



Финансовая глобализация: не ограничиваясь порицаниями

Новый подход к анализу финансовой глобализации
позволяет пересмотреть ее издержки и выгоды

М. Эйхан Коуз, Ишвар Прасад, Кеннет Рогофф и Шан-Цзинь Вей

ФИНАНСОВАЯ глобализация — феномен, характеризующийся ростом международных финансовых потоков, — часто объявляется причиной череды разрушительных экономических кризисов, потрясших ряд стран с формирующимся рынком в конце 1980-х годов в Латинской Америке и в 1990-х годах в Мексике и нескольких странах Азии. Рыночные потрясения и последующие банкротства вызвали шквал обвинений со стороны тех, кто считал, что развивающиеся страны чересчур поспешно ликвидировали механизмы контроля за капиталом, оставшись беззащитными перед жестким диктатом стремительного движения капитала и стадным поведением рынка. Некоторые открыто критиковали международные организации, которые, по их мнению, содействовали либерализации операций с капиталом, не подчеркивая при этом необходимость создания сильных институтов, требующихся для регулирования рынков в тяжелые времена.

В противоположность все более единодушному согласию ученых-экономистов относительно того, что либерализация торговли в целом идет на благо как промышленно развитым, так и развивающимся странам, между учеными и практиками ведутся жаркие дискуссии об издержках и выгодах финансовой глобализации. Некоторые экономисты (например Дэни Родрик, Джагдиш Бхагвати и Джозеф Стиглиц) считают, что ничем не ограниченные потоки капитала подрывают глобальную финансовую стабильность, вызывая потребность в механизмах контроля за капиталом и других ограничениях на международную торговлю активами. Другие (в том числе Стэнли Фишер и Лоренс Саммерс) утверждают, что большая открытость для потоков капитала, как показывает опыт, в общем случае очень важна для стран, стремящихся повысить свои доходы с низкого до среднего уровня, и что она способствует укреплению стабильности в промышленно развитых странах. Очевидно, что эти дискуссии имеют существенное значение для экономической политики, особенно учитывая то, что такие крупные страны, как Индия и Китай, недавно

предприняли шаги к либерализации своих счетов операций с капиталом.

Чтобы выйти за пределы этой полемики, мы составили модель для анализа обширного и все более расширяющегося массива исследований, посвященных издержкам и выгодам финансовой глобализации. Наша модель предлагает новый взгляд на макроэкономические последствия глобальных финансовых потоков с точки зрения темпов экономического роста и степени изменчивости. Мы применяем системный подход к рассмотрению различных наборов данных относительно того, могут ли развивающиеся страны получить выгоду от глобализации, и приводит ли финансовая глобализация как таковая к экономическому кризису. Полученные результаты позволяют сделать вывод, что финансовая глобализация, по-видимому, не является ни чудодейственным средством ускорения экономического роста, как утверждают некоторые ее сторонники, ни источником не поддающегося контролю риска, как пытаются представить ее другие.

Вопросы, остающиеся без ответа

Последняя волна финансовой глобализации по-настоящему началась в середине 1980-х годов под влиянием либерализации контроля за капиталом во многих странах; ожидалось, что трансграничные потоки капитала приведут к улучшению результатов экономического роста и повышению стабильности потребления. Предполагалось, что эти выгоды будут значительными, особенно для развивающихся стран, которые, как правило, испытывают большой дефицит капитала и характеризуются более изменчивыми темпами роста доходов, чем другие страны.

В странах с формирующимся рынком — группе развивающихся стран, принимавших активное участие в финансовой глобализации, — явно отмечались в среднем более высокие результаты экономического роста, чем в других странах (см. рис. 1). Однако большинство исследований, в которых использовались межстрановые регрессии для анализа связи

между темпами экономического роста и степенью финансовой открытости, не смогли показать, что либерализация операций с капиталом приносит статистически измеримые выгоды для повышения экономического роста. В качестве одной из причин можно назвать сложность измерения финансовой открытости. Например, широко используемые показатели контроля за капиталом (ограничения на операции по счету операций с капиталом) не улавливают того, насколько эффективно страны обеспечивают соблюдение этих механизмов, и не всегда отражают действительную степень интеграции экономики с международными рынками капитала. В последние годы был достигнут значительный прогресс в разработке более качественных показателей контроля за капиталом и улучшения данных о потоках и запасах международных активов и обязательств. Исследования, основанные на этих улучшенных показателях финансовой интеграции, начинают находить свидетельства положительного влияния финансовой интеграции на экономический рост. Однако эти свидетельства все еще далеко не убедительны.

