

Глобализация финансовых рынков: миф или реальность?

Опубликовано «Дайджест-Финансы» №3, 2002, с.18-24

За последнее время международная интеграция рынков стала любимой темой в финансовом сообществе. Действительно, за два прошедших десятилетия в мире произошли значительные изменения, приведшие к созданию глобальной финансовой системы. Возникла единая сеть, объединившая ведущие финансовые рынки разных стран. Она связала такие широко известные центры как Нью-Йорк, Лондон, Токио, Франкфурт. Укрепление связей между центрами произвело настоящую революцию, следствием которой стала финансовая глобализация, т.е. превращение национальных рынков в единое общемировое пространство. Такова общепринятая точка зрения. Однако существует ли финансовая глобализация на самом деле?

Под глобализацией (globalization) понимают растущую интеграцию национальных экономик в единый общемировой рынок. Ее ключевыми элементами выступают расширение *внешней торговли*, быстрое распространение *новых информационных технологий* и увеличение международных *потоков капитала*. Выражаясь иначе, глобализация представляет собой процесс сокращения рыночной сегментации в общемировом масштабе. Все большее число инвесторов, ориентировавшихся ранее исключительно на внутренний рынок, выходят на международную арену. Идея международной диверсификации инвестиций уже прочно вошла в теорию портфельного менеджмента. Английский стал официальным языком международных финансов, а международные стандарты отчетности были признаны нормой на национальном уровне. Глобализация финансовых рынков приводит к тому, что в лидеры выбиваются несколько международных центров, становящихся локомотивами мировой экономики.

Силы противостояния

Какие же экономические силы способствуют глобализации и консолидации финансовых структур? В первую очередь к ним необходимо причислить *издержки поиска* (search costs), включающие в себя расходы денег и времени на поиск контрагентов по сделкам. Желание минимизировать издержки поиска является главной силой, выдвинувшей международные финансовые центры на первый план. Вторая экономическая сила – это *транспортные издержки* (transportation costs), куда входят не только расходы на преодоление географических пространств, но и на средства коммуникации. Третьей экономической силой выступает *экономия на масштабе* (economies of scale). Международные центры в оптовом порядке предоставляют весь необходимый комплекс финансовых услуг для эмитентов и инвесторов, что снижает издержки участников рынка. В четвертых, повышенная *ликвидность* (liquidity) – любой трейдер стремится оперировать на рынке с большими оборотами, множеством игроков и т.д. Как известно, ликвидный рынок является более эффективным, чем неликвидный, поскольку на нем цены быстрее и более полно реагируют на появление фундаментальных новостей.

Однако несмотря на многочисленные консолидирующие факторы региональные и национальные финансовые центры продолжают успешно функционировать. Почему же процесс глобализации не доходит до логического завершения? Ответ кроется в противодействующих факторах, стимулирующих фрагментацию рынка. К ним, прежде всего, необходимо отнести *информационные барьеры*: различия в языках, стандартах

отчетности, незнание иностранных рынков и т.д. При прочих равных условиях инвесторы предпочитают действовать на внутреннем рынке, который они хорошо знают. Вторым фактором фрагментации, как это не покажется странным, является *стабильность финансовых рынков*. Крупный инвестор всегда предпочитает, чтобы продажа большого пакета обходилась без колебаний цены. Часто это можно сделать только если один единственный дилер сбалансирует ордера на покупку и продажу своих клиентов, не извещая рынок о сделке. Таким образом цены сохраняются на прежнем уровне и выхода игроков на внешний рынок не происходит. Нередко интернализацию ордеров поощряет государственное регулирование в целях экономического суверенитета. Именно суверенитет выступает третьим и, пожалуй, самым важным барьером глобализации. Сейчас в мире проходит несколько процессов валютной интеграции: в Европе (введение евро), Латинской Америке (официальная долларизация), АСЕАН (переговоры о АСУ), Африке (создание африканского евро запланировано к 2025 г.), наконец, между Россией и Белоруссией.

