



Маленькие рыбешки в большом пруду

Каково будущее рынков капитала развивающихся стран в условиях глобальной экономики?

Трейдеры фондовой биржи Буэнос-Айреса (Аргентина).

Аугусто де ла Торре и Серхио Шмуклер

ЗА ПОСЛЕДНИЕ три десятилетия мировая финансовая система, в частности рынки капитала, претерпела значительные изменения при резком усилении ее финансовой емкости, диверсификации и глобализации. Хотя в большинстве своем эти изменения произошли в финансовых центрах и развитых странах, довольно существенные сдвиги наличию также в развивающихся странах. Многие развивающиеся страны старались углубить свои рынки ценных бумаг, проводя крупномасштабные реформы, особенно в 1990-х годах. Они либерализовали свои финансовые системы, улучшили инвестиционный климат (путем макроэкономической стабилизации и улучшения делового климата), создали новые системы и учреждения надзора и усовершенствовали базовую инфраструктуру рынков капитала. Многие страны также провели комплексные пенсионные реформы и приватизировали государственные предприятия, надеясь таким образом стимулировать развитие рынка капитала.

По мере интенсификации реформ возлагались все большие надежды на развитие рынков капитала в развивающихся странах. Однако эти высокие надежды во многих странах не оправдались. После почти двух десятилетий реформ состояние рынков капитала в развивающихся странах весьма разное. Темпы роста, хотя и высокие в целом, не были столь же внушительными, как в развитых странах. В некоторых развивающихся странах рынки ценных бумаг, особенно рынки акций и облигаций в национальной валюте, находились в состоянии зстоя, а иногда и спада. В частности, страны Латинской Америки гораздо более активно включились в процесс финансовой глобализации, чем азиатские страны, но

существенно отставали от стран Азии в плане углубления внутренних рынков ценных бумаг. Такое развитие ситуации разочаровывает: отдача от интенсивных реформ оказалась слишком скудной. Кроме того, оно приводит в замешательство из-за отсутствия ясности и консенсуса в отношении того, какие изменения должны быть внесены в программы реформ рынка капитала.

В настоящей статье делается попытка пролить некоторый свет на полученные смешанные результаты и проводится довод о том, что больше внимания необходимо уделить значению глобализации и размеров экономики для развития рынков ценных бумаг. В заключение в ней отмечается, что разработчикам политики необходимо переосмыслить свои ожидания и принять новый подход к укреплению внутренних рынков капитала.

Некоторые объяснения слабости рынков капитала

Слабые показатели работы внутренних рынков акций и облигаций в развивающихся странах трудно объяснить только основными макроэкономическими и институциональными показателями — такими как денежно-кредитная стабильность, экономическое развитие в целом, размеры экономики и главенство права — или реформами, касающимися рынков капитала. Так, эмпирические результаты недавно проведенного Всемирным банком исследования, в котором сравниваются рынки капитала Латинской Америки с рынками капитала других регионов, показывают, что более высокие основные экономические показатели способствуют одновременно развитию внутреннего рынка капитала и его *интернационализации* —

в плане эмиссии и обращения ценных бумаг за рубежом, — но происходит это несимметрично. По мере улучшения основных экономических показателей объемы эмиссии и обращения ценных бумаг за рубежом в действительности увеличиваются *по отношению* к их объемам на внутреннем рынке. Аналогично, проведение реформ, касающихся рынков капитала, больше влияет на интернационализацию фондового рынка, чем на активность внутреннего фондового рынка.

Кроме того, вопреки ожиданиям, эта интернационализация рынков акционерного капитала не способствовала активизации местных рынков. Наоборот, во многих случаях ликвидность местных фондовых рынков снижалась. По мере уменьшения ликвидности внутри страны фирм, выпускающих ценные бумаги на фондовых рынках других стран, появляются негативные побочные эффекты: страдает ликвидность фирм, не выходящих на зарубежные рынки. Остаточная ликвидность на внутреннем фондовом рынке, как правило, сконцентрирована в руках фирм, которые уже вышли на международные рынки капитала.

