

**ГРИНСПЕН А. ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ**

Greenspan A. Mondialisation et finance internationale

[<http://www.banque-france.fr/fr/publi/main.htm>]

В марте 2003 г. А. Гринспен, (А.Greenspan) председатель Федеральной резервной системы (ФРС) США, выступил на семинаре, организованном Банком Франции. Ниже представлены основные положения этого выступления.

В последние годы процесс глобализации финансовой сферы развивается очень быстро, что приводит к появлению новых финансовых инструментов, в том числе разнообразных дериватов, обращающихся на неофициальных финансовых рынках, исчезновению барьеров на пути международного движения капиталов, что в свою очередь способствует формированию глобального финансового рынка. Снятие институциональных и законодательных барьеров на пути трансграничного движения капиталов способствует отказу владельцев сбережений от преимущественного инвестирования средств в национальную или локальную экономику и создает возможности для арбитражных операций, основанных на различиях в условиях инвестирования на национальных рынках.

Процесс появления новых финансовых инструментов продолжается. Например, в настоящее время наблюдается процесс объединения кредитных дериватов, появившихся только в середине 90-х годов, с операциями секьюритизации в форме такого синтетического инструмента, как облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (collateralized debt obligations – CDOs), эмиссия которых используется для страхования и уменьшения уровня кредитного риска. Поскольку внебиржевая торговля дериватами часто осуществляется по телефону или по факсу, а при обработке соответствующих данных используются новейшие электронные средства, новые финансовые инструменты нуждаются в большей стандартизации. Однако процесс стандартизации в этой области пока отстает от потребностей.

По оценке Банка международных расчетов (БМР), в июне 2002 г. объем мирового рынка дериватов составил 128 трлн долл., что на 25% больше, чем в июне 2001 г. Сегодня для многих крупных корпораций дериваты становятся необходимым инструментом управления рисками. Однако, как показывает исследование, проведенное Комиссией по ценным бумагам и биржам США (US Securities and Exchange Commission), в конце 1997 г. только небольшая часть из 1000 самых крупных американских нефинансовых корпораций проводила операции с дериватами на внебиржевом рынке. По данным на сентябрь 2002 г., только 5% банковских фирм (banking firms) США использовали тот или иной тип дериватов, и лишь 0,2% банковских организаций проводили операции с кредитными дериватами на внебиржевом рынке. Все эти данные свидетельствуют о том, что потенциал для развития финансовых инноваций и возможности их влияния на процесс финансовой глобализации поистине огромны. Формирование и развитие рынков дериватов, особенно в малых странах, более болезненно реагирующих на воздействие рисков, будут способствовать интенсификации трансграничных потоков капиталов и более эффективному распределению глобальных сбережений. Кроме того, развитие рынков дериватов в странах с переходной экономикой даст местным инвесторам новый

инструмент для хеджирования подверженности страновому риску (exposure to the country risk).

Другим фактором и одновременно показателем финансовой глобализации является международное движение капиталов. Еще в середине 50-х годов XX в. американский экономист Г.М. Марковиц, впоследствии лауреат Нобелевской премии по экономике за 1990 г., с помощью математических методов показал, что инвестор, вкладывающий средства в приобретение ценных бумаг, должен диверсифицировать свои вложения с учетом не только ожидаемой прибыли, но и уровня связанного с тем или иным вложением риска. В настоящее время эта диверсификация может осуществляться за счет приобретения иностранных активов. Такие барьеры на пути свободного трансграничного движения капиталов, как ограничения на приобретение местных активов иностранными инвесторами или иностранных активов местными инвесторами, в последнее десятилетие были либо отменены, либо значительно снижены. Вместе с тем сохраняется ряд косвенных барьеров, к числу которых относятся высокие издержки на проведение зарубежных сделок, отсутствие достоверной информации об иностранных инвесторах и инвестициях, культурные различия и языковые трудности. Все эти барьеры усиливают склонность инвесторов к вложению средств в местные (национальные) активы. Еще одним фактором, ограничивающим международные инвестиции, является страновой риск, к которому следует добавить валютный и политический риски, а также различия в отношении инвесторов к показателям дохода на вложенный капитал, скорректированный с учетом риска (risk-adjusted rate of return).

Помимо названных прямых и косвенных барьеров на пути трансграничного движения капиталов, следует отметить и то, что индивидуальные инвесторы, как правило, предпочитают вкладывать средства в местные активы, для которых не существует ни странового, ни валютного риска. Так, в США, где между штатами нет никаких барьеров, используется одна валюта и один язык, действует единая законодательная система, индивидуальные и даже профессиональные инвесторы отдают явное предпочтение вложению средств в своем штате. В этих случаях ключевыми факторами инвестиций являются доверие и знание местных условий. Подобное неприятие риска вложений в другие регионы может приводить к недополучению прибылей от зарубежных инвестиций и к неоптимальному распределению ресурсов.

В исследованиях, проведенных в начале 80-х годов XX в., подчеркивалось, что большая часть национальных сбережений вкладывается в местные активы, т.е. инвестируется в национальную экономику. Это приводит к тому, что глобальные сбережения инвестируются неэффективно из-за склонности инвесторов уменьшать риск (и соответственно доходы на вложенный капитал), в результате чего страны, обладающие высоким потенциалом для инвестиций, не получают необходимых средств для финансирования высокодоходных проектов. Увеличение чистой прибыли от финансовой глобализации приводит не только к снижению склонности к местным инвестициям, но к более эффективному распределению сбережений в мире, способствуя тем самым увеличению темпов экономического роста и повышению общего благосостояния.