Электронная революция

Стремительное развитие информационных и компьютерных технологий имело самые серьезные последствия для финансовых рынков. Широкое распространение электронной торговли сделало статичный рынок более конкурентным, открытым и мобильным. Возникновение альтернативных торговых систем и сетей электронной коммуникации способствовало коренным изменениям в торговле активами. Первоначально альтернативные торговые системы предназначались для профессионалов фондового рынка, но теперь они доступны и для розничных инвесторов. Технические инновации снизили издержки входа на рынок и дальнейшего развития торговых систем. В Соединенных Штатах торговля акциями через сети электронной коммуникации составляет порядка 50% оборота NASDAQ. В еврозоне аналогичный показатель гораздо меньше: не более 5% оборота европейских фондовых бирж. Введение евро, по идее, должно подстегнуть развитие альтернативных торговых систем в Европе. Что касается долговых ценных бумаг, то здесь успехи сетей электронной коммуникации не столь велики. На сегодня в мире насчитывается шестьдесят восемь сетей, где обращаются облигации и ноты, хотя три года назад их было только одиннадцать. В Европе в настоящее время действуют пять сетей электронной коммуникации, среди которых лидирует EuroMTS. Она представляет собой междилерскую электронную систему, где обращаются правительственные облигации с номиналом в евро. Основным инструментом, обращающимся в «долговых» сетях, являются государственные облигации, хотя все больше сделок приходится на ценные бумаги федеральных агентств; обязательств, обеспеченных, активами и ипотекой; корпоративных и муниципальных облигаций. Сети электронной коммуникации, появившиеся за последние три года, предоставляют полный спектр услуг инвесторам для операций с долговыми инструментами. До унификации еще далеко и каждая из новых систем имеет отличительные особенности. Например, EuroMTS, BrokerTec и TradeWeb характеризуются информационной закрытостью с точки зрения идентификации контрагентов. А на MTS Italy и Garban Intercapial, наоборот, предоставляют сведения о партнере по сделке как до так и после проведения операции. Несмотря на все разнообразие, системы могут быть разделены на три большие категории:

- аукционные системы: первичное размещение ценных бумаг напрямую от эмитента к инвестору;
- балансовые системы: анонимная торговля на вторичном рынке со многими контрагентами;
- дилерские системы: одnodилерские системы для клиентов одного финансово посредника, мультидилерские системы для закрытой группы игроков рынка американских и европейских облигаций и интердилерские системы, анонимно доступ к которым через брокера имеют члены дилерского сообщества/

Дезинтермедиация

За последние пять лет роль финансовых институтов в мировой экономике претерпела существенные изменения. В прошлом финансовое посредничество являлось главной функцией, которую выполняли банки и другие сберегательные учреждения. Финансовые институты аккумулировали депозиты и размещали их от своего имени на рынке. Теперь ситуация изменилась. Возможности прямого финансирования и т.н. структурные финансы привело к сокращению финансового посредничества. Новые информационные и инвестиционные технологии наподобие секьюритизации способствуют самостоятельному выходу предприятий на рынок привлечения капитала. Наиболее наглядный пример дезинтермедиации, как называют процесс сокращения финансового посредничества, состоит в институционализации сбережений. Вследствие демографических изменений в развитых странах и потери государственными пенсионными программами доверия со стороны населения основной поток сбережений пошел в частные пенсионные и взаимные фонды. Они, в свою очередь, перенаправляют аккумулированные средства на финансовые рынки, прежде всего, на рынок долговых ценных бумаг. Смена конъюнктуры сделало более привлекательным для предприятий дешевый выпуск ценных бумаг вместо привлечения дорогих кредитов. Банки оказались «не у дел», спрос на их услуги постоянно снижается. Взамен банковские институты обратились к другим операциям, например, к внебиржевым потребителским деривативам.

В качестве дилеров на рынке ценных бумаг банки всегда предоставляли огромный объем смежных услуг: информационных, консультационных, аналитических и пр. Дополнительные услуги составляли немалую долю банковских доходов. Однако теперь клиенты самостоятельно могут получать информацию и аналитику, благодаря Интернету зачастую бесплатно. Развитие альтернативных торговых систем сделало возможной реализацию мечты о розничном трейдинге. Банки лишились доходов и от части инвестиционного бизнеса. Однако еще рано говорить об окончательной дезинтермедиации. Банки сохраняют за собой последний оплот – рынок долговых обязательств. Клиенты, оперирующие с облигациями, всегда пользовались услугами финансовых посредников. На первичном рынке банковские институты выступают промежуточным звеном между эмитентами и инвесторами, а на вторичном рынке без них не обойтись, ведь долговой рынок крайне разнороден и сложен в отличие от рынка акций.

