

**Рынок финансово-банковских услуг**

Виктор КОЗЮК

**ЭФФЕКТ ДОМАШНЕГО СМЕЩЕНИЯ
В ПЕРСПЕКТИВЕ ФИНАНСОВОЙ
ГЛОБАЛИЗАЦИИ****Резюме**

Рассматриваются теоретические взгляды на проблему эффекта домашнего смещения. Эмпирически доказывается ослабление данного эффекта на макро- и микроуровне. Утверждается, что это имеет положительные последствия с точки зрения аллокационной эффективности глобальных рынков капитала и возможностей макрополитики сглаживать потребление. Однако это не исключает возникновение ряда рисков в сфере глобальной финансовой стабильности.

Ключевые слова

Глобальная финансовая система, эффект домашнего замещения, финансовая глобализация, трансграничные активы, аллокационная эффективность, инвестиции.

Классификация по JEL: E20; E22.

© Виктор Козюк, 2008.

Козюк Виктор, докт. экон. наук, профессор, декан факультета экономики и предпринимательской деятельности Тернопольского государственного технического университета имени Ивана Пулюя, Украина.

«Эффект домашнего смещения» (от англ. – *home bias effect*) означает, что из существующего набора доступных вариантов вложения средств инвестор отдает предпочтение резидентским финансовым инструментам даже тогда, когда международный портфель демонстрирует лучшие возможности и относительно прибыльности, и относительно риска. Выявление данного эффекта является одной из теоретических основ для дискуссий по поводу того, насколько реальна глобальная финансовая интеграция. Мобильность капиталов и интеграция рынков в соответствии с презумпцией развития глобализации должны бы нивелировать преференционное состояние финансовых инструментов с резидентским статусом. Соответственно, ранние исследования финансовой глобализации демонстрируют, что наличие данного эффекта, наряду с парадоксами Филдстайна-Хориоки и Барро-Сала-и-Мартина, является свидетельством того, что современное положение вещей далеко от образа, который изображается категорией «глобализация». Впрочем, за последнее время дальнейшие структурные реформы финансовых рынков, дерегуляция финансовых систем в рамках функционирования зоны евро, финансовые трансформации в Японии и других азиатских тиграх, медленное финансовое открытие Китая и постсоциалистических стран демонстрируют необходимость пересмотреть тезис о том, что наличие домашнего смещения становится барьером развития глобализации и, соответственно, возможностей получения выгод от нее в сфере облегченного финансирования платежных балансов, сглаживания потребления, новых источников для инвестиций, диверсификации рисков. С другой стороны, важно выяснить, имеет ли другая тенденция в сфере актуализации данного эффекта важные структурные последствия для функционирования глобальной финансовой системы, а также для поддержания глобальной финансовой стабильности. Это делает актуальным исследование данного феномена.

Первыми, кто обнаружил данный эффект, были К. Френч и Дж. Потерба. Их исследование стало определенным сюрпризом для тех теоретиков, которые обосновывали быстрое развитие процессов глобальной финансовой интеграции. Основная идея здесь заключается в том, что преимущество инвестирования в национальные активы ставит под сомнение доктринальную позицию о том, что снятие ограничений на движение капитала автоматически приведет к повышению аллокационной эффективности на финансовых рынках и уравнивает процентные ставки [1]. В силу актуальности данного эффекта глобальная финансовая система должна рассматриваться как фрагментированная по национальному признаку, а интеграция финансовых рынков – как определенная теоретическая модель, которая не может служить основой для выработки решений в сфере макроэкономической политики. Впрочем, смещение в пользу владения национальными финансовыми инструментами продолжительное время шло в