Эти эффекты проявились особенно отчетливо в Латинской Америке, замедлив развитие внутренних рынков ценных бумаг. Рынки латиноамериканских стран не только не достигли того, чего от них ожидали, учитывая уровень экономического и институционального развития региона, но также слабее реагируют на проводимые реформы. С другой стороны, в Латинской Америке налицо «чрезмерно» высокая степень интернационализации фондовых рынков, что отчасти объясняется интенсивной приватизацией, приведшей к тому, что новые ценные бумаги выпускались в основном на международных рынках, и это нашло отражение в значительном уменьшении объема акций, котируемых на внутреннем рынке (см. рисунок). Хотя Латинская Америка, несомненно, разительно отличается от других регионов, она не уникальна в этом смысле, поскольку аналогичная динамика наблюдается в некоторых небольших развитых и развивающихся странах Европы. Напротив, несколько иная динамика наблюдается в Восточной Азии, где в некоторых странах внутренние рынки акций и корпоративных облигаций развиваются относительно успешно.

Странные несоответствия

Каким образом эти результаты помогают объяснить несоответствие между высокими ожиданиями и интенсивными реформами 1990-х годов, с одной стороны, и низким уровнем развития внутренних рынков капитала, с другой? Они дают основания поставить под вопрос верность традиционных представлений о причинах таких несоответствий. Согласно одному из таких мнений, несоответствия объясняются отсутствием терпения и несовершенством и незавершенностью реформ, и поэтому рекомендуется подождать, пока рыночные механизмы заработают, продолжая проводить реформы. Сторонники этого мнения считают, что основные элементы необходимых реформ хорошо известны, поскольку «оптимальная практика» уже описана в различных международных стандартах и кодексах. Однако это мнение по сути не учитывает вывод о том, что улучшение основных институциональных и макроэкономических показателей и проведение реформ способствуют не только развитию внутренних рынков ценных бумаг, но также, причем в еще большей степени, и активизации выпуска ценных бумаг и проведения операций с ними за рубежом. Хотя этот вывод не ставит под сомнение значение реформ, очевидно, что он наводит на мысль о необходимости существенно изменить ожидания и переосмыслить вопросы, связанные с финансовой глобализацией, с тем чтобы придать этим ожиданиям соответствующую форму.

Согласно другому мнению, несоответствия являются результатом того, что реформы не были надлежащим образом спланированы. Его сторонники подчеркивают, что до либерализации финансового рынка необходимо создать эффективные институциональные и нормативные механизмы и сформировать местный рынок долговых инструментов в национальной валюте. В принципе нет ничего плохого в рекомендации не спешить полностью открывать счет операций с капиталом и не вводить неограниченную конкуренцию, пока не созданы определенные условия. Однако реальность политической такова, что институциональная реформа не происходит только потому, что она рациональна, поскольку в большинстве случаев этого недостаточно для преодоления противодействия со стороны тех, кто опасается немедленных потерь в результате реформ и могут активно противиться изменениям. В то же время выгоды от реформ, как правило, проявляются в будущем, и их получают многие участники, которые таким образом сталкиваются с проблемой коллективных действий. Не будучи в достаточной степени заинтересованными в том, чтобы действовать как единая группа, они, как правило, остаются относительно пассивными и неорганизованными. Опыт прошлых лет наглядно показывает, что конкуренция извне заставляет участников внутреннего рынка становиться более эффективными и в результате меняет стимулы, определяющие отношение к реформе: эффективные участники внутреннего рынка, ранее противившиеся реформам, становятся сторонниками реформ.

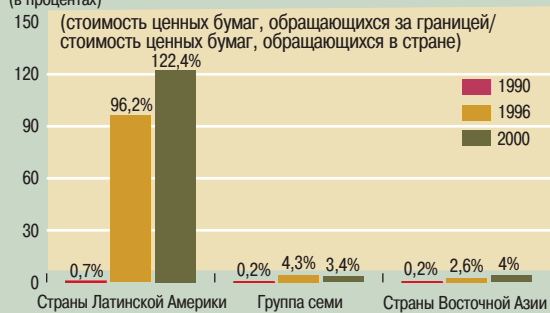
В итоге оба мнения либо полностью игнорируют, либо не учитывают в достаточной мере ряд важных элементов. В исследовании Всемирного банка высказываются еще одно мнение, согласно которому необходимо сделать шаг назад и пересмотреть ряд основных вопросов, касающихся финансовой глобализации, ликвидности, диверсификации и емкости рынка, прежде чем приступать к более существенному пересмотру программы реформ.