Другим выходом из трудного положения является консолидация финансовых учреждений. Озабочась растущим числом слияний и поглощений в банковской сфере, руководители центральных банков и министерств финансов инициировали проведение исследования под эгидой Банка Международных Расчетов. Отчет по результатам исследования рассматривает ситуацию в странах G10, Австралии и Испании. Авторы отчета констатируют, что с точки зрения финансового риска консолидация не обязательно делает банковские институты более диверсифицированными или менее рисованными. Исследователи также указывают на три потенциальные сферы влияния процесса консолидации финансовых учреждений на денежно-кредитную политику. Во-первых, снижается число участников рынка, и, соответственно, меняется характер интервенций на открытом рынке. Во вторых преобразуется трансмиссионный канал влияния денежно-кредитной политики на реальный сектор экономики. Наконец, в третьих, возникновение крупных финансовых конгломератов означает больший системный риск. Супербанки слишком велики, чтобы власти могли допустить их банкротства и последующего эффекта домино. По сути дела риски смещаются в сторону кредитора последней инстанции. Как заключают исследователи, хотя абсолютно «невозможно предсказать сценарии развития ситуации, однозначно лишь, что процесс слияний и поглощений в финансовой индустрии будет усиливаться».

Биржевые альянсы

Одним из проявлений глобализации выступает интеграция инфраструктур финансового рынка. Круглосуточная торговля на валютном рынке уже стала обыденным явлением, однако двадцатичетырехчасовые операции на фондовом рынке еще не получили должного распространения. Пробел в международных операциях с конца 1990-х гг. начал заполняться – в борьбу за лакомый кусок глобального рынка вступили ведущие мировые биржи. Организация круглосуточной торговли на рынке акций приобрела форму биржевых альянсов. Можно различить четыре стратегии построения альянсов. Первой из них придерживается NASDAQ. В различных странах она создает биржевые структуры с местными партнерами на основе единой технологии. Таким образом появились NASDAQ Europe, NASDAQ Japan и NASDAQ Canada. В недалеком будущем все они образуют глобальную систему электронной торговли на базе веб-технологии. Второй стратегией является слияние, например, последний проект союза между Лондонской и Франкфуртской фондовыми биржами. Третью стратегию продемонстрировала шведская OM Gruppen, попытавшись поглотить London Stock Exchange. Четвертой стратегией придерживается NYSE в ходе создания Global Equity Market (GEM). К проекту GEM привлечены десять ведущих мировых бирж. Участники альянса сохранят свои технологии, но электронный интерфейс станет общим. Другим примером подобного альянса является Globex. Chicago Mercantile Exchange (CME), Парижская фондовая биржа, Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), бразильская Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) и Bourse de Montreal объединились, чтобы сформировать единое биржевое пространство. Члены любой из перечисленных бирж смогут оперировать с деривативами других бирж через электронные торговые системы. Причем торговля будет вестись с прежних терминалов во внутренних валютах. Альянс поможет биржам не только интегрироваться в глобальный рынок, но и расширить сферу использования своих продуктов. Наконец, последний пример демонстрируют NYSE, Deutsche Boerse и Tokyo Stock Exchange. Они заключили с Standard & Poor's соглашение, по которому агентство будет составлять глобальный фондовый индекс, учитывающий котировки акций сотни компаний из Соединенных Штатов, Японии, Канады, Австралии, Южной Кореи и других стран. Впервые в мире инвесторы получают возможность дешево и оперативно вкладывать средства в корзину, состоящую из глобальных акций.

Последнее время многие из международных институтов озаботились проблемами глобализации финансовых рынков. Например, Организация Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР) совместно с Центральным банком Канады подготовила отчет, в котором рассматриваются многие из аспектов глобализации. Специалисты обоих учреждений настаивают на том, чтобы национальные власти не противились процессу глобализации и, прежде всего, таким явлениям как развитие электронной торговли, дезинтермедиации и конвергенции биржевых структур. Противостояние глобализации приведет к росту издержек для рыночных игроков и снижению эффективности рынков. Если же власти пойдут навстречу изменениям, они будут вознаграждены новыми рабочими местами, дополнительными налоговыми поступлениями и спросом на услуги специализированных учреждений.