Не существует также систематических данных о том, что финансовая интеграция является непосредственным детерминантом финансовых кризисов. Исследователи, рассматривающие различные проявления таких кризисов, включая внезапное прекращение притока капитала, резкое изменение направления текущих операций и банковские кризисы, не находят подтверждений тому, что в странах, более открытых для финансовых потоков, кризисы происходят, как правило, чаще, чем в менее открытых странах. Эпизоды кризисов привлекают наибольшее внимание, однако они представляют собой лишь особенно яркое проявление более общего феномена макроэкономической изменчивости. В этом отношении результаты менее благоприятны: финансовая глобализация не принесла развивающимся странам обещанных выгод в виде улучшения международного распределения рисков и снижения изменчивости потребления.

В целом эффекты финансовой глобализации еще не определены окончательно. Практически не имеется формальных эмпирических данных, подтверждающих часто цитируемые заявления о том, что финансовая глобализация была *причиной* финансовых кризисов, которые наблюдались в мире в последние три десятилетия, однако пока еще не удалось получить надежных макроэкономических доказательств относительно выгод финансовой либерализации. Если учитывать недостатки межстрановых регрессий экономического роста, то существует ли какой-либо иной подход, который мог бы пролить свет на воздействие финансовой глобализации?

Не созданы равными

Другая точка зрения относительно последствий финансовой глобализации для темпов экономического роста и изменчивости основана на разграничении различных видов потоков капитала. Это особенно актуально в связи с заметными изменениями в структуре международных финансовых потоков во времени.

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в настоящее время стали основным источником потоков частного капитала в страны с формирующимся рынком (см. рис. 2); возрастает также значение *потоков акционерного капитала*, тогда как *потоки долга* сокращаются. Предполагается, что ПИИ и потоки портфельных инвестиций в акционерный капитал более стабильны и меньше подвержены резким изменениям направления, и считается, что они приносят с собой множество косвенных выгод финансовой глобализации, таких как передача управленческих и технологических знаний. Напротив, общепризнано, что потоки долга сопряжены с большим риском; в частности, то обстоятельство, что они носят проциклический характер и являются весьма изменчивыми, может усилить неблагоприятное воздействие негативных шоков на экономический рост.

Возрастающее значение потоков портфельных инвестиций в акционерный капитал в страны с формирующимся рынком вызвало появление ряда исследований, в которых анализируются последствия либерализации рынков акционерного капитала для экономического роста. Во всех этих работах делается вывод о том, что такая либерализация оказывает значительное положительное воздействие на рост объема производства. По нашему мнению, вопрос о том, включают ли оцениваемые последствия для экономического роста влияние других факторов — особенно других реформ, которые, как правило, сопровождают такую либерализацию, — остается открытым. С другой стороны, растет объем микроэкономических свидетельств (данных на уровне отраслей и фирм), подкрепляющих макроэкономические свидетельства выгод от либерализации операций с акционерным капиталом. В некоторых из этих работ также документально подтверждается эмпирическая обоснованность различных теоретических связей между либерализацией рынка акционерного капитала и экономическим ростом, в том числе за счет расширения инвестиций и роста совокупной факторной производительности.

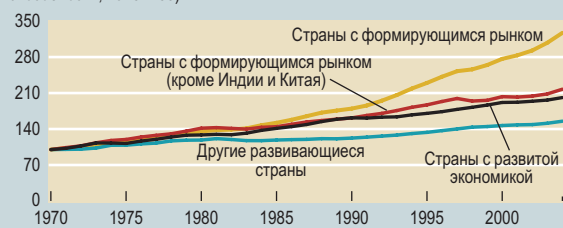
Интересно то, что, несмотря на общее единство мнений относительно весьма вероятных выгод от ПИИ в плане их положительного воздействия на экономический рост, эти

Рисунок 1

Невзирая на обстоятельства

Несмотря на кризисы в ряде стран с формирующимся рынком, эта группа стран в течение последних трех десятилетий демонстрировала более высокие результаты, чем другие группы.

(ВВП на душу населения, взвешенный по паритету покупательной способности; 1970=100)



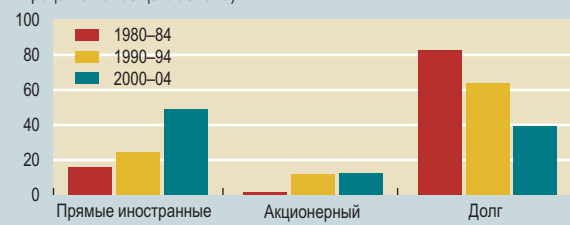
Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; Всемирный банк, «Показатели мирового развития».

Рисунок 2

На подъеме

Страны с формирующимся рынком привлекают больше ПИИ, чем других видов потоков капитала.

(Структура валовых потоков в страны с формирующимся рынком, в процентах от общего объема)



Источник: база данных "External Wealth of Nations" из работы Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", Рабочий документ МВФ 06/09 (Вашингтон, Международный Валютный Фонд, 2006).



выгоды труднее выявить на основе агрегированных данных, чем выгоды, связанные с потоками акционерного капитала. Отрадно, что недавние исследования, в которых используются данные микроуровня, начинают подтверждать факт значительного вторичного воздействия потоков ПИИ на рост объема производства и производительности.

Из рассмотренных до настоящего момента данных следует важная тема: представляется, что многие выгоды от финансовой открытости затушевываются при проведении межстранового анализа с использованием макроэкономических данных, но более очевидны при дезагрегированном анализе, в котором используются данные микроуровня. Кроме того, подход, основанный на данных микроуровня, дает лучшую возможность для выделения причинно-следственных эффектов и отражения относительной значимости различных механизмов, посредством которых финансовая интеграция влияет на экономический рост.

Некоторые экономисты используют данные микроуровня для оценки издержек, связанных с контролем за капиталом. Представляется, что такой контроль вызывает искажения в поведении фирм (и индивидов), которые корректируют свои действия, чтобы избежать контроля за капиталом. Кроме того, защищая экономику от действия сил конкуренции, контроль за капиталом может привести к снижению рыночной дисциплины. Таким образом, наличие такого контроля, по-видимому, приводит к значительной потере эффективности на уровне отдельных фирм или секторов.

Интерпретация данных

Теперь мы вводим концептуальную основу, позволяющую собрать воедино эти разрозненные наборы данных, с тем чтобы выяснить, почему эмпирические данные различных уровней дезагрегирования приводят к различным выводам.

Одним из базовых компонентов этой основы является представление о том, что успешная финансовая глобализация не просто улучшает доступ к финансированию для внутренних инвестиций, но что выгоды от нее носят каталитический и косвенный характер. Прямые последствия доступа к большому объему капитала для экономического роста далеко не так важны, как то, каким образом потоки капитала приводят к образованию того, что мы называем потенциальными *сопутствующими выгодами* финансовой интеграции (называемыми так потому, что они могут не служить главными стимулами для стран к проведению финансовой интеграции). Все большее число исследований показывает, что финансовая открытость может способствовать развитию внутреннего финансового сектора, обеспечить дисциплину в макроэкономической политике, повысить эффективность работы отечественных фирм, поставив их в условия конкуренции со стороны новых иностранных участников, и высвободить силы, ведущие к повышению качества государственного и корпоративного управления. Эти сопутствующие выгоды могут повысить эффективность и, в более широком плане, темпы роста совокупной факторной производительности.

Представление о том, что финансовая глобализация влияет на экономический рост в основном косвенными путями, имеет серьезные последствия для эмпирического анализа связанных с ней выгод. Создание институтов, укрепление рыночной дисциплины и углубление финансового сектора требует времени, равно как и реализация выгод от таких процессов для экономического роста. Это может служить объяснением того, почему в пределах относительно коротких периодов времени, по-видимому, намного легче выявить издержки финансовой глобализации, а не выгоды от нее. Более принципиально то, что выгоды от финансовой глобализации с точки зрения повышения производительности может быть трудно выявить эмпирическим путем даже за длительные интер-

валы времени, если включить в межстрановые регрессии, которые строятся в попытке объяснить экономический рост, переменные структурной, институциональной и макроэкономической политики. В конечном счете, именно за счет этих механизмов финансовая интеграция порождает экономический рост (см. рис. 3).

Разумеется, не следует преувеличивать значение аргумента о том, что финансовая интеграция создает сопутствующие выгоды. В той же мере возможно, что при прочих равных условиях больший объем иностранного капитала, как пра-

«Учитывая выявленные трудности при интерпретации данных о темпах экономического роста в различных странах, отрадно видеть, что интеграция финансового рынка, как представляется, действует посредством ряда косвенных механизмов».

вило, поступает в страны с более развитыми финансовыми рынками и институтами. Мы не отрицаем значения традиционных механизмов — то есть того, что финансовая интеграция может привести к увеличению инвестиций благодаря ослаблению ограничений, налагаемых низким уровнем внутренних сбережений, и снижению стоимости капитала. Однако мы считаем, что в предшествующих исследованиях этим традиционным механизмам, возможно, уделялось чрезмерное внимание.

Имеет ли наша концептуальная основа какие-либо эмпирические преимущества? Теперь мы переносим центр внимания на упорядочивание данных, относящихся к ключевому элементу нашей аргументации, который заключается в том, что финансовая глобализация приносит значительные сопутствующие выгоды.

Косвенные выгоды финансовой интеграции

Потенциальные косвенные выгоды от финансовой глобализации, по всей вероятности, будут иметь важное значение в трех ключевых областях: развитие финансового сектора, качество институтов и макроэкономическая политика.

Достаточно большое число исследований позволяет сделать вывод о том, что международные финансовые потоки служат одним из важных катализаторов *развития* внутреннего *финансового рынка*, отражаемого как простыми показателями размера банковского сектора и рынков акционерного капитала, так и более общими концепциями развития финансового рынка, включая надзор и регулирование.

Исследования, основанные на разнообразных методиках, включая целевые исследования на примере конкретных стран, подтверждают представление о том, что чем шире присутствие иностранных банков в стране, тем лучше качество финансовых услуг и тем выше эффективность финансового посредничества. В отношении рынков акционерного капитала преобладает теоретическое предположение о том, что иностранное участие повышает эффективность, и данные, как представляется, подтверждают это. Действительно, фондовые рынки имеют тенденцию увеличиваться и становиться более ликвидными после либерализации рынков акционерного капитала.

Эмпирические данные позволяют сделать вывод о том, что финансовая глобализация побудила ряд стран внести изменения в структуру корпоративного управления в ответ на иностранную конкуренцию и запросы со стороны международных инвесторов. Кроме того, ПИИ в финансовый сектор, поступающие из стран с высоким уровнем регулирования и надзора, как правило, способствуют *институциональному развитию и управлению* в странах с формирующимся рынком.

Либерализация операций с капиталом, благодаря повышению потенциальных издержек, связанных со слабой политикой, и повышению выгод, связанных с надлежащей политикой, должна способствовать также установлению дисциплины в макроэкономической политике. Именно в силу того, что либерализация операций с капиталом делает страну более уязвимой по отношению к внезапным изменениям настроений глобальных инвесторов, она может сигнализировать о приверженности страны *лучшей макроэкономической политике* как средству снижения вероятности таких изменений и их негативных последствий. Хотя эмпирические данные по этому вопросу приводят на размышления, они весьма скудны. Страны с более высоким уровнем финансовой открытости, по-видимому, с большей вероятностью могут добиться лучших результатов денежно-кредитной политики с точки зрения более низкой инфляции, однако данные о систематической связи между финансовой открытостью и более качественными мерами налогового-бюджетной политики отсутствуют.

Данные, рассмотренные нами в настоящем разделе, едва ли носят окончательный характер, но они последовательно указывают на то, что международная финансовая интеграция является катализатором целого ряда выгод в плане повышения производительности. Учитывая выявленные трудности

при интерпретации данных о темпах экономического роста в различных странах, отродно видеть, что интеграция финансового рынка, как представляется, действует посредством ряда косвенных механизмов.

Сложность: пороговые условия

В ряде смежных исследований затрагивается вопрос том, какие исходные условия необходимы для того, чтобы финансовая открытость могла принести стране реальные выгоды для экономического роста, одновременно снижая риск кризиса. Каковы эти условия?

Развитие финансового сектора, в частности, является одним из ключевых факторов, определяющих масштабы экономического роста и выгод в плане стабильности, которые может принести финансовая глобализация. Чем выше уровень развития финансового сектора страны, тем больше выгоды от притока капитала для экономического роста и ниже уязвимость этой страны по отношению к кризисам как в прямых, так и косвенных отношениях.

Еще одно преимущество более высокого уровня развития финансового сектора заключается в том, что оно положительно сказывается на макроэкономической стабильности, что, в свою очередь, отражается на объеме и структуре потоков капитала. В развивающихся странах, не имеющих емкого финансового сектора, внезапные изменения направления потоков капитала, как правило, приводят в действие или усиливают циклы подъемов и спадов. Кроме того, неадекватная или плохо регулируемая либерализация внутреннего финансового сектора является одной из причин многих кризисов, которые могут ассоциироваться с финансовой интеграцией.

Качество институтов, как представляется, играет важную роль в определении не только результатов финансовой интеграции, но и ее фактического уровня. Кроме того, оно, по-видимому, существенно влияет на структуру потоков капитала в развивающиеся страны, что является еще одним из механизмов его воздействия на макроэкономические результаты. Более высокое качество институтов способствует большему удельному весу ПИИ и потоков портфельных инвестиций в акционерный капитал в структуре капитала страны, что, как правило, приносит больше сопутствующих выгод от финансовой интеграции.

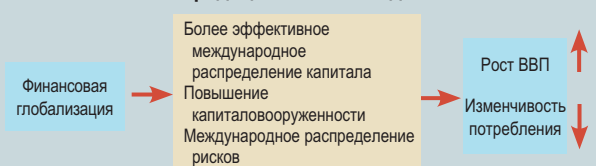
Качество внутренней макроэкономической политики также, по-видимому, влияет на уровень и структуру притока капитала, равно как и на степень уязвимости страны по отношению к кризисам. Взвешенная налоговое-бюджетная и денежно-кредитная политика увеличивает выгоды от либерализации операций с капиталом для экономического роста и помогает предотвратить кризисы в странах с открытым счетом операций с капиталом. Кроме того, для стран со слабыми финансовыми системами открытый счет операций с капиталом и режим фиксированного валютного курса не является благоприятным сочетанием. Можно убедительно доказать, что жесткий валютный курс повышает уязвимость страны по отношению к кризисам при открытии ею своих рынков капитала.

Торговая интеграция улучшает альтернативный выбор между издержками и выгодами, связанными с финансовой интеграцией. Кроме того, она снижает вероятность кризисов, связанных с финансовой открытостью, и уменьшает издержки таких кризисов в случае их возникновения. Таким образом, недавние исследования подтверждают аргументацию прошлых работ, посвященных вопросам последовательности реформ, в которых приводились доводы в пользу проведения либерализации торговли до либерализации операций с капиталом.

Рисунок 3

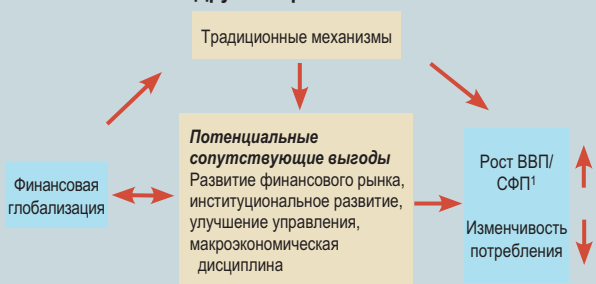
Финансовая глобализация приносит сопутствующие выгоды, . . .

Традиционный взгляд



Традиционный взгляд сосредоточен на значении тех механизмов, посредством которых потоки капитала могут напрямую приводить к повышению темпов роста ВВП и снижению изменчивости потребления.

Другая перспектива



В нашем подходе признается значение традиционных механизмов, но утверждается, что роль финансовой глобализации как катализатора определенных «сопутствующих выгод», возможно, более важна для повышения темпов роста ВВП/СФП и снижения изменчивости потребления.

¹Совокупная факторная производительность.



Данное обсуждение позволяет предположить, что существуют определенные вспомогательные (или пороговые) условия, которые в конечном счете определяют положение страны в диапазоне потенциальных издержек и выгод. Именно взаимодействие между финансовой глобализацией и данным набором исходных условий определяет итоговые показатели экономического роста и изменчивости (см. рис. 4).

Сопоставление рисунков 3 и 4 подчеркивает принципиальное противоречие между издержками и выгодами финансовой глобализации. Большинство пороговых условий идентичны сопутствующим выгодам. Другими словами, глобализация является катализатором ряда важных сопутствующих выгод, но может значительно повысить соотношение риска и выгоды, если исходные условия по этим параметрам неадекватны.

