой продавца и ценой покупателя и небольшими колебаниями цен от сделки к сделке. Отклонения от этих норм чреваты развитием криминогенной ситуации, появлением панических настроений среди инвесторов. Биржа делает все от нее зависящее, чтобы поддерживать ликвидность.

Работа фондовой биржи во всех странах строится на некоторых общих принципах, соблюдение которых является гарантией успешной биржевой торговли:

— личное доверие между брокером и клиентом,

— гласность (публикация сведений о всех сделках и данных, требующихся для проведения листинга),

— жесткое регулировании деятельности фирм — членов биржи с возможностью применения административных и финансовых санкций.

Каждый шаг брокерской фирмы определен правилами, вырабатываемыми администрацией биржи, ее комитетами, с целью обеспечения ликвидности и прозрачности рынка.

Биржевым фирмам разрешено иметь несколько представителей в торговом зале, но не больше определенного максимума. Например, Ванкуверская биржа разрешает иметь пять человек на одно место, Торонтская — до шести. Этих людей называют торговыми представителями, трейдерами. Они должны либо быть партнерами, либо директорами биржевой фирмы, либо ее постоянными сотрудниками и отвечать требованиям, предъявляемым биржей к возрасту трейдера, его опыту, формальному образованию и знаниям торговых правил.

Если биржевая фирма имеет несколько работников в торговом зале, один из них назначается старшим трейдером. Последний обычно бывает еще и зарегистрированным трейдером или специалистом. Это означает, что за ним закреплены некоторые выпуски акций. Главное отличие специалистов от рядовых торговцев состоит в том, что они имеют право торговать за счет своей фирмы и получать долю прибыли от таких сделок. Но фирма, имеющая специалиста, обязана поддерживать свои ликвидные резервы на более высоком уровне.

Деятельность специалистов в торговом зале ограничена, но правила не исключают совершения сделок за собственный счет, т. е. они могут выступать в роли дилера (принципала) с целью поддержания ликвидности и упорядоченности торговли. Заказы на такие сделки должны вводиться как обычные заказы от публики.

Каждый специалист имеет определенные обязанности в отношении списочных акций. Если ощущается нехватка предложений или заявок на покупку акций со стороны публики, он должен эту нехватку компенсировать, делая собственные предложения или заявки с учетом спреда, установленного для биржи. Кроме того, специалист обязан исполнять заказы публики на нефасованную куплю-продажу его акций, даже если это не принесет прибыли.

При этом он должен руководствоваться списком максимально допустимых премий и дисконтов с фасованных акций.

В биржевой торговле торговой мерой (лотом или фасовкой) называют принятое на данной бирже количество акций, которыми ведется торговля. На Нью-Йоркской бирже лот составляет 100 акций, а 99 акций будут нефасованной сделкой. Продать или купить нефасованные акции сложнее, поэтому практикуются скидки (или премии). В Японии фасовка составляет 1000 акций, в Канаде и Австралии она меняется с ценой выпуска, а в Великобритании вообще отсутствует.

Все участники биржевых сделок являются либо брокерами, либо дилерами.

Дилер совершает биржевые сделки от своего имени и за свой счет. Доход его составляет разница между ценой покупки и ценой продажи ценных бумаг.

Биржевой брокер совершает сделки на бирже от имени клиента или от своего имени, но за счет клиента. Он получает вознаграждение за свои услуги в форме комиссионных по совершенным сделкам.

Центром фондовой торговли является торговый зал биржи. Он оборудован специальными средствами для ведения торговли, средствами связи и информации. Так, на крупнейшей бирже мира в Нью-Йорке имеется несколько полностью оборудованных залов для торговли, соединенных между собой. В главном зале торгуют большей частью ценных бумаг, операции проводятся в специальных местах зала, которые называются факториями.

В основном сделки заключаются лотами по 100 акций, но в зале есть специальное место и для торговли лотами меньшего размера (10 акций).

Каждый зал Нью-Йоркской биржи оборудован средствами связи, расположенными по периметру торговых помещений. Это прежде всего телефоны, по которым приходят заказы от клиентов.

Биржевая торговля ведется сессиями. В зависимости от возможностей той или иной биржи торговля разными видами ценных бумаг может происходить либо в разное время, либо в одно время, но в разных залах (в особом месте зала).

Рынок начинается с объявления котировок специальным служащим биржи (чекером). Причем в момент открытия рынка это не обязательно будут те же самые котировки, которые были в момент его закрытия в предыдущий день. Для определения котировок открытия биржи трейдеры до ее открытия вводят заказы в систему торговли и определяют наивысшую цену покупателя и наименьшую цену продавца для каждого активного выпуска.

Далее специалист открывает рынок по цене, за которую пойдет наибольшее количество акций.

Цены в ходе биржевой торговли формируются несколькими способами в зависимости от практики, используемой разными биржами. В целом можно наблюдать три способа формирования цен:

— групповой (залповый) аукцион,

— непрерывная торговля,

— непрерывно-дилерская торговля.

Залповый способ ценообразования означает, что заказы клиентов накапливаются, а потом несколько раз в день (один или два) они выбрасываются в торговый зал и расторговываются под контролем брокеров или сотрудников биржи. Заказы могут вводиться устно или письменно. При устном вводе уполномоченный биржи ведет аукцион по каждому выпуску, отталкиваясь от цены последней сделки вчерашнего дня. По мере поступления предложений и заявок он увеличивает или уменьшает цену, пока не наступает наименьший дисбаланс или баланс спроса и предложения. При письменном вводе заказов исходная цена устанавливается официальным брокером, который собирает и сличает предложения и заявки с целью выбора цены, максимизирующей оборот. При этом при устном вводе трейдер может изменить свой первоначальный заказ, при письменном он такой возможности лишен.

При непрерывном сличении предложений и заявок сделки совершаются в любое время сессии, и брокеры выступают агентами клиентов. Этот способ имеет три разновидности:

— книга заказов,

— табло,

— толпа.

Способ книги заказов практикуется на бирже в Токио, где трейдеры торгуют 250 активными выпусками. Трейдеры устно передают заказы клерку, а тот заносит их в книгу и выполняет, сличая предложения и заявки по мере их поступления.

Табло применяется на бирже в Гонконге. На нем указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск, а затем брокеры сами вводят цены на табло, если они лучше первоначально указанных.

При этом вводимая цена должны быть твердой для одного лота, размер которого меняется с ценой выпуска.

На Цюрихской бирже практикуется толпа, т. е. трейдеры собираются вокруг клерка, который только объявляет поступающий в торговлю выпуск, а трейдеры сами ведут торговлю.

Третий способ формирования цен — непрерывно-дилерское сличение — практикуется на Лондонской фондовой бирже, где он называется системой единоначалия. От непрерывной торговли он отличается тем, что между брокерами и клиентами есть посредник — джоббер, который и называет рынок. Джобберы непрерывно «делают» рынок по многим выпускам, а брокеры лишь представляют своих клиентов, так как им до 1986 г. запрещалось быть принципалами. Первоначально джобберов в Лондоне было очень много и конкуренция иногда становилась очень интенсивной, но сейчас их осталось мало. После модификации системы единоначалия в 1986 г. брокеры получили возможность быть принципалами.

Некоторые непрерывные рынки устанавливают исходную цену залповым способом письменно или устно, другие используют сличение через табло — по крупным выпускам и компьютеризированную книгу заказов — по остальным.

На фондовых биржах действуют также определенные правила в отношении разницы цен продавцов и покупателей (ценового спреда). Обычно предусматривается механизм, при котором этот спред не превышает определенной разумной (с точки зрения биржи) меры. Если по окончании сессии цены продавцов и покупателей слишком расходятся, то комитет по торговому залу может не разрешить учет обеих цен или одной из них. Этот комитет вправе также в любое время запретить учет всякой неразумной котировки. В течение сессии он может аннулировать любую сделку, которая представляется неразумной, и такая сделка исключается из учета и не имеет никакого официального статуса.

Сделки, заключенные на бирже в течение дня, должны быть зарегистрированы в тот же день либо в течение следующих суток. Регистрация производится на основании брокерской записки, поданной брокерам продавца и акцептованной брокером покупателя[[4]](#footnote-4).

**1.3 Методы расчета биржевых индексов**

Для качественной оценки состояния рынка ценных бумаг и грубой количественной оценки его динамики удобно использовать одномерный параметр, называемый индексом фондового рынка. Индексом фондового рынка является некоторое число, которое характеризует его качественное состояние. Причем само по себе значение этого числа не несет в себе существенной информации. Важно не само значение этого числа, а результат его сопоставления с теми значениями, которое оно принимало ранее.