Чтобы ответить на вопрос, снизила ли глобализация склонность инвесторов к вложению средств в местные активы до минимального уровня, следует обратиться к конкретным данным. В США доля иностранных активов в портфелях резидентов возросла с 9% в 70-х годах до 15% в середине 90-х годов (с тех пор этот показатель еще более возрос). Подобный рост связан с процессами финансовой либерализации, проявившимися в отмене валютного контроля, в открытии рынков многих

развивающихся стран и стран с переходной экономикой, в снижении барьеров для притока иностранных инвестиций и т.д. Американские инвесторы воспользовались этими благоприятными условиями и значительно увеличили объем инвестиций в зарубежные активы. Одновременно с этим уменьшилась их склонность к местным вложениям.

В последнее время резко возрос объем прямых иностранных инвестиций и приобретение иностранными резидентами ценных бумаг в США. Если в 1998 г. иностранные резиденты приобрели 6% американских акций, то в 2001 г. – 15%. Хотя эти данные свидетельствуют о том, что за последние 20 лет уровень диверсификации инвестиций значительно возрос, возникает вопрос: является ли этот уровень достаточным, чтобы полностью преодолеть склонность к местным инвестициям. Ответ на этот вопрос пока отрицателен, поскольку до сих пор сохраняются многие институциональные барьеры для полной географической диверсификации инвестиций. К таким барьерам в первую очередь следует отнести различия в действующих в разных странах правилах раскрытия информации и наличие у местных инвесторов преимуществ в доступе к информации, касающейся перспектив в области инвестиций. Подобная асимметрия влияет на местные стандарты управления корпорациями (например, на правила защиты интересов миноритарных акционеров), что может подорвать доверие со стороны иностранных инвесторов, способствовать неприятию рисков и увеличению склонности к местным инвестициям. Таким образом, принятие глобальных стандартов отчетности и корпоративного управления приведет к расширению возможностей диверсификации инвестиций и снижению склонности к местным инвестициям.

Процесс финансовой глобализации, имеющий долгосрочный характер, пока далек от завершения. Между тем его дальнейшее развитие будет способствовать общему экономическому росту, поскольку глобальные сбережения будут направляться в страны с наиболее высоким уровнем доходности капитала. Еще одним возможным следствием финансовой глобализации может быть возникновение дисбалансов в сфере международных платежей, поскольку страны-экспортеры капитала будут иметь положительное сальдо платежного баланса по текущим платежам, а страны-импортеры капиталы – отрицательное сальдо. Однако этот факт будет восприниматься не как признак возникновения системных проблем, а как свидетельство того, что глобальная экономика становится более эффективной, поскольку капитал используется для приобретения активов, обеспечивающих более высокий уровень дохода, скорректированного с учетом риска. В этих условиях, страны, которые первыми встанут на путь либерализации своей экономики и начнут уважать права собственности иностранных инвесторов, могут получить большую долю свободно обращающегося капитала для финансирования своего развития, хотя их платежный баланс по текущим операциям будет сведен с дефицитом.

Подобное развитие можно видеть на примере США, где в 90-е годы XX в. постоянный рост экономики сопровождался повышением курса доллара и значительным увеличением приобретения американских активов нерезидентами, что, в конечном счете, привело к росту дефицита текущих платежей. Одновременно с этим аппетиты американских инвесторов в отношении приобретения иностранных активов пошли на убыль, что в немалой степени было связано с финансовыми кризисами, разразившимися сначала в странах Юго-Восточной Азии (в 1997 г.), а затем захватившими Россию и ряд других стран. Эти кризисы вновь напомнили инвесторам о существовании косвенных барьеров на пути свободного движения капиталов. В развивающемся мире они принимают такие формы, как отсутствие адекватных правил раскрытия информации и корпоративного управления, неразвитость законодательства,

особенно в области контрактного права и процедур банкротства, государственное вмешательство в пользу местных инвесторов и в ущерб иностранным инвесторам. В результате потоки капиталов, которые к середине 90-х годов достигли рекордного уровня, значительно уменьшились при одновременном значительном росте иностранных вложений в экономику США.

Возникающие в результате расширения масштабов международного инвестирования дисбалансы могут быть урегулированы или смягчены только при условии разработки и принятия международных стандартов отчетности и устранения информационной асимметрии между местными (национальными) и иностранными инвесторами. Правила раскрытия информации должны сопровождаться принятием мер по борьбе с коррупцией, по защите прав собственности и прав миноритарных владельцев акций. Все эти меры снизят риски, связанные с осуществлением зарубежных инвестиций.

В заключение еще раз подчеркивается, что, несмотря на достигнутый прогресс, процесс финансовой глобализации еще не завершен, поскольку в мире сохраняются многочисленные косвенные барьеры для международных инвестиций. Появление новых типов дериватов в последнее десятилетие не должно заслонять того факта, что многие участники финансового рынка не способны осуществлять операции по хеджированию и брать на себя определенный риск, что тормозит процесс расширения трансграничных потоков капитала и эффективного распределения мировых сбережений. Для преодоления этих трудностей, а также для урегулирования временно возникающих платежных дисбалансов необходимо проведение многосторонней политики в области стандартизации учета и отчетности о международном движении капиталов для банков, разработки механизмов предупреждения и разрешения возможных кризисов. Что касается участников финансового рынка, то они нуждаются в развитии способности эффективно управлять все большим числом ценных бумаг и инструментов, используемых в качестве обеспечения кредитов и являющихся неотъемлемой частью современных финансов. Решение этих задач будет способствовать не только обеспечению финансовой стабильности, но и наиболее производительному использованию капиталов в масштабах всего мира, что является залогом будущего процветания для всех участников глобальной экономики.

Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН