

Трансграничные финансовые потоки и синхронизация циклов экономического развития зарубежных стран

© 2011 З.А. Пилипенко

кандидат экономических наук, доцент

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

E-mail: OET2004@yandex.ru

В статье речь идет о факторах синхронизации экономических циклов разных стран мира, приводится обзор исследований, свидетельствующий о том, что национальные экономические циклы промышленно развитых стран в настоящее время синхронизированы больше, чем в 1960-е гг., хотя и в меньшей степени, чем в 1970-е и в первой половине 1980-х гг. Дается обоснование этого феномена в контексте роста трансграничных торговых и финансовых связей, которые, как правило, и усиливают синхронизацию.

Ключевые слова: финансовые рынки, глобальная экономика, синхронизация экономических циклов, внешние активы, корреляция между фондовыми рынками.

Финансовые рынки США были и остаются крупнейшими в глобальной экономике, что обусловлено не только размерами валового внутреннего продукта (ВВП) страны, но и емкостью национальных рынков. Изменения цен на активы в США, как правило, служат выразительным сигналом для всех зарубежных стран, и события, происходившие на финансовых рынках США, оказывали важные вторичные эффекты, особенно в периоды напряженности на глобальных рынках. В частности, коэффициенты корреляции между национальными фондовыми рынками являются наиболее высокими в случае падения курсов на фондовом рынке США.

Цены на активы в разных странах характеризуются высокой корреляцией между собой, и это означает, что финансовые связи - важный источник глобальных вторичных эффектов.

Кроме того, с 1970-х гг. трансграничные финансовые связи значительно усилились, и валовые внешние активы промышленно развитых стран выросли с 28 % ВВП в 1970 г. до 155 % в конце 2000-х гг. За тот же период валовые внешние активы стран с формирующимся рынком увеличились с 16 до 57 % ВВП стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. По мере роста глобальных финансовых связей соответственно росли и возможности возникновения вторичных финансовых эффектов. В результате финансовые связи превратились в проводников распространения финансовых потрясений из одной страны в другую.

Широко признан тот факт, что воздействие нарушения¹ на одном финансовом рынке на другие зарубежные рынки зависит от характера финансовых связей между странами и от того, затрагивает ли это нарушение какую-либо из круп-

нейших развитых стран. Например, резкая девальвация тайландского бата в 1997 г. и связанные с этим сокращение объема производства и корпоративный кризис в Таиланде привели к увеличению необслуживаемых кредитов и без того слабых японских банков, что способствовало более осторожному отношению к выдаче кредитов во всех странах региона. Кроме того, финансовая интеграция может также привести к более сходной динамике премий за риск на разных рынках, отчасти из-за того, что инвестор на одном рынке может подвергаться риску и со стороны других рынков. Например, дефолт 1998 г. по долговым обязательствам России привел к усилению изменчивости рынка, что вызвало расширение спредов по кредитному риску и общее "бегство в качество" с инвестированием в высоколиквидные ценные бумаги с низким риском, такие как казначейские ценные бумаги США.

Хотя воздействие финансовых нарушений зависит от ряда факторов, особое значение все же имеют два главных канала.

С ростом финансовых связей возросла корреляция цен на аналогичные активы в разных странах. В частности, в случае промышленно развитых стран повысились коэффициенты корреляции между индексами фондового рынка и доходностью облигаций². Что касается стран с формирующимся рынком, то за последние 15 лет возросли коэффициенты корреляции цен на активы в этих странах с ценами в США и большинстве других промышленно развитых стран, за исключением Японии. Коэффициенты корреляции между странами с формирующимся рынком также выросли по сравнению с началом 1990-х гг.

Несмотря на большое число исследований, посвященных межстрановым корреляциям изме-

нений цен на активы, важно отметить, что изменчивость цен в разных странах также отличается высокой степенью корреляции³. Причины этого широко обсуждались, однако представляется, что главным фактором является асимметрия и неполнота информации. Неопределенность в отношении проведения денежно-кредитной политики в США, например, скорее всего, вызовет рост изменчивости на всех рынках⁴. К тому же в условиях значительного изменения цен на активы в том или ином направлении стадное поведение инвесторов может активизироваться, что, вероятно, усилит ценовые потрясения.