Большая часть фондовых индексов относится к одной из двух групп: капитализационные и ценовые индексы.

Капитализационные индексы. Данный тип индексов измеряет общую капитализацию предприятий, ценные бумаги которых используются для расчета индекса. Вычисленное значение индекса нормируется на некоторую базовую дату. Напомним, что под капитализацией предприятия понимается произведение текущей рыночной стоимости выпущенных предприятием ценных бумаг на их количество, находящееся в обращении.

К капитализационным индексам относятся индексы Standard and Poor's (S&P-500, S&P-400), сводный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи и т.п. Большинство индексов на западных фондовых рынках являются капитализационными. На российском рынке ценных бумаг к капитализационным индексам рынка относятся все индексы, рассчитываемые информационными агентствами АК&М и «Skate-Press», индексы газеты «Moscow Times» (MT) и некоторые другие.

Ценовые индексы, или индексы с весом, равным цене. Индексы данного типа вычисляются как среднее арифметическое стоимости акций компаний, входящих в базовый список индекса.

К данному типу индексов относятся наиболее известный — промышленный индекс Доу Джонса (Dow Jones), другие индексы Доу Джонса, индекс Токийской фондовой биржи — Nikkei-225, основной индекс Американской фондовой биржи — АМЕХ и т.д. На российском фондовом рынке подобный тип индексов не получил распространения.

Индексы используются в качестве исходных данных для расчета параметров в ряде экономических моделей. Например, в модели оценки капитальных активов, позволяющей оценить поведение индивидуальных акций по отношению к поведению рынка акций в целом, индекс рассматривается как одномерный параметр, характеризующий наилучшую оценку рыночного портфеля.

Показатель стратегии инвестирования. Индексы можно рассматривать как инструмент для реализации стратегии инвестирования. Существуют две пассивные стратегии инвестирования. Одна состоит в том, чтобы, купив ценные бумаги, держать их до тех пор, пока их стоимость:

- не возрастет до уровня, обеспечивающего приемлемый уровень эффективности;

- не упадет до уровня, при котором финансовые потери будут выше допустимого уровня.

Вторая стратегия инвестирования состоит в том, чтобы, выбрав фондовый индекс или разработав методику расчета фондового индекса, соответствующего выбранной стратегии инвестирования, постоянно поддерживать инвестиционный портфель в соответствии со структурой выборки фондового индекса.

Рассмотрение капитализационных индексов как стратегии поведения возможно, однако на практике малоперспективно. Такая стратегия инвестирования требует приобретения ценных бумаг предприятий в равных долях. Однако при наличии в инвестиционном портфеле нескольких десятков видов акций поддержание подобного портфеля в соответствии с выбранным капитализационным индексом требует значительных накладных расходов. Как говорят в таких случаях, велики трансакционные издержки.

Базисный актив финансовых инструментов. Интерес к фондовым индексам в значительной степени обусловлен также и тем, что они используются в качестве базисного актива для производных финансовых инструментов (фьючерсов на индекс, опционов на индекс, опционов на фьючерсы на индекс). Производные финансовые инструменты предоставляют возможность участникам фондового рынка реализовывать различные инвестиционные стратегии, осуществлять страхование сделок на фондовом рынке (хеджировать сделки), активно участвовать в спекулятивной игре и т.п.

Необходимо отметить, что не все индексы используются в качестве базисного актива для производных финансовых инструментов. В частности, компания «Dow Jones & С°» запрещает использовать промышленный индекс Доу Джонса в качестве основы для фьючерсов и опционов.

Рассмотрим подходы, которые используются для расчета фондовых индексов.

Невзвешенный среднеарифметический индекс. Этот индекс рассчитывается по формуле:

= , (1)

где — значение фондового индекса на момент времени t,

Pj,t — курсовая стоимость акции j-й компании, ценные бумаги которой используются при расчете фондового индекса, на момент времени t;

N— общее число компаний, акции которых используются при расчете фондового индекса;

η — согласующий коэффициент.

Эта формула используется для расчета промышленного среднего индекса Доу Джонса.

Взвешенный среднеарифметический индекс. Формулы для расчета индекса в этом случае различаются методикой взвешивания.

1. Индекс, взвешенный по цене акций в выборке, имеет вид

=, (2)

где Pj,0 — курсовая стоимость акции j-й компании, ценные бумаги которой используются при расчете фондового индекса, в начальный момент времени;

μ — базовое значение индекса на начальный момент времени.

2. Индекс, взвешенный по стоимости выборки, рассчитывается по формуле

=, (3)

где nj,t и nj,0 — количество акций j-й компании, ценные бумаги которой используются для расчета индекса на момент времени t (t=0 на начальный момент времени).

В результате такого подхода к расчету индекса изменение цен на акции более крупных корпораций будет, как правило, оказывать большее влияние на значение индекса, чем колебания стоимости ценных бумаг мелких компаний. Данная формула используется для вычисления индекса S&P-500, причем в качестве начального момента времени берется интервал с 1941 по 1943 г., а базовое значение индекса принято равным 10.

3. Индекс, взвешенный путем приравнивания весов акций компаний, рассчитывается по формуле

=. (4)

Невзвешенный среднегеометрический индекс. Этот индекс рассчитывается по формуле

= . (5)

По этой формуле рассчитывается старейший из используемых в настоящее время фондовых индексов Великобритании — индекс ФТ-30 (FT-30 Share Index, Financial Times Industrial Ordinary Index), который стал публиковаться с 1935 г.

Взвешенный среднегеометрический индекс рассчитывается по формуле

= ,

где Pj,t-1 — курсовая стоимость акции j-й компании, ценные бумаги которой используются при расчете фондового индекса, зафиксированная в предыдущий торговый день.

По такой формуле рассчитывается композитный индекс «Вэлью Лайн» (Value Line Composite Average), используемый на фондовом рынке США.

Индексы, используемые на мировых фондовых рынках.

Публикуется огромное число средних и специальных индексов фондового рынка, среди которых наиболее известным является средний промышленный индекс Доу Джонса. Этот индекс был впервые опубликован в 1884 г. Чарльзом Доу, основателем компании, которая была издателем известной финансовой газеты «Wall Street Journal». Сначала он рассчитывался по акциям 11 железнодорожных компаний. В 1897 г. список был увеличен до 20 железнодорожных компаний. Первый промышленный индекс Доу Джонса был рассчитан в 1897 г. по акциям 12 компаний. К 1916 г. размер выборки увеличился до 20 компаний, а в 1928 г. — до 30. Таким он остается и по настоящее время.

Рассчитывают и другие индексы Доу Джонса: взвешенный индекс акций Доу Джонса по 700 акциям Нью-Йоркской фондовой биржи (публикуется с 1988 г.), индексы Доу Джонса по транспорту, по коммунальным компаниям и по 40 облигациям.

Среди других фондовых индексов наиболее известны:

- различные средние индексы Standard & Poor's, рассчитываемые по 400 и по 500 акциям промышленных компаний, 20 акциям транспортных компаний, 40 акциям коммунальных компаний, по акциям финансовых компаний, муниципальным облигациям, государственным облигациям США и т.п.;

- средние индексы Moody's (по промышленности, железнодорожному транспорту, коммунальным компаниям);

- индексы фондовых бирж (Нью-Йоркской, Американской, Торонтской, Миланской);

- ценовые индексы NASDAQ, которые представлены композитным индексом, включающим 4013 акций, промышленным индексом (2860 акций), банковским (224), страховым (106), транспортным (65) и другими индексами;

- индексы «Файненшл Тайме», рассчитанные по 30, 100, 250 и 350 компаниям, общий индекс ФТ, мировой индекс ФТ;

- индексы, характеризующие германский фондовый рынок (DAX-30, DAX-100, композитный индекс CDAX-320, индексы рынка облигаций - REX и REXP);

- индексы японского фондового рынка (Nikkei, TOPIX);

- индексы фондового рынка Франции (САС-40, генеральный индекс САС) и т.д[[5]](#footnote-5).

Сравнительные характеристики наиболее известных индексов приведены в Приложении 1.

**2. Современное состояние фондовых бирж**

**2.1 Современные тенденции торговых технологий**

В наиболее общем виде торговые технологии могут быть классифицированы как технологии доступа на рынки и технологии организации этих рынков.

Под технологиями доступа на рынки здесь понимаются программно- технологические средства, обеспечивающие участие в торгах на тех или иных финансовых рынках. Этими технологиями пользуются как профессиональные участники рынков (в отечественной терминологии — брокеры и дилеры), так и их клиенты, прежде всего институциональные — страховые, пенсионные и инвестиционные фонды (в т. ч. хедж-фонды) и т. д.