Международные потоки капитала

Теоретическая концепция глобализации финансовых рынков предполагает устранение барьеров между внутренними и международными финансовыми рынками и развитие множественных связей между отдельными секторами. В идеале на глобальном уровне капитал должен свободно перемещаться с внутреннего на мировой финансовый рынок и обратно. На теоретическом уровне можно предположить, что международный капитал должен стремиться туда, где доходы и производительность выше, чем на местном уровне. Исходя из этого следует ожидать, что мобильность международных капиталов будет возрастать до тех пор, пока мировая экономика не станет характеризоваться

относительной равномерностью развития (что, очевидно, в ближайшие десятилетия крайне маловероятно). Традиционно экономисты предпочитают придерживаться точки зрения, что международное движение капиталов сегодня выше, чем когда-либо.

Исследования международной интеграции финансовых рынков начали появляться сразу после фондового краха 1987 года. Обнаружилось, что сразу после октябрьских событий взаимозависимость трех ведущих фондовых рынков, - американского, японского и британского, - резко возросла. Было налицо расширение связей между национальными финансовыми рынками, произошедшее благодаря выходу на общий рынок международных инвесторов. С точки зрения оценки, интеграция рынков определяется, прежде всего, корреляцией цен на финансовые активы, которая может формироваться через несколько т.н. «каналов» интеграции: например, если инвесторы диверсифицируют на международном уровне свои портфели; если реальная процентная ставка определяется глобальными факторами; если существует общемировой ценовой риск; или если возникает «бегство в качество» во время финансовых кризисов. Оценка корреляции между крупнейшими международными облигационными рынками указывает на то, что с 1960-х годов вплоть до начала 1980-х годов связи между рынками непрерывно росли. Однако согласно расчетам экспертов ОЭСР Г. Кристиансена и К. Пиготта, с 1980-х годов корреляция прекратила свой рост [1]. И все же общепринятой точкой зрения является мнение, что глобализации финансовых рынков остается в силе. Например, в 2000 г. экономисты Банка Англии при помощи математического аппарата исследовали связи между рынками государственных облигаций Германии, США и Великобритании [2]. Они обнаружили, что кривые доходности каждого из рынков подвержены влиянию международных событий. Синхронизация рынков особенно велика в периоды финансовых потрясений. Все это свидетельствует, по мысли британских экспертов, о глобализации финансовых рынков.

Тем не менее, многочисленные результаты последних исследований, посвященных проблемам глобальной финансовой системы, позволяют сомневаться в том, что глобализация бизнеса и расширение потоков капитала действительно имеют место. Такой вывод можно сделать на основе трех интересных особенностей развития глобального рынка: феномена "домашнего смещения", парадокса Филдстайна-Хориока и наблюдений, показывающих низкий уровень международных нетто-потоков капитала.

Феномен "домашнего смещения"

Одной из этих особенностей является феномен "домашнего смещения" (home bias), широко обсуждаемый в международных научных кругах. Если основываться на идее о том, что диверсифицированный финансовый портфель ведет к большим ожидаемым доходам при том же уровне риска по сравнению с не диверсифицированным портфелем, международный финансовый портфель должен становиться все более диверсифицированным.

Модели выбора портфельных инвестиций, разработанные Марковицем и Тобином, лежат в основе всех современных моделей диверсификации рискованных активов. В пределах одного государства экономические явления и экономические переменные изменяются, главным образом, параллельно. Следовательно, международные доходы по акциям могут обладать высокой степенью корреляции. Это позволяет предположить, что на внутреннем рынке существует предел сокращения риска. Однако степень сокращения риска может быть значительно увеличена, если диверсификация осуществляется на международном рынке. Тем не менее, если обратить внимание на состояние существующих портфелей международных инвесторов, можно обнаружить, что они характеризуются значительным смещением в сторону внутренних активов по сравнению с оптимальным портфелем,