Межстрановые коэффициенты корреляции цен на активы характеризуются ярко выраженной асимметрией, причем значения этих коэффициентов существенно возрастают, когда на рынках господствуют понижающие тенденции и в периоды экономического спада. Это может помочь в объяснении того, почему в случаях сокращения мирового производства степень синхронизации между странами часто бывает выше, чем в случаях расширения мирового производства.

Результаты некоторых недавних исследований показывают, что США играют ключевую роль в распространении и развитии финансовых потрясений⁵. Это неудивительно, учитывая, что на долю США приходится свыше 40 % капитализации мирового фондового рынка и почти половина обращающихся частных долговых обязательств.

Значимость США, по-видимому, существенно возрастает в периоды рыночной напряженности. Например, наиболее высокие значения коэффициентов корреляции между национальными фондовыми рынками соответствуют периодам падения фондового рынка США, что объясняет, почему те месяцы, когда наблюдалось снижение фондового рынка США, почти повсеместно связаны с падением на других фондовых рынках.

Таким образом, по-видимому, с точки зрения инвесторов США, выгоды от глобальной диверсификации уменьшаются именно тогда, когда они более всего необходимы.

На практике провести различие между вторичными эффектами, обусловленными потрясением в одной стране и вызванными общим потрясением, которое одновременно затрагивает многие страны, может быть затруднительно, поскольку, в отличие от вторичных эффектов экономического роста, вторичные эффекты изменения цен на активы обычно проявляются с небольшим запаздыванием или вообще без него. Например, если имеет место аналогичная дина-

мика фондовых рынков США и Европы, то объясняется ли это главным образом тем, что оба этих рынка находятся под воздействием общих потрясений, или тем, что идиосинкратическое потрясение одного рынка мгновенно передается другому?

Один из подходов к решению данной проблемы состоит в том, чтобы изолировать вторичный эффект, оценив регрессионные уравнения, учитывающие специфичные для отдельных стран и глобальные общие потрясения за счет включения соответствующих независимых переменных. Используя эту методологию, Ehrmann, Fratzscher и Rigobon (2005)⁶ рассчитали, что примерно 26 % вариации цен на финансовые активы в Европе можно объяснить событиями в США, тогда как примерно 8 % вариации цен на финансовых рынках США обусловлено событиями в Европе. Воздействие США на Европу особенно ощутимо на рынках акционерного капитала, где 50 % потрясения цен на акции в США передается Европе, если исключить общие потрясения в обоих регионах.

Еще один подход состоит в изучении динамики цен на рынках, операции на которых проводятся в разное время суток⁷. Это полезно для анализа конкретных событий, таких как биржевые крахи. Например, внутрисдневные колебания цен в дни, близко отстоящие от краха фондового рынка 1987 г., ясно показывают, как фондовый рынок США воздействовал на Азию и наоборот: снижения в США заставляли рынки в Азии открываться на более низком уровне, а внутрисдневные колебания на азиатских рынках оказывали сильное влияние на открытие в Нью-Йорке на следующий день.

Если сравнивать связи финансовых рынков со связями циклов деловой активности, то наблюдается тенденция более высокой корреляции биржевых курсов и процентных ставок, чем темпов роста ВВП в разных странах. Существует также положительная взаимосвязь между характером синхронизации фондового рынка той или иной страны с США и характером синхронизации ее цикла деловой активности с США. Кроме того, фондовые рынки стран, более открытых в финансовом отношении, как правило, в большей степени синхронизированы с США.

Приведенные факты наводят на мысль о том, что финансовые связи действительно играют важную роль в передаче воздействия потрясений, которые затрагивают реальные переменные, и что продолжающаяся финансовая интеграция со временем может усилить вторичные финансовые эффекты в разных странах. Это может быть особенно верно для стран с формирующимся рын-

ком, поскольку их финансовые секторы продолжают расширяться и все глубже интегрируются в мировую финансовую систему⁸.

Ввиду размера и емкости финансовых рынков США, а также роста их чистых внешних обязательств требования к США обычно составляют львиную долю внерегиональных иностранных портфельных активов остального мира. В то же время доля иностранных портфельных обязательств, держателями которых являются инвесторы США, обычно также превышает авуары инвесторов из других регионов мира, за исключением зоны евро, где внутрирегиональные авуары имеют большее значение. Это наглядно показывает степень важности международных финансовых связей с рынками США.