Как представляется, современные технологии доступа, или клиентские системы, развиваются под влиянием двух основных тенденций: демократизация доступа и автоматизация торговли.

До сравнительно недавнего времени, когда финансовый рынок ассоциировался преимущественно с биржами, а сами биржи были «клубами посредников», у клиентов не было ни юридических, ни технических, ни иных возможностей получить доступ к рынку иначе, как через брокеров. Однако в последние два десятилетия ситуация кардинально изменилась: укрупнение и концентрация клиентских операций, усиление конкуренции в финансовой индустрии и тенденция к снижению роли посредников (desintermediation), развитие информационных технологий и т. п. — все это привело к появлению того, что в настоящее время называется «прямым доступом» (direct market access — DMA) и означает непосредственное участие клиентов (в более широком смысле — Buy-side) на рынке.

С технологической точки зрения, системы DMA направлены в первую очередь на управление потоком заявок. При этом различаются системы OMS и EMS.

С технологической точки зрения, системы DMA направлены в первую очередь на управление потоком заявок. При этом различаются системы OMS и EMS.

Системы управления заявками (Order Management Systems — OMS) предназначены для универсального сопровождения торговой активности и включают в себя блоки формирования инвестиционных решений, документирования заявок и сделок, включения (allocation) сделок в те или иные портфели заявок, взаимодействия с системами послеторговой обработки данных (бухгалтерия, риск-менеджмент и т. п.). Первоначально в состав функций OMS входила и маршрутизация заявок (order routing), т. е. их передача на те или иные рынки. Однако последовавшее затем распространение алгоритмической торговли с ее повышенными требованиями к скорости такой передачи, стимулировало выделение систем управления исполнением заявок (Execution Management Systems, EMS), главной задачей которых была преимущественно маршрутизация. Вместе с тем рост производительности программно-технических средств привел к тому, что в настоящее время есть достаточные технологические предпосылки для обратного процесса — включения оперативной передачи заявок снова в состав OMS (например, путем создания комбинированных систем OEMS).

Означает ли это, что EMS как самостоятельные технологии полностью исчезнут? Окончательного ответа на этот вопрос пока нет, в качестве же промежуточного варианта возможна такая точка зрения: в долгосрочном плане у систем EMS, скорее всего, действительно не будет самостоятельного будущего, в краткосрочном же плане они могут по-прежнему пользоваться спросом со стороны тех клиентов, которые, с одной стороны, хотят получать высокоскоростной доступ на рынок, а с другой — не заинтересованы в скорейшем переходе на новую интегрированную OMS/OEMS.

При этом необходимо отметить, что слово «прямой» в контексте «прямого доступа на рынок» должно пониматься исключительно в «техническом» смысле — клиент принимает инвестиционное решение на основании информации, поступающей к нему в режиме реального времени, и направляет заявку «прямо» на рынок, не теряя времени на взаимодействие с брокером. Однако с юридической и организационной точки зрения необходимость брокера остается неизменной — «клиентская» заявка воспринимается рынком по-прежнему как заявка брокера, пусть и поданная за счет и/или от имени клиента, расчеты также осуществляются и гарантируются брокером. Таким образом, «прямой доступ» не отменяет взаимодействия между клиентом и брокером (в более широком смысле, между Buy-side и Sell-side), особенно актуального в условиях, когда один клиент может работать сразу через нескольких брокеров, например:

• технологии т. н. «главного брокера» (prime broker) — консолидация позиций на разных рынках, централизация расчетов и управления рисками, в т. ч. с кредитованием деньгами и ценными бумагами, и т. д.;

• технологии перераспределения комиссии (soft dollar agreement, Client Commission Agreement (CCA) и т. п.) — включение управляющей компанией платежей третьей стороне (например, за консультационные услуги) в комиссию, уплачиваемую ей брокеру, с тем, чтобы брокер заплатил этой стороне.

**2.2 Технологии организации рынков (биржевые технологии)**

Современные технологии не только позволяют проводить торговые операции в объемах не мыслимых ранее, но и дают возможность эффективно автоматизировать отдельные процедуры, связанные с принятием решений. Наиболее отчетливо подобная тенденция проявляется в технологиях «алгоритмической торговли» (algorithmic trading).

Несмотря на имеющуюся уже историю (примерно с середины 1970-x гг.), на широкое распространение к настоящему времени и на очевидную тенденцию к дальнейшему развитию, алгоритмическая торговля до сих пор не получила общепринятого определения.

Как представляется, данный термин может определяться двояко:

- алгоритмическая торговля в широком смысле — автоматизированное выставление (в т.ч. изменение и снятие) заявок в соответствии с теми или иными алгоритмами и при минимальном участии человека;

- алгоритмическая торговля в узком смысле — автоматизированное выставление (в т. ч. изменение и снятие) заявок в соответствии с алгоритмами оптимизации финансовых результатов (например, максимизация прибыли).

С этой точки зрения, к алгоритмической торговле в широком смысле помимо алгоритмической торговли в узком смысле также относятся:

- программная торговля и индексный арбитраж (program trading and index arbitrage);

- интеллектуальная маршрутизация заявок (smart order routing — SRO);7

- «торговля с высокой частотой» (high frequency trading) — стиль торговли, предполагающий в качестве обязательного элемента многократное открытие/закрытие позиций по одному инструменту в ходе торгового дня;

- торговля против «сигнальных заявок» (flash trading) (см. ниже) и т. д.

Общеизвестно, что в настоящее время основной объем сделок на современных биржевых рынках заключается в электронном режиме — даже там, где торги «в зале» (floor trading) еще по каким-то причинам сохраняются (прежде всего, на биржах США). При этом основными торговыми технологиями являются:

- технологии т. н. «рынка заявок» (order-driven market) — прежде всего, непрерывный и дискретный аукцион;

- технологии т. н. «рынка котировок» (order-driven market) — те или иные режимы переговоров, в ходе которых участники, используя объявленные котировки в качестве отправной точки, могут придти к окончательному соглашению о параметрах сделки.

Поскольку эти технологии достаточно известны и описаны, в данной статье целесообразно ограничиться рассмотрением реакции бирж на современные технологические вызовы, основными из которых представляются рост альтернативных пулов ликвидности и упомянутый выше прогресс алгоритмической торговли.

Основной причиной возникновения альтернативных пулов стало развитие институциональных инвесторов, повлекшее укрупнение размера заключаемых сделок. Поскольку же ввод крупных заявок в традиционные системы, впоследствии названные «светлыми», или «освещенными» пулами (lit pools), приводил к неблагоприятному смещению цен (т. н. market impact), то возникла потребность в иных торговых технологиях, т. е. таких, которые дают возможность заключать крупные сделки без ухудшения цен, но, как показала практика, ценой временного «сокрытия» ликвидности.

Сами по себе альтернативные пулы и, прежде всего, т.н. пулы «серой», или «темной» ликвидности (dark pools), по сути не должны считаться чем-то особенно новым. Так, первые внебиржевые системы (crossing networks), позволяющие заключать сделки по «справедливым» ценам (кстати, бравшимся все же с бирж), появились еще в 1986 г. (США), а «скрытые» заявки (hidden, iceberg orders) уже давно входят в стандартный биржевой инструментарий. Однако рост таких «темных» пулов, пришедшийся на последние годы, заставил воспринимать их как действительно весомую конкурентную угрозу традиционным биржам.

В отличие от тех брокеров, которые если развивают в своих рамках «темные» пулы, то рассматривают их как способ сокращения издержек для крупных клиентов, биржи склонны воспринимать dark pools как возможный источник дополнительной прибыли, которую они (биржи) могли бы получить, если включат пулы в свой оборот, либо которую получат вместо них конкуренты (в первую очередь, брокеры), если пулы останутся за пределами бирж.

В соответствии с этим биржи предпринимают следующие действия:

- создают собственные «темные пулы». Так, недавно биржа NYSE Euronext запустила в Нью-Йорке рынок MatchPoint, который позиционируется именно как dark pool и действует подобно традиционному дискретному двустороннему аукциону с тем отличием, что цена сделок определяется не на самой бирже, а берется извне, как «наилучшая национальная котировка» (national best bid/offer — NBB)). Тем самым, биржи развивают у себя технологию, которую, вообще говоря, принято считать внебиржевой;

- модифицируют традиционные технологии:

- внедряют «скрытые» заявки (см. выше) и сигнальные (flash) заявки;

- меняют приоритеты исполнения заявок — традиционные технологии, основанные на приоритете «цена — время», по крайней мере, дополняются, технологиями, основанными на приоритете «цена — объем». Так, биржа NASDAQ OMX объявила о создании во второй половине 2010 г. первой такой биржевой платформы на базе приобретенной (2007 г.) фондовой биржи в Филадельфии (PHLX);

- корректируют процедуры заключения сделок, давая возможность улучшать цену обеим ее сторонам.