Роль финансовой глобализации. Финансовая глобализация осложняет проведение политики в отношении рынков ссудного и акционерного капитала по ряду аспектов. На рынках ссудного капитала глобализация обостряет проблемы, связанные со слабостью валют. Текущая волна глобализации, происходящей в контексте плавающих валютных курсов, несет выгоды, которые все больше зависят от того, насколько эффективно национальная валюта может одновременно вы-

Где трава зеленее?

Доля акционерных ценных бумаг стран Латинской Америки, обращающихся за границей, намного превышает их долю стран в других регионах.

(в процентах)



Источники: Банк Нью-Йорка и база данных «Standard & Poor» по странам с формирующимся рынком.

Примечание. Серия рассчитана путем агрегирования на уровне фирм данных по каждой стране. На графике показаны средние значения по странам отношения стоимости акционерных ценных бумаг, обращающихся на фондовых биржах США (как американских депозитарных расписок), к стоимости акционерных ценных бумаг, обращающихся на местных фондовых биржах. Данные по странам Группы семи представляют собой средние данные по Германии, Италии, Канаде, Франции и Японии. Соединенное Королевство и Соединенные Штаты не были включены, так как они считаются международными финансовыми центрами. Данные по странам Восточной Азии представляют собой средние данные по Гонконгу, Индонезии, Корее, Малайзии, Тайваню, Таиланду и Филиппинам. Данные по странам Латинской Америки представляют собой средние данные по Аргентине, Бразилии, Венесуэле, Колумбии, Мексике, Перу и Чили.

полнять две функции: функцию амортизатора и функцию надежного средства сбережения. За исключением лишь немногих валют, используемых на международном рынке в качестве резервных активов, практически всем валютам трудно выполнять эти функции. Задача существенно усложняется, если национальная валюта также не считается полностью надежным средством сбережения в своей стране. Это побуждает к заключению финансовых контрактов, которые либо сильно долларизованы (выражены в сильной иностранной валюте), либо являются в основном краткосрочными, что создает крупные нехеджированные открытые позиции на балансах должников — что, в свою очередь, делает финансовую систему уязвимой в случае внезапных крупных понижений реального обменного курса или, соответственно, повышений реальной процентной ставки. В этих обстоятельствах проблема заключается не только в том, что затрудняется проведение политики, но и в том, что возникает необходимость выбора между использованием валюты в качестве амортизатора или в качестве средства сбережения.

Напротив, интернационализация рынков акционерного капитала не создает диспропорций в балансах эмитентов акций и поэтому не делает систему уязвимой, даже если валюта страны, интегрирующейся в международную систему, является слабой. Контракты на проведение операций с акциями не подвергаются риску дефолта, поскольку они не обязывают эмитента выплачивать средства независимо от развития ситуации. Хотя прибыль на акции может зависеть от колебаний реального обменного курса, это влияет на покупателей акций, поскольку меняется размер выплачиваемых им дивидендов. Однако поскольку от интернационализации страдает ликвидность фондового рынка страны, интернационализация выпуска и обращения акций может создать дилемму для политики — возможно, усугубляемую тем фактором, что по мере усиления интеграции развивающейся страны в глобальные финансовые рынки эмитентам акционерных ценных бумаг, безусловно, становится выгоднее выпускать ценные бумаги не на внутреннем рынке, а за рубежом. По существу, как только корпорация преодолевает порог стоимости и размера для выпуска акций по разумным ценам в более емких и значительно более ликвидных глобальных финансовых центрах, не остается никаких очевидных преимуществ продолжения эмиссии на внутренних фондовых рынках.

Значение ликвидности, диверсификации и размеров. Во многих развивающихся странах, особенно в небольших, «неликвидность порождает неликвидность», то есть неликвидность ограничивает возможности инвесторов покрывать позиции таким образом, чтобы это не влияло на цены, тем самым препятствуя проникновению новых «игроков» на рынок, что, в свою очередь, еще больше ограничивает ликвидность. Последствия оказываются далеко идущими, поскольку неликвидность серьезно осложняет «выявление цен» — одну из наиболее характерных функций рынка ценных бумаг в отличие от банковского рынка. Аналогичным образом, имеющиеся данные серьезно указывают на то, что во многих развивающихся странах внутренние рынки ценных бумаг, видимо, мало способствуют прямой диверсификации рисков, сверх функции местных банков, в то время как диверсификация рисков международными портфельными инвесторами, как правило, повышает уязвимость малых стран и малых корпоративных эмитентов.