Ввиду быстрого роста торговых и финансовых связей, которые обычно усиливают вторичные эффекты, значительное число последних экономических исследований было посвящено анализу вопроса о том, повысилась ли синхронизация национальных экономических циклов в международном масштабе. Некоторые из факторов - результат вторичного воздействия на другие страны, обусловленные циклической динамикой в США или глобальными потрясениями, которые затрагивают экономику всех стран, - также способствуют синхронизации экономических циклов. Как правило, использовались два

показателя синхронизации. Первый - это коэффициенты двусторонней корреляции производства, отражающие совместный характер колебаний производства двух стран. Второй показатель основывается на доле изменений производства, которую можно объяснить действием синтетических (ненаблюдаемых) общих факторов⁹.

В отличие от первого показателя, общие факторы отражают меру совместных изменений в большем числе стран. В исследовании, основанном на двусторонних коэффициентах корреляции объемов производства, было обнаружено, что в 1970-е гг. и в период с начала по середину 1980-х гг. международная синхронизация экономических циклов повысилась, что стало отражением крупных общих потрясений, отмечавшихся в этот период, а затем несколько уменьшилась (см. рисунок)¹⁰.

Средние коэффициенты корреляции между многими промышленно развитыми странами с конца 1980-х гг. стали еще выше, чем в 1960-е гг.¹¹ Это повышение рассматривается как отражение существенного роста трансграничных торговых и финансовых потоков, произошедшего за последние 40 лет¹². Такую интерпретацию подкрепляют исследования, в которых рассматривается вопрос о том, существует ли систематическая зависимость между структурными различиями коэффициентов двусторонней корреляции произ-

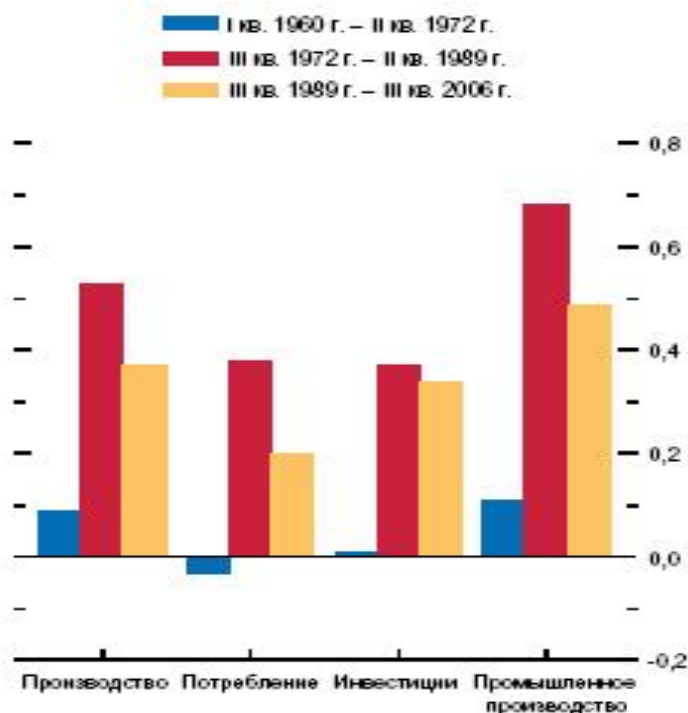


Рис. Средние корреляции между странами Группы семи

Источники. OECD и расчеты персонала МВФ.

Примечания: Корреляции основаны на циклических компонентах, полученных с помощью фильтра Ходрика - Прескотта.

Данные по промышленному производству приведены по I квартал 2006 г.

водства и различиями в силе торговых и финансовых связей. В целом, в этих исследованиях делается вывод о том, что усиление торговых и финансовых связей совпадает по времени с повышением степени синхронизации. Например, на основе межстрановых и межрегиональных панельных регрессий в ряде исследований было обнаружено, что пары более активно торгующих друг с другом стран демонстрируют более высокую степень совместности динамики экономических циклов¹³. Кроме того, финансовые связи являются важным фактором, объясняющим более высокие степени синхронности колебаний как объемов производства, так и потребления¹⁴. Последнего следует ожидать, поскольку финансовая интеграция должна снизить страновой риск дохода за счет диверсификации активов, однако первый вывод является неожиданным, поскольку углубление финансовой интеграции между двумя странами, в принципе, могло уменьшить корреляцию между производством в этих странах в результате роста специализации¹⁵.