рассчитанным по CAPM-модели¹. Кеннет Френч и Джеймс Потерба в 1991 году опубликовали первую статью о международной диверсификации, которая опрокинула привычные представления о мировом рынке капиталов. Ими была произведена оценка международных портфелей инвесторов из Японии, Соединенных Штатах и Великобритании на конец 1980-х годов. Оказалось, что инвесторы предпочитают держать большую часть своих активов во внутренних финансовых инструментах. В составе американских портфелей акций национальные ценные бумаги занимают 94%. Японские инвесторы держат 98% своих средств в японских акциях. В то же самое время французские, немецкие и канадские инвесторы вложили в японские и американские акции не более 1% своих капиталов. Столь серьезный дисбаланс в аллокации финансовых ресурсов напрямую противоречит концепции международной диверсификации портфелей. Ведь если инвесторы стремятся застраховать специфические национальные риски, они должны включить в свои портфели большое количество международных бумаг. Однако даже с ростом международной диверсификации портфелей в середине 1990-х годов, когда в США начали свою деятельность взаимные глобальные инвестиционные фонды, перераспределение средств в пользу зарубежных активов так и не произошло. Согласно данным стран-участниц ОЭСР их валовые иностранные активы, включая акции и другие ценные бумаги, составляют очень небольшую величину по отношению к совокупным внутренним финансовым сбережениям.

Что же может объяснить феномен "домашнего смещения"? Полного ответа на этот вопрос не знает никто. Частично феномен "домашнего смещения" может объяснять тот факт, что международные финансовые потоки преимущественно связаны с транснациональными корпорациями и отражают производственные операции за границей. По этой причине прямые иностранные инвестиции (и сопутствующие им краткосрочные портфельные вложения) являются, в основном, постоянными по объему. Другим объяснением может быть то, что инвесторы, скорее всего, предпочитают слишком не рисковать и вкладывать деньги за рубежом преимущественно в долговые обязательства, а не корпоративные бумаги. Кроме того, оценка оптимального портфеля является крайне неточной и может отражать сильный перекося аллокации инвестиций в пользу внутреннего производства.

Тем не менее, все эти объяснения не могут в полной мере раскрыть феномен "домашнего смещения". Согласно последним исследованиям, проведенным в 1990-х годах, международные инвесторы продолжают упускать широкие возможности финансовой диверсификации. По состоянию на 1998 год британские инвесторы в иностранных акциях держат 23% своих средств, немецкие – 18%, канадские – 12%, американские – 10% и японские – 5% [6]. Как показывает динамика международной диверсификации, тенденция к увеличению доли вложений в иностранные активы остается крайне слабой.

По всей видимости, какие-то барьеры на пути международных инвестиций продолжают сдерживать глобализацию финансовых рынков. Можно даже предположить, что это за барьеры. Прежде всего, к ним следует отнести незнакомство с иностранными продуктами, компаниями, методами ведения бизнеса, стандартами учета и отчетности, политическими предпочтениями, государственным регулированием - словом, все то, что непосредственно влияет на предпринимательскую деятельность. Американский инвестор может, например, считать неперспективным вложения во французские предприятия, а расходы на получение достоверной информации о состоянии дел во Франции - слишком высокими.

В настоящее время в большинстве развитых стран действует множество фондовых бирж, где в листинг включены ценные бумаги зарубежных предприятий. Однако кроме

¹ CAPM (Capital Asset Pricing Model) - модель оценки финансовых активов, представляющая собой равновесную модель ценообразования, согласно которой ожидаемая доходность ценной бумаги является линейной функцией чувствительности бумаги к изменению доходности рыночного портфеля.

Лондона активная торговля этими бумагами нигде не ведется. Основная часть торговли приходится, все же, на бумаги национальных предприятий. Например, на Амстердамской фондовой бирже листинг делят ровно пополам внутренние и иностранные компании, и, тем не менее, 99% годового торгового оборота приходится на национальные бумаги.