С самим уровнем интеграции связано другое пороговое условие. Очевидно, что промышленно развитые страны, которые значительно более тесно интегрированы с глобальными финансовыми рынками, лучше, чем страны с формирующимся рынком, используют международные потоки капитала для эффективного размещения капитала, что способствует получению ими преимуществ в повышении производительности и распределению рисков потери доходов. Означает ли это, что для реализации сопутствующих выгод развивающиеся страны имеют только одну надежду — достичь уровня финансовой интеграции, аналогичного уровню промышленно развитых стран, и что риски, с которыми они столкнутся на этом пути, неизбежны? В конечном счете, если краткосрочные издержки принимают форму кризиса, они могут оказывать постоянное негативное воздействие, снижающее долгосрочные выгоды от экономического роста. Более того, распределительные эффекты, связанные с этими краткосрочными последствиями, могут быть особенно болезненными для стран с низкими доходами.

Расчет соотношения риска и выгоды

Проведенный нами синтез литературы по вопросам финансовой глобализации, хотя и сдержанный в своей положительной оценке общих выгод от финансовой глобализации,

позволяет сделать вывод о том, что в процессе перехода стран от меньшей интеграции к большей интеграции с глобальными финансовыми рынками они с большой вероятностью могут столкнуться с серьезными затруднениями. В случае развивающихся стран финансовая глобализация, по-видимому, способна принести множество сопутствующих выгод, которые могут способствовать повышению темпов экономического роста и благосостояния в долгосрочном плане. В то же время, если страна открывает свой счет операций с капиталом, не располагая рядом базовых вспомогательных условий, эти выгоды могут проявиться с задержкой, и страна может стать более уязвимой по отношению к внезапному прекращению потоков капитала. Это представляет собой фундаментальное противоречие между издержками и выгодами финансовой глобализации, которого может оказаться трудно избежать.

Означает ли это, что страна, которая стремится получить сопутствующие выгоды от финансовой глобализации, непременно должна подвергнуться значительному риску кризисов? Или же, иначе говоря, не будет ли оптимальный путь для развивающихся стран заключаться в том, чтобы оградить себя от внешних воздействий, одновременно стремясь улучшить качество внутренней экономической политики и институтов до некоторого приемлемого уровня? По нашему мнению, несмотря на то, что полностью избежать рисков невозможно, существуют способы улучшить соотношение выгод и рисков, связанных с финансовой глобализацией. Однако маловероятно, что может быть найден единообразный подход к открытию операций с капиталом, который был бы одинаково эффективным для всех стран.

Перспектива получения сопутствующих выгод может предоставить такой путь перехода к либерализации операций с капиталом, который учитывает обстоятельства отдельной страны (исходные условия), а также относительную приоритетность различных сопутствующих выгод для данной страны. В зависимости от внутренних искажений, имеющих место в конкретной стране, — особенно тех, которые относятся к внутреннему финансовому сектору, — в принципе, можно разработать подход к либерализации операций с капиталом, который мог бы принести конкретные выгоды, одновременно минимизируя соответствующие риски. Нами была разработана основа для анализа этих вопросов, однако очевидно, что, прежде чем можно будет сделать убедительные выводы для экономической политики, касающиеся конкретных характеристик такого подхода, необходимо провести дальнейшие исследования по ряду аспектов. При этом следует осознавать, что некоторые из наиболее крайних полемических заявлений относительно последствий финансовой глобализации для развивающихся стран, как положительных, так и отрицательных, значительно труднее обосновать, чем обычно признается каждой из сторон. ■

М. Эйхан Коуз — экономист, а Шан-Цзинь Вей — начальник отдела в Исследовательском департаменте МВФ. Ишвар Прасад, который до конца 2006 года был начальником отдела в Исследовательском департаменте МВФ, является старшим профессором торговой политики по фонду Толани в Корнельском университете. Кеннет Рогофф — профессор государственной политики по фонду Томаса Д. Кэбота и профессор экономики в Гарвардском университете.



Данная статья основана на Рабочем документе МВФ № 06/189 "Financial Globalization: A Reappraisal" («Финансовая глобализация: переоценка»). В этом документе приведен подробный перечень ссылок на работы по данному вопросу и основные источники, из которых была получена часть материала данной статьи.