В исследовании, основанном на методе общих факторов, было обнаружено согласованное подтверждение того, что общие международные факторы были важными движущими силами экономических циклов в промышленно развитых странах и в меньшей степени в странах с формирующимся рынком и других развивающихся странах. Существуют доказательства того, что доля колебаний производства, которые могут быть отнесены на счет действия общих факторов, в некоторых странах Группы семи возросла (например, в Соединенном Королевстве, Италии, Канаде, США и Франции)¹⁶.

Учитывая возникновение региональных торговых блоков и зон общей валюты в последние два десятилетия, можно сказать, что вопрос о том, существуют ли важные специфичные для конкретного региона факторы, объясняющие высокую степень синхронизации экономических циклов, наблюдавшуюся в некоторых регионах, был еще одной областью активных исследований. Действительно, быстрый рост внутрирегиональных торговых потоков, по-видимому, способствовал высокой синхронизации экономических циклов в зоне евро и Восточной Азии¹⁷.

В более широком плане весьма распространено мнение об общем европейском экономическом цикле, который отражает высокую и все более растущую экономическую и финансовую интеграцию в данном регионе¹⁸. Совсем недавно Североамериканское соглашение о свободной торговле привело к существенному росту степени синхронизации экономических циклов между Канадой, Мексикой и США¹⁹.

Иными словами, трудно сделать строгие выводы о степени синхронизации, однако имеются некоторые свидетельства того, что национальные экономические циклы промышленно развитых стран в настоящее время синхронизированы больше, чем в 1960-е гг., хотя и в меньшей степени, чем в 1970-е и в первой половине 1980-х гг. Как представляется, такая динамика объясняется сочетанием роста трансграничных торговых и финансовых связей, которые, как правило, усиливают синхронизацию, а также уменьшением числа случаев действительно глобальных потрясений и ростом значимости страновых потрясений.

¹ Kaminsky Graciela L., Carmen Reinhart. The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil // NBER Working Paper. 2003. □ 9479 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

² Например, для стран Группы семи медианный коэффициент корреляции индексов фондового рынка (среди парных коэффициентов корреляции для 21 страны) за период с 1995-1999 по 2000-2006 гг. вырос с 0,55 до 0,69. Медианный коэффициент корреляции доходности долгосрочных облигаций за тот же период вырос с 0,54 до 0,8. Коэффициенты корреляции индексов фондового рынка выросли для всех стран Группы семи, а коэффициенты корреляции рынка облигаций выросли для всех стран, кроме Японии.

³ Engle R.F., Susmel R. Common Volatility in International Equity Markets // J. of Business and Economic Statistics. 1993. Vol. 11 (April). P. 167-176.

⁴ Goodhart Ch. Central Bankers and Uncertainty // Keynes Lecture to the British Academy, in Proceedings of the British Academy. 1999. Vol. 101 (Oxford: Oxford University Press).

⁵ Fung Hung-Gay, Wai K. Leung, Xiaoqing Eleanor Xu. Information Role of U.S. Futures Trading in a Global Financial Market // J. of Futures Markets. 2001. Vol. 21 (November). P. 1071-1090.

⁶ Ehrmann M., Marcel F., Roberto R. Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission // NBER Working Paper. 2005. No. 11166 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

⁷ Karolyi G.A., René M.S. Why Do Markets Move Together? An Investigation of U.S.-Japan Stock Return Comovements // J. of Finance. 1996. Vol. 51 (July). P. 951-986.

⁸ Cuadro Sáez Lucía, Marcel Fratzscher, Christian Thimann. The Transmission of Emerging Market Shocks to Global Equity Markets // ECB Working Paper. 2007. No. 724 (Frankfurt: European Central Bank).

⁹ К другим показателям относятся следующие: 1) статистика согласия (Harding Don, Adrian Pagan. Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation // J. of Monetary Economics. 2002. Vol. 49, □ 2. P. 365-381), измеряющая синхронизацию поворот-

ных точек; 2) коэффициенты когерентности (эквивалент коэффициентов корреляции в частотной области, хотя, в отличие от статических коэффициентов корреляции, они предполагают наличие опережающе-запаздывающих взаимосвязей между двумя переменными).