Таким образом, феномен "домашнего смещения" продолжает существовать. В настоящее время на глобальном рынке проводится довольно плотный арбитраж на стандартизованных пакетах ценных бумагах, риски по которым хорошо известны, и, следовательно, легко хеджируемы. Но это означает, что рынок выбрал путь преимущественно безрисковой торговли, поскольку инвесторы не стремятся реализовать потенциал прибылей, кроющийся в новых секторах рынка. Хотя торговля более рискованными и менее однородными активами непрерывно растет, она остается в значительной степени неразвитой по сравнению с низко рискованными секторами рынка. Ведь если бы инвесторы чаще решались бы на чуть более рискованные инвестиции, то и феномен "домашнего смещения" не существовал бы.

Парадокс Филдстайна-Хориока

Другим интересным феноменом является "парадокс Филдстайна-Хориока" (Feldstein-Horioka paradox). Он затрагивает все ту же область поведения международных инвесторов, которую не может объяснить классическая теория. Мартин Филдстайн и Чарльз Хориока обратили внимание на тот факт, что беспрепятственное функционирование международного рынка капиталов позволяет внутренней норме инвестиций значительно отклоняться от нормы сбережений. В таком идеализированном мире сбережения вне зависимости от месторасположения должны искать пути своего наиболее эффективного использования на всем рынке. В то же самое время внутренние инвестиции не ограничиваются только национальными сбережениями, поскольку источником инвестиционных средств также будет и международный рынок капиталов.

Однако во многих странах со времен Второй Мировой войны разница между национальными сбережениями и инвестициями, т.е. баланс текущих операций не была слишком заметной (см. табл. 1 по состоянию на конец 1990-х годов). Страны, характеризовавшиеся высокой нормой сбережений, имеют также и высокую норму инвестиций. Отсюда Филдстайн и Хориока сделали вывод о низкой международной мобильности капиталов. По их мнению, мировой рынок капиталов не способствует получению странами долгосрочного выигрыша от межвременной торговли. Морис Обстфельд и Кеннет Рогофф в 2000 году перепроверили расчеты Филдстайна и Хориока применительно к 1990-97 годам. Если у Хориока с Филдстайном коэффициент корреляции оказался 0,89, то у Обстфельда и Рогоффа он составил 0,60, что можно считать аргументом все еще против глобализации [4].

Таблица 1.

Нормы сбережений и инвестиций в странах Большой семерки.

Источник: Obstfeld M. and Rogoff K.

The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?
NBER Working Paper №7777, 2000.

Страна	Норма сбережений*	Норма инвестиций**
США	0,15	0,17
Япония	0,33	0,30
Великобритания	0,14	0,15
Франция	0,20	0,19
Германия	0,21	0,22
Италия	0,19	0,19
Канада	0,16	0,18

* Валовые национальные сбережения / ВВП.

** Валовые инвестиции / ВВП.

Ключевая проблема аргументации Филдстайна-Хориоки заключается в том, что определить, недостаточен ли размер межвременной торговли, невозможно, не зная, существует ли неиспользованный выигрыш от торговли, а это требует большего знания реальной экономики, чем мы обычно обладаем. Например, сбережения и инвестиции могут, как правило, изменяться вместе просто потому, что факторы, увеличивающие норму сбережений, увеличивают также и норму инвестиций. Другое объяснение высокой корреляции между сбережениями и инвестициями состоит в том, что экономическая политика государства направлена на ликвидацию значительного дисбаланса счета текущих операций.

Тем не менее, если бы финансовые рынки были полностью объединены, вслед за ними во всем мире были бы объединены и сбережения. Теория предполагает, что избыточные внутренние сбережения должны направляться в страны, обеспечивающие наибольший доход и не существует никакой корреляции между внутренними сбережениями и внутренними инвестициями. Однако исследования обнаружили высокую корреляцию между внутренними сбережениями и инвестициями, что опровергает утверждения о финансовой интеграции рынков. Другими словами, исследователи парадокса Филдстайна-Хориоки пришли к выводу, что рынки стремятся не к экспорту избыточного капитала, а к поглощению излишка сбережений на внутреннем рынке.