Неликвидность и недостаточная диверсификация портфелей неразрывно связаны с характерной структурной особенностью рынков капитала многих развивающихся стран — малыми размерами этих рынков. Малые размеры как рынков, так и корпораций имеют значение для уровня ликвидности, который прямо пропорционален эффекту масштаба и эффекту концентрации. Если уровень ликвидности ограничивается

малыми размерами экономики, то возникает следующий основной вопрос: целесообразно ли иметь внутренние рынки ценных бумаг странам с небольшой открытой экономикой и в чем должна заключаться роль этих рынков? Кроме того, диверсификация рисков в малой экономике ограничивается нехваткой активов. При наличии постоянных издержек инвестирования инвесторы будут стремиться к минимальному размеру инвестиций, что обуславливает сегментацию рынка, вытесняет малых эмитентов и малые эмиссии и ограничивает возможности для диверсификации рисков.

Реорганизация программы реформ

Оценивая новые подходы к развитию внутреннего рынка капитала разработчики политики, возможно, должны в первую очередь определить, насколько реально достижение рынком такого размера, при котором может существовать ликвидный вторичный внутренний рынок ценных бумаг частного сектора. В странах, которые могут обеспечить такие размеры рынка, выработка надлежащих реформ будет сравнительно простым делом, не в последнюю очередь благодаря тому, что эти страны могут учиться на опыте развитых рынков капитала. Однако это не исключает необходимости реорганизации программы реформ, в частности ввиду процессов финансовой глобализации. В небольшой стране выработка подходящего пакета реформ для внутренних рынков ценных бумаг представляет собой более трудную задачу, поскольку необходимо более тщательно продумать и проанализировать все ограничения, обусловленные малыми размерами страны. Разработка программы реформ должна быть дополнена реалистичным определением того, что можно ожидать от таких неизбежно неликвидных рынков ценных бумаг. Возникают и другие вопросы, касающиеся участия малых фирм в работе рынков капитала, независимо от размеров страны.

Реформы рынков капитала в развивающихся странах должны предусматривать более тесную интеграцию в международные финансовые рынки при одновременном развитии внутренней финансовой системы. В долгосрочной перспективе вряд ли будет возможно или желательно пытаться избежать финансовой глобализации не в последнюю очередь ввиду того, что интеграция стимулирует реформу. Более широкий подход к данному вопросу должен охватывать надлежащие связи между финансовыми рынками и, в частности, способы, которыми рынки капитала в развивающихся странах могут усилить финансовую систему в целом. Такая взаимосвязь имеет важное значение, например, на рынках жилья, инфраструктуры и структурированного финансирования, когда внутренние и международные рынки ценных бумаг могут способствовать созданию таких подходящих продуктов, как подкрепленные активами ценные бумаги, распределению рисков между большим числом участников и привлечению новых институциональных инвесторов. Усиление конкуренции на финансовом рынке в сочетании с постоянным совершенствованием договорных отношений в конечном итоге будет способствовать расширению и повышению эффективности финансовых услуг, что обеспечит создание новых «переходных» механизмов и инструментов для устранения потенциальных препятствий доступу к рынкам. ■

Аугусто де ла Торре — старший советник по вопросам финансового сектора региона Латинской Америки и Карибского бассейна Всемирного банка. Серхио Шмуклер — старший экономист Группы по изучению проблем развития, временно приглашенный в Исследовательский департамент МВФ.

Настоящая статья во многом основана на материалах исследования региона стран Латинской Америки и Карибского бассейна «Whither Latin American Capital Markets?» (Washington: World Bank), проводимого под руководством де ла Торре и Шмуклера, а также на нескольких справочных документах. Полный текст доклада и справочные документы имеются на веб-сайте <http://www.worldbank.org/laccapitalmarkets>.