Результатом таких действий является не только видимое усиление позиций бирж (разумеется, в случаях, когда эти действия эффективны), но и не всегда явное стирание границ между биржами и внебиржевыми институтами, в т. ч. брокерами.

Что же касается реакции на рост алгоритмической торговли, то здесь, как представляется, налицо отчетливая тенденция к всемерной технологической поддержке:

- снижение времени отклика торговых систем, увеличение пропускной способности (bandwidth);

- внедрение модульных архитектур, позволяющих осуществлять высокоскоростное взаимодействие между биржевыми и клиентскими системами на основе комбинации базовых блоков (модулей) с исходной функциональной совместимостью;

- размещение технических средств, поддерживающих те или иные клиентские системы, непосредственно на территории биржевых вычислительных центров (co-location).

При этом возможные технические и экономические меры по ограничению потока заявок, порождаемого системами алгоритмической торговли, хотя и обсуждаются, но нигде, насколько известно, не применяются на практике, поскольку считается, что введение подобных мер может снизить ликвидность (так, на конференции были обнародованы оценки, согласно которым на рынке акций США около 60% ликвидности создается «торговлей с высокой частотой», одной из разновидностей алгоритмической торговли).

Очевидно, российский рынок не стоит вне мировых тенденций. Достаточно отметить высокую технологичность его биржевой инфраструктуры, существенную долю биржевых сделок, совершенных конечными инвесторами с использованием систем удаленного доступа (в т.ч. через Интернет), наличие «программ-роботов» и т. п. Дальнейшее развитие рынка, в т. ч. его глобализация, как представляется, будут стимулировать его все большую вовлеченность в отмеченные процессы. Анализ международной практики показывает, с какими вызовами может столкнуться российский рынок в ближайшем будущем и какой может быть реакция на них.

При этом, однако, целесообразно учитывать следующее. К числу ключевых факторов, повлиявших на то, что современные торговые технологии развиваются именно так, а не иначе, следует отнести существующую и, по-видимому, прогрессирующую фрагментацию рынка, т.е. деление его на отдельные сегменты с параллельным ценообразованием на одни и те же активы (что, вообще-то, не очень способствует эффективности рынка). Наличие фрагментации, в свою очередь, имеет свои причины — как «естественного» характера (конкуренция и т.п.), так и регулятивного (в США — регулирование, т. е. «Национальной рыночной системы» (National Market System), в Европе — MIFID). Примечательно, что сама по себе фрагментация, сопровождаемая размыванием ликвидности, похоже, не была непосредственной целью регуляторов, заинтересованных, скорее, наоборот, в интеграции, но с сохранением должного уровня конкуренции. Так или иначе, но существовавшая и, возможно, уже готовая к исчезновению фрагментация получила регулятивную поддержку и в настоящее время является существенной характеристикой рыночного ландшафта.

С одной стороны, это увеличивало возможности для межрыночного арбитража, с другой — возникла потребность в той или иной консолидации ликвидности, например, для получения лучших цен. Очевидно, что многие из рассмотренных систем и технологий (например, OMS/SOR) своим развитием «обязаны» именно этой потребности. В связи с этим иногда высказывается мнение о том, что фрагментация должна даже приветствоваться, а что до размывания ликвидности, то оно может быть устранено применением технологий. Оппоненты, напротив, считают, что, во-первых, экономические и регулятивные тренды, лежащие в основе фрагментации, вряд ли в принципе могут быть преодолены чисто технологическими решениями, которые (при наличии таких трендов) только усиливают фрагментацию, и, во-вторых, по их мнению, регуляторам вообще стоило бы задуматься о том, не потеряли ли они из вида своих целей.

Из анализа международной практики в области развития торговых технологий можно также заключить, что и здесь не все новое является непременно хорошим.

Так, не все последствия применения современных торговых технологий ясны до конца. Применительно к некоторым из них (например, сигнальные заявки, отдельные виды «торговли с высокой частотой», да и технологии «темных» пулов в целом) высказываются опасения, что они вообще могут привести к тем или иным деформациям рынка — искажению цен, информационной асимметрии, неэффективному поведению (т. н. «неблагоприятный отбор» (adverse selection)) и т. п.

Кроме того, наличие даже самых изощренных торговых технологий (в первую очередь, это относится к клиентским системам) не гарантирует достижения желаемых результатов, особенно когда сами технологии и лежащие в их основе предпосылки не всегда адекватно понимаются пользователями. Так, в настоящее время активно обсуждается вопрос о «вкладе» технологий в современный кризис. Логика «обвинения» примерно такова: в погоне за прибылью инвесторы выходили на все более рискованные (в т. ч. малоликвидные рынки), используя в т. ч. технологии алгоритмической торговли. Статистические данные, которые для этого требовались, не могли быть получены непосредственно с рынков (в силу их малоликвидности) и потому генерировались внутри самих технологий на базе тех или иных теоретических моделей. Кризис обнаружил неадекватность подобных искусственных и умозрительных конструкций, что только усилило масштабы негативных последствий. Разумеется, речь не идет о том, что «во всем виноваты технологии», но то, что их применение зачастую внушало ложное чувство уверенности и защищенности от рисков и тем самым подталкивало к принятию сомнительных решений, вряд ли может быть поставлено под сомнение[[6]](#footnote-6).

**2.3 Технический анализ и информационная среда**

Как известно, технический анализ - это метод прогнозирования рыночных цен и трендов с использованием исторических котировок, индексов и их графиков за предшествующие периоды. Помимо графиков котировок, в техническом анализе исследуется движение так называемых индикаторов, рассчитываемых исходя из структуры дневных цен и торгового оборота. С началом широкого применения компьютеров расчет индикаторов и их технический анализ получили новый импульс. В отличие от фундаментального анализа, здесь в расчет не принимаются финансовые, хозяйственные и иные фактические показатели деятельности предприятия, а учитывается лишь рыночная оценка его успехов и перспектив, что весьма субъективно, но финансово значимо.

Становление технического анализа относят к концу XIX в., когда начался отсчет индекса Доу-Джонса. Излюбленное изречение одного из основоположников биржевой теории Чарлза Доу: "Индексы отражают все".

Популярным мнением среди биржевиков стало: "Будущее - в графиках". Это оказалось более чем справедливо в те десятилетия или даже в первое биржевое столетие, когда биржевики собирались на настоящей, а не виртуальной торговой площадке, сделки заключали с реальными, а не с электронными брокерами, получали на руки подлинные бумажные документы, а не записи на магнитных или оптических дисках. Но самое главное, все участники торгов весь день "варились в собственном соку", "заправленные" с утра (из утренних газет) одной и той же важнейшей информацией: итоги и сводки предыдущего дня, экономические новости, хозяйственные показатели, политические события и пр. Поступающие в ходе торгов телеграфные, а позже радио- и телевизионные сообщения касались в основном сенсационных известий или сведений о катастрофах. Однако основная масса инвесторов, чьи интересы представляли брокеры в торговом зале, приказы и заявки которых определяли движения рынка, формировала свое мнение и принимала важные решения исходя преимущественно из информации и аналитических отчетов утренних газет.

В этих условиях биржевая борьба между "быками" и "медведями" являлась истинным турниром (нечто среднее между покером и шахматами), в ходе которого отрабатывалась и нащупывалась в течение дня наиболее "справедливая" текущая цена на тот или иной актив. Именно такое положение способствовало появлению известной формулы: "Рынок знает все и уже учел в ценах все существенное". Графики котировок и индексов за предшествующие периоды - дни, недели, месяцы - показательно отражали все перипетии и результаты недавних биржевых схваток. Ничего лучшего и более полезного для принятия решений на ближайшее будущее не было, поскольку новая информация, способная повлиять на ситуацию, была скудной, ее получали одновременно все участники рынка в известное время.

Итак, типичной особенностью "золотого века" технического анализа была информационная однородность, немногочисленность источников распространения новых сведений. По большому счету в течение торговой сессии биржа представляла собой закрытую систему, в которой участники вырабатывали коллективную оценку активов практически вне информационной среды. В этих условиях технический анализ как зеркало отражал стимулы, силы и, главное, ожидания участников торгов.

Эта классическая картина изменилась в конце XX в. благодаря Интернету и "исходу" биржевиков из торговых залов в офисы, к компьютерам. Если раньше взгляды биржевиков были прикованы к бегущей строке или к экрану с котировками в торговом зале, то теперь - к мониторам с десятками таблиц, графиков, новостных лент, поступающих со всех концов мира, где в эти минуты происходят торги или события.

Новостные потоки глобальны как по своим источникам, так и с точки зрения их воздействия на рынки. В зависимости от уровня экономического развития отдельные регионы мира оказывают различное информационное воздействие. Так, экономика США, составляющая до 40% мирового потенциала, естественно, доминирует по воздействию новостных потоков на рынки всего мира и по важности поступающей информации. Все важнейшие экономические показатели США, на которые ориентируются биржевики всего мира, - цены на сырье, кредитные ставки заемного капитала, рост или снижение национального продукта, доходность промышленных отраслей и отдельных предприятий и т. д. - либо задают, либо корректируют направление экономических процессов во всем мире. Значительно отстают от Северной Америки по важности и воздействию экономических показателей высокоразвитые регионы: Япония и Юго-Восточная Азия, Западная Европа. Распределение по часовым поясам новостных потоков, поступающих из этих экономических регионов, создает в течение суток почти непрерывную взаимодействующую информационную среду, в которой функционируют все рынки мира.

Характерно, что чем дальше тот или иной рынок от "столичных" регионов, чем он "провинциальнее", тем большее влияние на него оказывают новостные потоки из этих регионов и тем менее самостоятелен он в формировании цен на сырье, капитал и товары. И наоборот, "столичные" биржевики США в значительно меньшей степени подвержены флуктуациям экономических показателей других стран. И хотя их информационные потоки не менее динамичны, они в большей степени имеют внутреннее происхождение.

Рассмотрим детальнее информационную среду, в которой работают отечественные фондовые рынки.

Утром, задолго до открытия основных отечественных фондовых бирж, в 10:30 по московскому времени (мск), в Интернете освещаются результаты торгов, закончившихся или заканчивающихся на другой стороне земного шара. Прежде всего это индексы фондовых бирж США: Dow Jones Industrial Average, S&P 500, NASDAQ. Эти биржи закрылись еще в 00:00 по мск, но их влияние уже сказалось на торгах в Японии и Юго-Восточной Азии, а также в Индии и Китае - обширных и быстро растущих рынках.

Большинство наиболее ликвидных акций крупнейших отечественных предприятий, так называемых "голубых фишек", торгуется в виде производных (АДР, ГДР) также в США и Европе. Поэтому внимание привлекают их цены и динамика в течение заокеанской торговой сессии.

Эстафета биржевых торгов сырьевыми товарами - нефтью, металлами и пр. - еще предыдущим вечером (в 21:00 по мск) была передана от Лондона Нью-Йорку. А поскольку нефть, газ и цветные металлы - основные продукты российского экспорта, за счет чего растет благосостояние отечественной экономики, повышается стоимость "голубых фишек", то сводка этих цен для российских биржевиков - как московское раннее утро: ясное и солнечное или мрачное и серое.

Особый интерес вызывают изменившиеся за время торгов в США отраслевые индексы и индексы развивающихся рынков. Отраслевые индексы отражают или подтверждают общие тенденции в родственных российским предприятиям отраслях, особенно в нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей сферах, а также в металлургии. Индексы развивающихся рынков отражают мнения и "сантименты" иностранных инвесторов относительно выгод и рисков, связанных с работой на новых развивающихся рынках, к котором относится и Россия. Новые цены акций зарубежных фондов, инвестирующих в отдельные страны, в частности в Россию, регионы, отрасли также о многом предупреждают.

Реакция мировых рынков на новости из США уже проверена: на индексы Японии и Азии оказывают влияние настроения восточных биржевиков. Развитие этого региона зависит от экспорта в США, и малейшие сомнения относительно покупательной способности североамериканцев мгновенно сказываются на ценах акций восточных промышленных гигантов. Эти утренние сведения - своего рода тест для отечественных биржевых наблюдателей: действительно ли "ночные" события на рынках США так хороши или так плохи для всего мира? Какова была реакция рынков высокоразвитых промышленных стран? Какова реакция развивающихся рынков, в основном сырьевых, как российский?

Следует также упомянуть и о новостях другого рода, способных сотрясти все мировые биржи буквально в считаные минуты и даже секунды: террористические акты, политические перевороты, начавшиеся войны, крупные промышленные аварии и прочий форс-мажор. За такими событиями обычно следует резкое изменение цен на сырье, валютных соотношений, котировок акций предприятий целых отраслей или стран и пр. Многим из подобных событий, как правило, предшествуют определенные "сигналы", часто ложные, однако их появление, даже на уровне слухов, становится самостоятельным событием, способным привести к паническим проявлениям на мировых рынках. При развивающейся глобализации экономики и общей экономической взаимозависимости подобная информация и реакция на нее рынков входят в обыденный новостной режим и их вероятность учитывается, особенно накануне закрытия бирж на выходные или праздничные дни.

Итак, к 10:30 по мск, и даже ранее, мнения и ожидания отечественных участников фондового рынка можно считать сформированными. Каждый участник, с учетом занятой им накануне позиции (длинной, короткой или нейтральной), уже имеет план своих биржевых операций. Правомерен вопрос: имеет ли в этих обстоятельствах какое-либо значение или практический интерес технический анализ вчерашних биржевых показателей? Почти никакого. Слишком много событий произошло за прошедшую ночь, а представления и ожидания участников рынка, пристально следящих за событиями в мире, изменились в корне. Изменились и их планы, поэтому реакция участников на ход торгов будет совершенно иной.

Время от начала торгов до 11:00 - "независимые" полчаса за весь период торговой сессии. Америка давно уже "спит", Азия недавно "заснула", а Европа еще не "проснулась". Рынок открывается ценами, в которые уже заложены все ночные события, все изменения на сырьевых и фондовых рынках мира, в том числе переоценка российских акций за океаном.

Отечественный рынок на эти первые полчаса полностью предоставлен самому себе. Единственная привлекающая внимание информации на мониторах - непрекращающиеся никогда электронные фьючерсные торги нефтью на Лондонской нефтяной бирже и торги фьючерсами на биржевые индексы США в Чикаго. Но в это время их еще нельзя назвать ориентирами: торги вялые, объемы небольшие - все страны, кроме России, "спят". Вот в эти полчаса технический анализ текущих котировок и игра с его помощью на местных быстро меняющихся коротких трендах вполне уместна. Это игра биржевиков между собой, результат которой зависит от того, кто из игроков лучше понял ситуацию, - борьба "быков" с "медведями" в чистом виде. Эти полчаса - как самостоятельная малая торговая сессия, со своей драматической завязкой и ее разрешением. Но и в этот небольшой отрезок времени игра идет преимущественно под вопросом: как "откроется" Европа и как она отреагирует на ночные новости?

И вот в 11:00 по мск открываются торги в Лондоне, во Франкфурте-на-Майне, в Париже - на основных европейских площадках. Европа поражает отечественный рынок прежде всего своей переоценкой после ночных мировых событий российских акций, торгуемых здесь в виде банковских депозитарных расписок (ГДР). Учитывая объемы отечественных активов, представленных на зарубежных рынках, от "толчка", который получает в эти минуты отечественный рынок, цены начинают смещаться в сторону арбитражного равновесия и стабилизируются лишь под влиянием новой утренней информации. Оценка российских активов иностранцами имеет первостепенное значение, так как текущий высокий уровень рыночных цен российских активов поддерживается в основном их деньгами, в значительной степени спекулятивными. И если им что-нибудь не нравится, то деньги моментально выводятся, рынок неудержимо падает, и отечественные инвесторы оказываются совершенно бессильными в попытках его поддержать, хотя могут оставаться уверенными в его перспективах и качестве активов.

Последующие несколько часов торги на отечественных биржах проходят под влиянием западно-европейских цен на нефть и металлы, фьючерсов на индексы США, европейских биржевых индексов. Транслируемые в реальном времени цены на нефтяные фьючерсы в Лондоне и фьючерсы на индекс S&P 500 в Чикаго буквально "ведут" за собой не только отечественные биржи, но и все прочие работающие в эти часы рынки.

В это время появляются и важные внутрироссийские новости. Новостные ленты российских и зарубежных информационных агентств обновляются ежеминутно. Наибольшее влияние на рынок в целом оказывают "горячие" новости из высших эшелонов власти. Это и политические новости, и постановления правительства по экономике, заявления высоких чиновников, их оценки перспектив той или иной полугосударственной компании, решения по налогообложению и тарифам и т. д. Поступают сообщения по отдельным предприятиям и организациям, в том числе квартальные и годовые отчеты, решения собраний акционеров о выплачиваемых дивидендах, кадровых перемещениях, важные решения руководства компаний и пр. Могут появляться оценки, чаще - переоценки, той или иной российской компании международными рейтинговыми агентствами. Внутрироссийский новостной фон формируется, в том числе, исходя из установленного ЦБ РФ на этот день курса рубля и состояния денежной ликвидности - текущих ставок межбанковского кредита и остатков средств банков на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ.

Ко второй половине дня, примерно к 15:00-16:00 по мск, все европейские и российские новости уже восприняты, отыграны и отражены в ценах. Часто даже наблюдается некоторое затишье. Наступает время спекуляций на ожиданиях новостей из-за океана. Через 1-2 часа появятся новости, способные развернуть рынок или в считаные секунды подбросить его либо опустить сразу на несколько процентов. Скоро наступит момент истины, когда станет ясно, кто был прав - "быки" или "медведи". Это похоже на позицию: "вот приедет барин, он нас рассудит".

Дело в том, что еще за час до открытия фондовых рынков в США там публикуются важнейшие статистические данные по национальной экономике. Они настолько важны и для экономики, и для рынков всего мира, что буквально через несколько секунд после их размещения в Интернете, а иногда и раньше, все европейские индексы и сырьевые цены реагируют на них вертикальными свечками. Не все и не всегда эти новости бывают столь действенны, однако биржевики ожидают от них именно этого и соответственно готовятся. Причем публикуются и фактические значения этих параметров, и их изменения за период, и, главное, имевшиеся прогнозы экспертов. Именно расхождения с последними вызывают бурную реакцию.

Учитывая исключительную важность этих внутриамериканских новостей для российских рынков, перечислим важнейшие из них и напомним их недельный график. Дни и время публикации этих экономических параметров практически неизменны, периоды различны; время московское, Интернет.

Понедельник, 16:30.

Personal Income: личные доходы.

Personal Spending: потребительские затраты.

Вторник, 16:30.

Producer Price Index: индекс цен производителей.

Producer Price Index Ex-food & energy (Core PPI): индекс цен производителей, за вычетом продуктов питания и топлива.

Employment Cost Index: стоимость наемного труда.

Вторник, 18:00.

ISM services index: индекс деловой активности в сфере услуг США.

Среда, 16:30.

Consumer Price Index (CPI): Consumer price index: индекс потребительских цен.

Consumer Price Index Ex-food & energy (Core CPI): индекс потребительских цен, за вычетом продуктов питания и топлива.

Industrial Production: промышленное производство.

Housing Starts: начатые постройки личных домов.

Durable Goods Orders: заказы товаров длительного пользования.

Среда, 18:30.

Energy Department weekly inventory: запасы нефти и нефтепродуктов в хранилищах США.

Четверг, 16:30.

Continuing Claims: повторные требования пособий по безработице.

Initial Jobless Claims: первичные требования пособий по безработице. Productivity: производительность труда.

Пятница, 16:30.

Gross Domestic Product: ВВП, валовой внутренний продукт.

Core PCE Price Index: индекс цен.

Unemployment Rate: уровень безработицы.

Пятница, 18:00.

US Manufacturing index: индекс производственной активности США

US Consumer sentiment, University of Michigan: индекс доверия потребителей США Мичиганского университета.

После закрытия московских бирж поступают прочие важнейшие экономические сводки, влияние которых скажется на российских ценах следующего дня. Некоторые из них:

Leading Indicators: важнейшие индикаторы экономики.

Philadelphia Fed: экономический анализ одного из федеральных банков.

Home Resales: число перепроданных личных домов.

New Home Sales: число проданных новых домов.

Factory Orders: производственные заказы.

Federal Reserve's "beige book": анализ Федеральной резервной системы состояния промышленности в 12 регионах.

Прочие сообщения и сводки, из которых особенно важны официальные сообщения и решения федеральных властей.

Эти экономические показатели важны для биржевиков не столько сами по себе, сколько как признаки возможной реакции на них Федеральной резервной системы США, периодически пересматривающей кредитную ставку для сдерживания инфляции в стране; как признаки возможного изменения бюджетного и торгового дефицита США, влекущие за собой изменение курса национальной валюты; как признаки замедления или ускорения национальной экономики, приводящие к изменению потребительского спроса, а затем и доходов производителей, и пр. Хотелось бы подчеркнуть, что ввиду исключительного значения состояния экономики США для всего мира любые изменения ее характеристик сразу вызывают соответствующую реакцию мировых рынков.

Публикация этих новостей - своего рода прелюдия к началу торгов на биржах в США (17:30 по мск). Уже успевшие среагировать на последние новости фьючерсы на индекс S&P 500 показывают, как их воспримут с первых же минут торгов и основные участники рынка в США. С началом торгов в США внимание всех биржевиков мира сфокусировано на происходящем на этих биржах.

Российский рынок будет сопровождать американский рынок оставшиеся до закрытия 1 ч. 15 мин., и за это время его участники постараются предугадать, чем закончатся торги в США, ведь позиции надо занимать или закрывать. Хороший или плохой старт за океаном может завершиться через 6 часов противоположным результатом, поскольку на рынки обрушатся потоки информации. Сильное влияние на рынок окажут также публикуемые квартальные отчеты и планируемые показатели многочисленных корпораций, что способно в ином свете представить результаты и перспективы целых отраслей промышленности во всем мире.

Как видим, у биржевиков теперь нет ни времени, ни поводов обращаться в течение торговой сессии к техническому анализу текущих графиков и индикаторов в надежде найти там "скрытый смысл" и "будущее" и предпочесть его свежим или ожидаемым горячим новостям. Это связано с тем, что технический анализ не в состоянии предсказать последующие информационные воздействия на цены. Можно сделать следующий вывод: технический анализ в условиях современной биржевой технологии, основанной на самой разнообразной информации, поступающей в режиме реального времени, больше не работает во внутридневной (Intraday) торговле и с горизонтом всего в несколько дней. Разумеется, графики по-прежнему важны, но состояния "перекупленности" или "перепроданности" и прочие графические признаки опытный глаз распознает и по текущим котировкам.

Однако в долгосрочной перспективе, с горизонтом от нескольких недель, колебания рынка определенно "подчиняются" трендам или тенденциям, которые могут эффективно исследоваться методами технического анализа. Представляется, что множество разнообразных информационных импульсов, воздействующих на участников рынка в течение длительного времени, в конечном счете оформляются во вполне определенный и устойчивый вектор. Значительные периоды "жизни" проявившихся трендов-векторов свидетельствуют о фундаментальных причинах изменения рыночных цен, успешно противостоящих ежедневным многочисленным и противоречивым информационным импульсам. Поэтому биржевая торговля с ориентиром на длительные тренды, так называемая позиционная торговля, может быть весьма эффективной с применением методов технического анализа, при практическом игнорировании текущих информационных выбросов.

Можно отметить особенность современной технологии биржевой торговли: зависимость от информации, поступающей к биржевику в реальном времени, теперь столь велика, что биржевая практика "по старинке", с опорой на газетные сводки и публикации или даже на вечерние итоги, заведомо неэффективна. Она неконкурентоспособна в условиях, когда поток самой последней информации является основным мотивом действий большинства участников рынка. Отстает также интернет-торговля с неполным информационным обеспечением, например при отсутствии потока в реальном времени котировок фьючерсов на нефть и на индекс S&P 500, на которые ориентируются все рынки[[7]](#footnote-7).

**2.4 Мировой финансово-экономический кризис**

Фондовые рынки большинства стран, включая Россию, работают как весьма эффективные сообщающиеся сосуды. Значительная часть инвесторов – американских, европейских, российских, инвесторов без какой-либо гражданской принадлежности – работают не на национальных, а на глобальных рынках.

Потребности реальной экономики в денежно-ссудном капитале объективно ограничены размерами основного капитала и применяемой технологией обслуживания оборотного капитала, а также различиями в периодах их кругооборота. Поэтому опережающее накопление денежно-ссудного капитала сопровождается тем, что растет его применение вне сферы товарного производства и обращения. В 2007 г. в странах «семерки» доля ссудных капиталов, функционирующих вне реальной экономики, достигла 53%, в том числе в США – 60%, в Великобритании – 59%, в Японии – 54%. Сферы применения этой части функционирующего капитала – операции на фондовых и валютных биржах, финансирование бюджетных дефицитов, экспорт.