¹⁰ Из соображений осторожности следует отметить, что коэффициенты двусторонней корреляции производства зачастую незначительны, и это подчеркивается в работе: *Doyle Brian M., Jon Faust. Breaks in the Variability and Comovement of G-7 Economic Growth // Review of Economics and Statistics. 2005. Vol. 87 (November). P. 721-740.* Однако, как указывается в работе: *Stock James H., Mark W. Watson. Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors // J. of the American Statistical Association. 2002. Vol. 97 (December). P. 1167-1179,* по некоторым данным присутствуют значительные изменения в устойчивости и изменчивости производства в странах Группы семи, с соответствующими последствиями для совместных изменений производства.

¹¹ В работе: *Bordo Michael D., Thomas Helbling. Have National Business Cycles Become More Synchronized? // Macroeconomic Policies in the World Economy / ed. by H. Siebert (Berlin-Heidelberg: Springer Verlag). 2004 -* была использована длинная выборка годовых данных (за 1980-2001 гг.) по 16 промышленно развитым странам, обнаружена тенденция к росту синхронизации.

¹² См., например: *Kose M. Ayhan, Christopher Otrok, Charles H. Whiteman. International Business Cycles: World, Region, and Country-Specific Factors // American Economic Review. 2003. Vol. 93 (September). P. 1216-1239.*

¹³ См., например: *Frankel Jeffrey A., Andrew K. Rose. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria // Economic J. 1998. Vol. 108 (July). P. 1009-25; Baxter Marianne, Michael A. Kouparitsas. Determinants of Business Cycle Comovement: A Robust Analysis // J. of Monetary Economics. 2005. Vol. 52 (January). P. 113-157,* и ссылки в указанной работе.

¹⁴ См.: *Imbs Jean. Trade, Finance, Specialization, and Synchronization // Review of Economics and Statistics. 2004. Vol. 86 (August). P. 723-734; Imbs Jean. The Real Effects of Financial Integration // J. of International Economics. 2006. Vol. 68 (March). P. 296-324.*

¹⁵ См., в частности, работу: *Kalemli-Ozcan Sebnem, Bent E. Sorensen, Oved Yosha. Risk Sharing*

and Industrial Specialization: Regional and International Evidence // American Economic Review. 2003. Vol. 93 (June). P. 903-918.

¹⁶ В работе: *Stock James H., Mark W. Watson. Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors // J. of the American Statistical Association. 2002. Vol. 97 (December). P. 1167-1179 -* сравнивается степень синхронизации в 1984-2002 гг. и в 1960-1983 гг. В работе: *Kose M. Ayhan, Christopher Otrok, Charles H. Whiteman. International Business Cycles: World, Region, and Country-Specific Factors // American Economic Review. 2003. Vol. 93 (September). P. 1216-1239 -* установлено, что с середины 1980-х гг. общий для стран Группы семи фактор в среднем объясняет большую долю вариации экономических циклов в этих странах по сравнению с 1960-1972 гг.

¹⁷ См.: *Böwer Uwe, Catherine Guillemineau. Determinants of Business Cycle Synchronisation Across Euro Area Countries // ECB Working Paper. 2006. □ 587 (Frankfurt: European Central Bank); Shin Kwanho, Yunjong Wang. Trade Integration and Business Cycle Synchronization in East Asia // Asian Economic Papers. 2003. Vol. 2 (Fall). P. 1-20.*

¹⁸ См., в частности, работы: *Artis Michael J., Zhang W. International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle? // International Journal of Finance and Economics. 1997. Vol. 2 (January). P. 1-16; Lumsdaine R.L., Prasad E.S. Identifying the Common Component of International Economic Fluctuations: A New Approach // Economic J. 2003. Vol. 113 (January). P. 101-127,* где анализируется воздействие интеграции на синхронизацию экономических циклов в промышленно развитых странах Европы. Вместе с тем недавно в работах: *Artis Michael J. Is There a European Business Cycle? // Macroeconomic Policies in the World Economy 2004 / ed. by H. Siebert (Berlin-Heidelberg: Springer Verlag). 2004; Canova Fabio, Matteo Ciccarelli, Eva Ortega. Similarities and Convergence in G-7 Cycles // J. of Monetary Economics -* отмечалось, что начиная с 1990-х гг. эмпирические данные не подтверждают существование особого европейского цикла.

¹⁹ *Kose M. Ayhan, Guy Meredith, Christopher Towe. How Has NAFTA Affected the Mexican Economy? Review and Evidence // Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America / ed. by Rolf J. Langhammer, Lúcio Vinhas de Souza (Kiel, Germany: Kiel Institute for the World Economy). 2005. P. 35-81.*

Поступила в редакцию 09.12.2010 г.