Международные нетто-потоки капитала

Международные потоки капитала являются одним из главных индикаторов глобализации финансовых рынков. В системе национальных счетов, счет текущих операций платежного баланса соответствует разнице между валовыми национальными сбережениями и инвестициями. Дефицит счета по текущим операциям означает нехватку внутренних сбережений, которая финансируется притоком чистых сбережений из-за границы. Подобная структура платежного баланса позволяет рассматривать динамику сальдо счета текущих операций как международную мобильность капитала. Согласно исследованиям, проведенным Обстфельдом и Тейлором в 1997 году, средний размер чистых международных потоков капитала промышленно развитых стран, равный отношению счета по текущим операциям к номинальному ВВП, в среднем составлял более 3% накануне Первой Мировой войны. В отдельные периоды времени показатель международной мобильности капитала достигал 4-5%. В 1920-х, 1930-х годах, и в период функционирования Бреттон-Вудской системы в 1950-е и 1960-е годы, это отношение снижалось. С момента перехода к режиму плавающих валютных курсов в 1970-х годах, показатель мобильности капитала равномерно увеличивался до 3% и остался приблизительно на том же уровне, что и в период Первой Мировой войны [5].

Подобные изменения в чистых международных потоках капитала были тесно связаны с выбором целей макроэкономической политики: стабильностью валютного курса, устойчивостью внутренней хозяйственной деятельности или свободным движением капитала. Как известно, страна может одновременно достигнуть только двух из трех вышеупомянутых целей. В течение периода до Первой Мировой войны, индустриальные страны, сделали выбор в пользу стабильности валютных курсов и свободного движения капитала в условиях золотого стандарта. За этот период времени финансовые рынки продемонстрировали высокую международную мобильность. Во время функционирования Бреттон-Вудской системы промышленно развитые страны, напротив, сделали своей главной целью независимую денежно-кредитную политику и твердые валютные курсы в ущерб международной подвижности капитала. В результате, мобильность капитала в течение этого времени была крайне низкой. С переходом к плавающим валютным курсам, после краха Бреттон-Вудской системы, во главу угла были поставлены стабильность внутренней экономики и свобода движения капитала, в результате чего подвижность капитала постепенно вновь начала увеличиваться. Даже с учетом того, что сбережения и инвестиции в индустриально развитых странах колеблются

по различным причинам, наблюдаемый в настоящее время уровень чистых потоков капитала противоречит концепции растущей финансовой глобализации (см. табл. 2).

Таблица 2.

Размеры нетто-потоков капитала с 1870 по 1996 гг. стран Большой семерки,

абсолютная величина счета текущих операций платежного баланса

по отношению к ВВП, %.

Источник: Obstfeld Maurice. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? - University of California, Berkeley, 1998.

Период	Канада	Франция	Германия	Италия	Япония	Великобритания	США	Всего
1870-89	7,0	2,4	1,7	1,2	0,6	4,6	0,7	3,7
1890-1913	7,0	1,3	1,5	1,8	2,4	4,6	1,0	3,3
1914-18	3,6	-	-	11,6	6,8	3,1	4,1	5,1
1919-26	2,5	2,8	2,4	4,2	2,1	2,7	1,7	3,1
1927-31	2,7	1,4	2,0	1,5	0,6	1,9	0,7	2,1
1932-39	2,6	1,0	0,6	0,7	1,0	1,1	0,4	1,2
1940-46	3,3	-	-	3,4	1,0	7,2	1,1	3,2
1947-59	2,3	1,5	2,0	1,4	1,3	1,2	0,6	1,9
1960-73	1,2	0,6	1,0	2,1	1,0	0,8	0,5	1,3
1974-89	1,7	0,8	2,1	1,3	1,8	1,5	1,4	2,2
1989-96	4,0	0,7	2,7	1,6	2,1	2,6	1,2	2,3

Реальность глобализации: трансферт рисков через финансовые дериваты

Как свидетельствуют описанные феномены финансовой глобализации, институциональные инвесторы отнюдь не стремятся освоить просторы мирового рынка. На пути международного инвестирования стоят барьеры государственного регулирования, издержки инвестирования, недостаток информации и, на управленческом уровне, инерция и консерватизм менеджмента. Инерция и консерватизм появляются, когда фактические затраты, которые фирма несет при изменении объекта инвестирования, могут превышать прогнозное значение прибыли. Тем самым национальные границы могут серьезно препятствовать международному движению капитала, поскольку реальные преимущества международного инвестирования, по всей видимости, не столь велики, как это принято полагать. В то же время затраты и риски международного инвестирования, очевидно, настолько существенны, что фактически нивелируют стимулы для международной диверсификации портфеля.