Таблица 1 - ВВП и активы стран «Группы 7»

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Страны | ВВП | | Активы |
| Млрд дол. | В % к итогу | Млрд дол. | В % к итогу |
| США | 13 811,2 | 20,5 | 69 056,0 | 20,6 |
| Япония | 4 017,8 | 6,0 | 24 106,8 | 7,2 |
| Германия | 2 868,6 | 4,3 | 17 211,6 | 5,1 |
| Великобритания | 2 182,2 | 3,2 | 15 275,4 | 4,5 |
| Франция | 2 152,3 | 3,2 | 12 913,8 | 3,9 |
| Италия | 1 875,7 | 2,8 | 13 129,9 | 3,9 |
| Канада | 1 193,8 | 1,8 | 7 162,8 | 2,1 |
| Итого | 28 101,6 | 41,8 | 159 856,3 | 47,3 |
| Мир | 67 227,2 | 100,0 | 336 136,0 | 100,0 |

Особенностью этой части капиталов стал их отрыв от кругооборота реального капитала: например, 85–90% операций на фондовых и валютных биржах носят спекулятивный характер и лишь 10–15% непосредственно связаны с функционированием реальной экономики.

Поскольку операции вне реальной экономики, особенно на биржах, приносят большую прибыль, банки и другие финансовые институты стали использовать растущую часть своих капиталов для их кредитования и финансирования. В этих условиях в США в период 1995 – 2007 гг. средние показатели котировок ценных бумаг на фондовых биржах подскочили с 10 до 30%, а объем фондового рынка достиг в 2007 г. 18,5 трлн дол. (135% ВВП) против 136 млрд дол. (13,1% ВВП) в 1970 г. Как результат, спекуляции достигли астрономических масштабов, что способствовало формированию «финансовых пузырей». Капитализация фондовых рынков в 2007 г. достигла в США 65,5 трлн дол., что было в 4,5 раза больше ВВП страны; общий долг кредитных рынков в США превысил 360% ВВП против 140% в 1970 г. Операции с производными финансовыми инструментами, в основном с фьючерсными контрактами на процентные ставки, покупку валюты, гособлигаций в 2007 г. в сумме достигли 1200 трлн дол., превысив в 48 раз материальные активы в США[[8]](#footnote-8).

Кризис, охвативший мировую финансовую систему в 2007–2009 гг., зародился на периферийном сегменте финансового рынка США – рынке ценных бумаг, обеспеченных обязательствами по нестандартным ипотечным кредитам. В первые месяцы дестабилизации этого рынка большинство аналитиков не ожидало распространения кризиса на другие сегменты мирового финансового рынка. Эксперты МВФ на страницах «Глобального обзора финансовой стабильности» отмечали рост кредитных и ценовых рисков, а также рисков ликвидности, но связывали его исключительно с сектором ипотечных ценных бумаг.

Рис. 1. Развитие дестабилизационных процессов на мировом финансовом рынке

Ухудшение положения отдельных банков и хеджфондов привело к общему снижению доверия к финансовому сектору и дезорганизации мирового денежного рынка. Продажи ценных бумаг банками и компаниями, испытывавшими дефицит ликвидности, привели к ухудшению ситуации на мировом фондовом рынке (рис. 1). Падение котировок ценных бумаг, в свою очередь, сделало необходимым масштабное внесение дополнительного обеспечения по кредитам и сделкам РЕПО, обеспеченным ценными бумагами (так называемыми margin call), либо их досрочное погашение. Это привело к дальнейшему ухудшению положения крупнейших транснациональных финансовых институтов, в ряде случаев завершившемуся их банкротством или национализацией.

Наиболее очевидной угрозой для функционирования российского финансового рынка, связанной с глобальным финансовым кризисом, является усложнение обслуживания внешних обязательств российскими компаниями и банками. В период благоприятной внешней конъюнктуры российские заемщики негосударственного сектора масштабно привлекали средства на внешних рынках не только для финансирования долгосрочных проектов или сделок по слияниям и поглощениям, но и для пополнения оборотного капитала, осуществления краткосрочных вложений. На протяжении нескольких лет российские заемщики успешно рефинансировали свои обязательства перед нерезидентами, поэтому возможность столкнуться с затруднениями при привлечении новых заимствований на внешних рынках недооценивалась. В итоге к началу 2008 г. почти четверть внешних обязательств российских заемщиков приходилась на более дешевые и доступные краткосрочные заимствования. Ухудшение конъюнктуры мирового рынка, «бегство в качество» иностранных инвесторов и снижение кредитных рейтингов ряда российских заемщиков резко ограничили возможность рефинансирования этих обязательств.

В последние месяцы 2008 г. и в начале 2009 г. существенное значение приобрел еще один фактор, ухудшивший положение российских заемщиков, – снижение номинального курса рубля к ведущим иностранным валютам. Поскольку основной объем внешних заимствований российских компаний и банков осуществлялся в иностранных валютах, а многие российские заемщики привлекали валютные заимствования для финансирования операций по приобретению рублевых активов, долговая нагрузка на российские компании и банки в этот период существенно увеличилась, возросли их валютные риски. Более 60% внешних обязательств российских заемщиков приходилось на кредиты и ценные бумаги, номинированные в долларах США. Поэтому источником потенциальных убытков российских заемщиков было не только ослабление рубля, но и имевшее место во второй половине 2008 г. укрепление доллара к другим ведущим мировым валютам (рис. 2).

Рис. 2. Влияние динамики валютных курсов на внешние обязательства российских заемщиков

Растущая долговая нагрузка на российских заемщиков, снижение стоимости их активов, рост валютных и фондовых рисков, а также сокращение выручки от экспортных контрактов привели к ухудшению финансового состояния российских компаний и банков. Негативное воздействие названных факторов на финансовое положение участников российского финансового рынка усугублялось проводимой ими политикой гипертрофированного расширения расходов, в частности инвестиций в финансовые активы. В условиях благоприятной конъюнктуры последних лет многие российские компании и банки не заботились об обеспечении непрерывности потоков платежей, рассчитывая на возможность покрытия разрывов в потоках ликвидности за счет краткосрочных кредитов. В итоге при ухудшении конъюнктуры финансовых и товарных рынков ряду российских компаний и банков не хватило «запаса прочности», они оказались не в состоянии выполнить свои обязательства, что привело к их поглощению, санированию или банкротству. На рынке облигаций в августе 2008 г. – мае 2009 г. имело место свыше 30 технических дефолтов и более 100 дефолтов эмитента.

Ухудшение финансового положения российских предприятий ограничило их возможность выполнять свои обязательства перед кредиторами, в том числе банками. В результате просроченная задолженность по банковским кредитам нефинансовому сектору увеличилась с 1,3% в начале августа 2008 г. до 3,6% в начале мая 2009 г. Сокращение заработных плат и увольнения в ряде отраслей сказались и на кредитоспособности физических лиц.

Дефолты на рынке облигаций и отзывы лицензий в банковском секторе в сочетании с негативным внешним новостным фоном (сообщения о банкротствах, поглощении или национализации крупнейших транснациональных финансовых институтов) привели к снижению доверия к российским компаниям и банкам, в особенности – к относящимся ко «второму» и «третьему» эшелонам. Результатом этого стало сокращение возможностей привлечения средств на внутреннем рынке. Среднемесячное размещение корпоративных облигаций на Фондовой бирже ММВБ в августе 2008 г. – феврале 2009 г. составило 20 млрд руб. против 53 млрд руб. в январе – июле 2008 г. В дальнейшем эмиссионная активность российских компаний стала постепенно восстанавливаться, но так и не возвратилась к уровню первой половины 2008 года[[9]](#footnote-9).

**Заключение**

Развивающийся российский фондовый рынок стремится занять сегодня устойчивые позиции в системе финансового рынка. Однако остаётся ещё много нерешённых проблем. Это и ослабленная система внутреннего контроля, характеризующаяся неэффективным использованием ресурсов, и непреднамеренные и преднамеренные искажения отчетности, разглашение конфиденциальных сведений, и возникновение проблем с размещением акций на фондовой бирже.

Фондовая биржа необходима для функционирования организованного рынка ценных бумаг. Ее основная задача — организовать биржевую торговлю. Для этого она должна выполнять закрепленные функции и иметь определенную организационную структуру, которую принято делить на общественную и стационарную.

