

Обзор МВФ

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПОТОКИ КАПИТАЛА

Заставить работать финансовую глобализацию

Паоло Мауро и Джонатан Д. Остри
Исследовательский департамент МВФ
16 августа 2007 года



Подпись к фотографии (Caption): Строительство в Дубае (ОАЭ), где происходит бурное развитие в сфере недвижимости после ее открытия для иностранных инвестиций (фото: Карим Сахиб/AFP).

Финансовая глобализация представляет собой необратимое явление, и в той или иной степени она сказывается, по существу, на всех странах. Наиболее быстрое увеличение финансовых потоков в последние двадцать лет наблюдалось в развитых странах, но при этом степень финансовой интеграции стран с формирующимся рынком и развивающихся стран также повысилась (см. график).

Даже в тех странах, которые стремились противостоять финансовой глобализации, поддерживая широкие ограничения на международные операции с капиталом, наблюдалось некоторое увеличение внешних активов и обязательств.

Ключевые моменты

Вопрос. Является ли финансовая глобализация, прежде всего, возможностью международного распределения риска и финансирования инвестиционных проектов, полезных для роста, или она представляет собой источник возможной изменчивости и кризиса?

Соображения в отношении политики. В то время как открытие экономики для ПИИ на раннем этапе, как правило, благотворно сказывается на всех странах, решение допустить свободный приток краткосрочных средств, ведущий к образованию долговых обязательств, должно принимать во внимание степень развития финансового рынка страны, субъективную оценку качества институциональной системы и совокупность мер макроэкономической политики. При этом запаздывание в открытии экономики также связано с издержками.

Следствия для политики. Либерализация счета операций с капиталом должна рассматриваться в рамках более широкого пакета реформ, охватывающего общую основу макроэкономической политики страны, внутреннюю финансовую систему и пруденциальное регулирование.

Следует ли рассматривать финансовую либерализацию (определяемую как степень взаимосвязи стран через перекрестное владение различными инструментами), главным образом, как возможность для стран финансировать инвестиционные проекты, полезные для роста, или как источник возможной изменчивости и кризисов, вызываемых неожиданными изменениями направленности потоков капитала? Какие выводы можно сделать из исследований по этим вопросам, проведенным в последние годы? В работе, подготовленной сотрудниками Исследовательского департамента МВФ, озаглавленной "*Reaping the Benefits of Financial Globalization,*" («Извлекающая выгоды из финансовой глобализации»), подводятся итоги того, что нам известно о последствиях финансовой глобализации.

Данные за последние тридцать лет позволяют сделать два основных вывода, которые следует учитывать странам.

Во-первых, полученные выводы поддерживают точку зрения о том, что **странам необходимо осторожно взвешивать риски и выгоды, которые несут с собой ничем не сдерживаемые потоки капитала.** В то время как страны с развитой экономикой в основном только выигрывают от свободного перемещения капитала, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны должны убедиться, что они удовлетворяют определенным минимальным критериям (включающим качество их институциональной среды и механизмов экономической политики, а также уровень внутреннего финансового развития), прежде чем проводить меры по открытию своего счета операций с капиталом. Если они не удовлетворяют таким минимальным критериям, финансовая либерализация может привести к чрезмерной макроэкономической изменчивости.



Chart:

Групповой лидер

Движущей силой всемирного повышения финансовой глобализации выступали в основном страны с высоким уровнем доходов.

(Валовые внешние активы и обязательства, в процентах ВВП)

Страны с высокими доходами

Все страны

Страны со средними доходами

Страны с низкими доходами

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

Во-вторых, *чрезмерная осторожность в отношении потоков капитала также связана с издержками*. Открытие экономики для внешних инвестиций само по себе может способствовать изменениям, которые благоприятно сказываются на эффективности и экономическом росте, например, путем стимулирования развития внутреннего финансового сектора.

Последствия финансовой глобализации

Теоретически, открытие экономики для инвестиций из-за границы должно в основном оказывать положительное влияние. Финансовая глобализация способствует международному распределению риска, стабилизирует расходы домашних хозяйств и органов государственного управления (позволяя использовать международный капитал в дополнение к внутреннему в случае недостатка поступлений) и подталкивает экономический рост.

Однако на практике эти выгоды оказываются менее очевидными. Хотя развитые страны пользуются выгодами распределения риска, практически нет свидетельств того, что это утверждение справедливо в отношении стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Международная финансовая интеграция повысилась, но с ней повысилась и изменчивость, и при этом последнее произошло только в странах с относительно слабыми внутренними финансовыми секторами и институциональными системами.

Если рассматривать ситуацию с позиций экономического роста, свидетельства также оказываются неоднозначными. Хотя ПИИ действительно способствуют долгосрочному росту (в нашей работе показано, что повышение ПИИ на 10 процентных пунктов ВВП увеличивает рост в среднем на 0,3 процентных пункта), влияние задолженности на рост зависит от того, направляются ли средства на производительное использование, что, в свою очередь, зависит от качества политики и институциональной среды рассматриваемой страны.

Проведенный в исследовании анализ выявил ряд факторов, которые в большинстве случаев сказываются на том, какие последствия финансовая глобализация имеет для экономической изменчивости и роста.