Однако все ли действительно настолько плохо, что финансовая глобализация является мифом, выдуманным экономическими теоретиками? Ответ на этот вопрос может подсказать еще один интересный феномен становления глобального рынка - диспропорция развития в пользу производных финансовых инструментов. Ни для кого не является секретом тот факт, что за последние годы произошло резкое увеличение международных финансовых операций в области забалансовых сделок. Сейчас даже стоит вопрос о необходимости жесткого регулирования сделок с финансовыми дериватами. По данным Банка Международных Расчетов международные операции с дериватами составляют большую часть всего объема операций, проводимых финансовыми учреждениями как на национальном, так и на международном рынке. За последние пять лет мировой рынок финансовых дериватов вырос на более чем на 400%. **Номинальный объем заключенных контрактов на внебиржевом и биржевом рынке достиг \$90 трлн., а среднедневной оборот рынка составляет \$3 трлн.** О диспропорции развития международных операций неуклонно свидетельствует статистика. По данным МВФ в 1990-х годах экспорт товаров в среднем составлял \$5 трлн. в год, экспорт услуг - \$1,2 трлн. в год, прямые инвестиции - \$300 млрд. в год, портфельные инвестиции - \$412 млрд. в год. Согласно отчету Банка Международных Расчетов за 2000 год ежегодно в мире эмитируется облигаций на сумму \$5,3 трлн. и выдается банковских ссуд на \$9,8 трлн. (при

чем из них \$5,7 трлн. приходится на межбанковский рынок). Статистика Международной Федерации Фондовых Бирж также говорит о бесспорном лидерстве глобального рынка финансовых дериватов по сравнению с национальными фондовыми рынками. Первая десятка ведущих фондовых рынков по общей капитализации уступает глобальному рынку производных инструментов. Например, капитализация NYSE не превышает \$10 трлн., Nasdaq и TSE - \$4 трлн., LSE - \$3 трлн. и т.д. Всего же суммарная капитализация первой десятки ведущих фондовых рынков не дотягивает и до \$30 трлн. Итак, **финансовые дериваты являются локомотивом глобального рынка и составляют его основу, во много раз обгоняя все другие международные и национальные рынки.**

В чем же причина успеха финансовых дериватов? Как известно, сделки с производными позволяют разделять риски, присущие лежащим в их основе финансовым активам, на составные части. Одновременно с этим они дают возможность перераспределять разложенные риски через синтетические инструменты, что позволяет торговать рисками отдельно от базисных активов. Тем самым можно сказать, что валовое увеличение международных финансовых операций имеет два аспекта. Во-первых, произошел рост мобильности сбережений, который привел к повышению эффективности распределения ресурсов во времени. Во-вторых, трансферт рисков через дериваты помогает сглаживать риски благодаря диверсификации, в результате чего международные операции с производными ценными бумагами увеличили эффективность трансферта рисков.

В целом итог развития международных финансовых операций может быть сформулирован следующим образом. Международные финансовые сделки могут интерпретироваться как трансферт сбережений и (или) рисков от экономических агентов, обладающих избытком ресурсов, к тем, кто испытывает их дефицит. Сделки с дериватами позволяют выделять риск и передавать его другой стороне. С учетом того, что операции с дериватами составляют большую часть всего объема международных операций, развитие финансовой глобализации характеризуется в большей степени как увеличение международного трансферта рисков, чем потоков капитала.

ЛИТЕРАТУРА

1. Christiansen H. and Pigott C. Long-term interest rates in globalised markets. *OECD Working Paper Series*, 1997
2. Clare A. and Lekkos I. An analysis of the relationship between internationalization bond markets. *Bank of England Working Paper №123*, 2000.
3. Lewis K. Investor Home Bias in International Finance and Business Cycles. Unpublished manuscript. Wharton School, University of Pennsylvania, 1997.
4. Obstfeld M. and Rogoff K. The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause? *NBER Working Paper №7777*, 2000.
5. Obstfeld M. and Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. *NBER Working Paper №5960*, 1997.
6. Tesar L. and Werner L. The Internationalization of Securities Markets since the 1987 crash. *The Brooking Paper*, 1998.