Первая задача фондовой биржи заключается в том, чтобы предоставить место для торговли, иначе говоря, централизовать место, где может происходить как продажа ценных бумаг их первым владельцам, так и вторичная их перепродажа. При этом принципиальным отличием бирж как организованного оптового рынка ценных бумаг является установление обязательного требования ко всем участникам торгов вести себя в соответствии с твердыми правилами.

Второй задачей фондовой биржи следует считать установление равновесной биржевой цены.

Третья задача биржи заключается в том, что она должна не только аккумулировать временно свободные денежные средства, но и перераспределять их.

Четвертой задачей фондовой биржи можно считать обеспечение гласности, открытости биржевых торгов.

Пятая задача биржи заключается в обеспечении арбитража. При этом под арбитражем следует понимать механизм для беспристрастного разрешения споров.

Шестой задачей биржи считают обеспечение гарантий исполнения сделок, заключенных в биржевом зале.

Седьмая задача биржи заключается в разработке этических стандартов, кодекса поведения участников биржевой торговли.

Биржа представляет собой саморегулирусмую организацию, действующую на принципах биржевого самоуправления, поэтому важным органом управления биржи является общее собрание членов биржи. Для управления биржей создаются контрольно-распорядительный орган (биржевой совет) и контрольный орган (ревизионная комиссия). Подготовкой и проведением биржевой торговли занимается стационарная структура биржи.

Глобальный финансовый и экономический кризис стал серьезным испытанием для российского финансового рынка. Ограничение доступности внешнего фондирования, отток частного капитала с российского рынка, ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, снижение доверия к финансовой системе привели к девальвации национальной валюты, резкому росту ставок по рублевым финансовым инструментам, обвалу котировок корпоративных ценных бумаг, росту нестабильности на всех сегментах внутреннего финансового рынка.

Тем не менее, последствия глобального кризиса для российского рынка оказались не столь разрушительными, как ожидали некоторые аналитики. Оперативные действия денежных властей позволили смягчить последствия внешних шоков и дали российским компаниям и банкам время для адаптации к изменившейся ситуации. Сокращение внешних обязательств и переориентация на внутренние источники средств, совершенствование системы управления рисками снизили уязвимость российского финансового сектора к внешним шокам.

Ряд источников риска, таких, как несбалансированная структура банковских активов и обязательств, значительная доля «плохих долгов» и недостаточная эффективность ряда секторов финансовой инфраструктуры, не мог быть устранен в столь короткий срок. Риски, связанные с ними, сохраняют свою значимость и в будущем могут привести к новому ухудшению ситуации на российском финансовом рынке. Однако меры по адаптации к изменившейся обстановке, предпринятые российскими монетарными властями и участниками финансового рынка, позволяют надеяться на то, что возможные новые шоки окажутся менее болезненными для российского финансового сектора.

**Литература**

1. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 27.12.2009) "О рынке ценных бумаг"
2. Азимова Л. Организация биржевого товарного рынка: от спотовой торговли к срочным операциям // Рынок ценных бумаг, № 4, 2010
3. Бабешко В. О моменте заключения сделок на фондовой бирже // Рынок ценных бумаг, № 4, 2010
4. Биржевое дело: Учебник / Под ред. Г.Я.Резго. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 272 с
5. Воронина Н.В. Американские депозитарные расписки – один из важнейших инструментов мирового фондового рынка // Финансы и кредит, № 2, 2006
6. Группа ММВБ подвела итоги деятельности за десять месяцев 2009 года // Биржевое обозрение, № 11, 2009
7. Гукасьян Г.М. Экономическая теория: учебное пособие. – СПб.: Питер, 2010. – 512 с.
8. Динкевич А.И. Мировой финансово-экономический кризис // Деньги и кредит, № 10, 2009
9. Егоров А.В., Меркурьев И.Л., Чекмарева Е.Н. Адаптация российского финансового сектора к кризисной ситуации на мировом финансовом рынке // Деньги и кредит, № 8, 2009
10. Иванова Е.В. Ценные бумаги как биржевой товар // Инвестиционный банкинг, № 4, 2008
11. Игонина Л.Л. Роль российского финансового рынка в инвестиционном обеспечении экономического роста // Финансовая аналитика: проблемы и решения, № 3, 2008
12. Килячков А.А., Чаадаев Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2003. – 704 с.
13. Корякин П. О некоторых особенностях использования биржевых торговых систем // Биржевое обозрение, № 9, 2009
14. Майоров С. Алгоритмическая торговля – за и против // Биржевое обозрение, № 1, 2010
15. Майоров С. О современных тенденциях развития торговых технологий // Биржевое обозрение, № 10, 2009
16. Мухаметшин Т. Брокерская деятельность на международном рынке ценных бумаг: современные тенденции и проблемы регулирования // Рынок ценных бумаг, № 15, 2009
17. Мухаммедов В.А. Российский фондовый рынок и международные биржевые кризисы // Экономический анализ: теория и практика, № 2, 2008
18. Пономарев Г. Перспективы появления CFD (Contract for difference) на российском фондовом рынке // Рынок ценных бумаг, № 15, 2009
19. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / Под ред. О.И.Дегтяревой, Н.М.Коршунова, Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 501 с.
20. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.
21. Стародубцева Е.Б. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 176 с.
22. Таганов Д. Технический анализ и информационная среда // Рынок ценных бумаг, № 1, 2007
23. Турчановский Д. Финансовые индикаторы денежного рынка // Биржевое обозрение, № 10, 2009
24. Федоренко И.Н. Внутренний контроль участников рынка ценных бумаг: состояние, проблемы, финансовая оценка качества // Финансы и кредит, № 16, 2008
25. Фондовая биржа: правовые основы деятельности и основные понятия // Право и защита, № 4, 2008

**Приложение 1**

Сравнительные характеристики наиболее известных фондовых индексов

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Название индекса | Страна | Способ расчета | Количество компаний | Примечание |
| Промышленный Доу Джонса | США | Среднеарифметический невзвешенный | 30 | Первый в мире (1884 г.) и наиболее известный индекс. Рассчитывается по акциям крупнейших корпораций |
| Композитный «Вэлью Лайн» | » | Среднегеометрический взвешенный | 1695 | В качестве веса используется среднегеометрическое значение курсов акций предыдущего торгового дня |
| S&P-500 | » | Среднеарифметический взвешенный | 500 | Базовая стоимость берется равной 10 по состоянию на 1941—1943 гг. |
| ФТ-30 | Великобритания | Среднегеометрический невзвешенный | 30 | Старейший из фондовых индексов Великобритании. Впервые стал публиковаться в 1935 г. |
| ФТ-100 (FTSE-100-Футси-100) | Великобритания | Среднеарифметический взвешенный | 100 | Базовая стоимость берется равной 1000 по состоянию на 03.01.84 г. Курсовая стоимость акций составляет 70% общей капитализации Великобритании |
| Nikkei | Япония | Среднеарифметический невзвешенный | 225 | Впервые опубликован в 1950 г. Акции котируются па 1-й секции Токийской фондовой биржи (ТФБ) |
| Токийской фондовой биржи (TOPIX) | » | Среднеарифметический взвешенный | 1235 | Рассчитывается с. 1968 г. по всем акциям 1-й секции ТФБ |
| DAX | Германия | Среднеарифметический взвешенный | 30 | Базовая стоимость берется равной 1000 по состоянию на 1987 г. |

1. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 27.12.2009) "О рынке ценных бумаг" [↑](#footnote-ref-1)
2. Фондовая биржа: правовые основы деятельности и основные понятия // Право и защита, № 4, 2008 [↑](#footnote-ref-2)
3. Биржевое дело: Учебник / Под ред. Г.Я.Резго. – М.: Финансы и статистика, 2003 [↑](#footnote-ref-3)
4. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / Под ред. О.И.Дегтяревой, Н.М.Коршунова, Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004 [↑](#footnote-ref-4)
5. Килячков А.А., Чаадаев Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2003 [↑](#footnote-ref-5)
6. Майоров С. О современных тенденциях развития торговых технологий // Биржевое обозрение, № 10, 2009 [↑](#footnote-ref-6)
7. Таганов Д. Технический анализ и информационная среда // Рынок ценных бумаг, № 1, 2007 [↑](#footnote-ref-7)
8. Динкевич А.И. Мировой финансово-экономический кризис // Деньги и кредит, № 10, 2009 [↑](#footnote-ref-8)
9. Егоров А.В., Меркурьев И.Л., Чекмарева Е.Н. Адаптация российского финансового сектора к кризисной ситуации на мировом финансовом рынке // Деньги и кредит, № 8, 2009 [↑](#footnote-ref-9)