- ***Развитие финансового сектора.*** Хорошо развитые финансовые рынки способствуют смягчению циклов подъема и спада, обусловливаемых всплесками и неожиданными остановками в финансовых потоках.

- **Качество институциональной среды.** Прочная институциональная система — включая законность, отсутствие коррупции и эффективность органов государственного управления в более общем смысле — играют важную роль в направлении финансовых потоков на ПИИ и портфельные вложения в инструменты участия в капитале. Таким образом, прочные институциональные основы облегчают международное распределение риска и поддерживают экономический рост.
- **Обоснованная макроэкономическая политика.** Если макроэкономическая политика отличается слабостью, финансовая открытость может привести к чрезмерным займам и накоплению долга, тем самым повышая риск кризиса.
- **Интеграция внешней торговли.** Страны, открытые для внешней торговли, как правило, реже сталкиваются с неожиданными остановками в притоке средств и поворотами тенденций в счете текущих операций. Открытость для торговли может также сглаживать последствия кризиса, способствуя возобновлению экономического подъема.

В исследовании также обнаружено, что финансовая глобализация, очевидно, не делает страны более подверженными кризису. Во всяком случае, кризисы происходят реже в странах с финансовой открытостью, чем в государствах, где налагаются ограничения на финансовые потоки. Наши оценки также показывают, что страны с финансовой открытостью и хорошо развитыми финансовыми системами, прочной институциональной системой, надежной политикой и открытой внешней торговлей в еще меньшей степени подвержены опасности кризиса.

Ограничения на операции с капиталом не являются безвредной мерой

В то время как странам следует с осторожностью подходить к процессу открытия своей экономики для потоков капитала, директивные органы должны также учитывать, что сохранение ограничений на внешние операции с капиталом может быть связано со значительными издержками для экономики. Такие издержки обуславливаются следующими факторами.

- **Более низкие объемы международной торговли.** Существуют многочисленные свидетельства того, что ограничения на операции с капиталом способствуют мошенничеству в форме неверного представления сумм в счетах-фактурах. А новые исследования указывают на то, что ограничения на операции с капиталом повышают издержки, связанные с ведением международной торговли даже для фирм, которые не стремятся обойти ограничения на операции с капиталом.

- **Более высокая стоимость капитала.** Ограничения на операции с капиталом усложняют и удорожают привлечение капитала для небольших фирм. Стоимость заемных средств также оказывается более высокой (в среднем приблизительно на 5 процентов) для транснациональных корпораций, расположенных в странах с ограничениями на операции с капиталом, по сравнению с тем, когда они расположены в странах без таких ограничений.
- **Искажения в экономике.** Ограничения на операции с капиталом, как правило, вносят искажения в экономическое поведение, поскольку физические лица и фирмы занимаются поиском способов обойти эти ограничения. Это может вести к образованию неравных условий на рынке, в результате чего выживают не наиболее эффективные фирмы, а фирмы со связями.
- **Административные издержки.** Правительству необходимо расходовать значительные ресурсы на контроль за соблюдением ограничений на операции с капиталом и на их совершенствование для закрытия различных лазеек и ограничения возможностей их обхода.

Итак, каково значение этих выводов для рекомендаций, которые МВФ дает своим государствам-членам? В общем случае либерализация счета операций с капиталом должна проводиться в рамках более широкого пакета реформ, охватывающего общие основы макроэкономической политики страны, внутреннюю финансовую систему и пруденциальное регулирование. В частности, следует сначала проводить либерализацию долгосрочных потоков, не ведущих к образованию долга, таких как ПИИ, а лишь затем — краткосрочных потоков, ведущих к увеличению задолженности.

Наши эмпирические результаты в целом поддерживают этот подход. Открытие страны для ПИИ благоприятно сказывается практически на всех странах, даже при относительно слабых базовых характеристиках страны. Однако прежде чем проводить либерализацию других видов потоков, странам необходимо внимательно рассмотреть вопрос о том, удовлетворяют ли они минимальным критериям, после достижения которых чистые выгоды от финансовой глобализации становятся положительными.

Общий вывод заключается в том, что все страны должны быть нацелены на принятие финансовой глобализации. Однако до открытия своих счетов операций с капиталом правительствам следует оценить степень готовности своих финансовых секторов и свои уровни институционального развития. В то же время им необходимо соотносить возможные риски, связанные с открытием страны для потоков капитала, с ущербом для эффективности, наносимым ограничениями на операции с капиталом.

Взгляд вперед

В то время как осторожный подход к либерализации сохраняет свою значимость при слабости фундаментальных характеристик внутренней экономики, представляется, что в будущем будет отмечаться увеличение чистых выгод, которые страны смогут извлечь из финансовой интеграции.

Во-первых, рынки движутся в сторону такой структуры, которая в большей степени основана на инструментах участия в капитале, что в большинстве случаев положительно сказывается на международном распределении рисков и экономическом росте.

Во-вторых, во многих странах с формирующимся рынком в последние годы были проведены реформы, благодаря которым они превысили минимальные критерии, после достижения которых выгоды, связанные с финансовой глобализацией, начинают превышать соответствующие риски.

Такое развитие событий должно в будущем облегчить странам извлечение выгод из финансовой глобализации.

Это перевод статьи из журнала «Обзор МВФ», который размещен в Интернете по адресу: www.imf.org/imfsurvey.