разрез с экспансией финансового сектора в целом и трансграничных операций в частности. Это явление теперь относят к так называемым «загадкам глобализации», когда одни данные свидетельствуют в ее пользу, а другие – нет [2]. Пользуясь таким подходом, П. Герст и Г. Томсон также доказывают, что с середины 1980-х до начала 1990-х годов, несмотря на глобальную тенденцию к либерализации потоков капитала, не происходило существенного повышения доли владения заграничными финансовыми инструментами. Это касается владения иностранными ценными бумагами в активах финансовых учреждений, интернационализации вкладов в пенсионные фонды, иностранных активов и пассивов как доли активов коммерческих банков, процентной доли финансовых активов во владении домашних хозяйств, которые находятся в заграничных акциях и облигациях. Соответственно, несмотря на определенную тенденцию к усилению интернационализации, за соответствующий период наблюдается сохранение разделения на более закрытые и более открытые финансовые системы, что ставит под сомнение вопрос об экспансии глобализации [3, 36–41].

Иной аспект данной проблемы поднимается А. Амиром и П. Бергиним. Они констатируют, что характер определения затрат, связанных с трансакциями на глобальном рынке, имеет существенное значение для того, в каком направлении будет двигаться интенсивность домашнего смещения. Это особенно важно, принимая во внимание возрастающие объемы трансграничной торговли. Фиксированные затраты, связанные с ней, не являются чистой альтернативой затратам, которые начисляются как доля от оборота. Принимая во внимание сочетание обоих видов затрат, формируется ситуация, когда трансграничные операции концентрируются среди наибольших трейдеров, что ведет к уменьшению относительного значения таких затрат и роста объемов данных операций. Поэтому, чем быстрее будут развиваться фирмы, способные осуществлять масштабные трансграничные операции, тем ниже будет эффект домашнего смещения [4].

Более скептических взглядов на эволюцию глобальной финансовой интеграции придерживаются С. Клаессенс и С. Шмуклер. Исследовав 39517 фирм из 111 стран за период 1989–2000 годов, они констатируют, что такая интеграция развивается несимметрично. Она прогрессирует, но количество по-настоящему глобальных компаний или компаний, принимающих участие на международном рынке, включая то, торгуют ли их ценными бумагами на нескольких площадках, остается незначительной. В общем, фирмы интернационализируются преимущественно из великих и открытых экономик (при отсутствии контроля над мобильностью капиталов), где имеют место высокие доходы, хорошая макроэкономическая политика и институциональное окружение. В основе асимметричности процессов глобальной финансовой интеграции лежит то, что, с одной стороны, и в развитых странах, и в развивающихся странах, растет: количество новых международных компаний, соотношение между рыночной капитализацией фирм и общей рыночной капитализацией, соотношение между стоимостью ценных бумаг, торгуемых за границей, и стоимостью бумаг, торгуемых

на внутреннем рынке, доля стран обеих групп, где имеют место международные фирмы, соотношение между количеством международных и внутренних фирм; с другой стороны, с точки зрения стоимости фирм, все показатели смещены в сторону развитых стран, где имеют место крупнейшие глобальные корпорации, а в географическом разрезе последние доминируют в странах Запада и Азии. В итоге, процесс глобальной финансовой интеграции существенно ограничивается характеристиками стран и фирм [5]. Подобное скептическое отношение на примере банковского сектора по актуальности глобальной финансовой интеграции высказано и в других дискурсах [6].

Альтернативный взгляд на проблему представлен в ряде работ, где констатируется наличие глубокой тенденции к изменению характера глобальных монетарных и финансовых процессов под влиянием ослабления данного эффекта. Так, именно с актуальностью ослабления данного эффекта связана поддержка глобально низких процентных ставок, динамика которых сегодня гораздо меньше определяется политикой ведущих центральных банков, прежде всего ФРС, по сравнению с тем, что имело место еще десятилетие назад. В свою очередь, именно с ослаблением эффекта домашнего смещения связана ситуация с облегчением финансирования масштабных глобальных дисбалансов и обеспечением прилива значительных объемов ресурсов на рынок капиталов США. Соответственно, снижение значения чувствительности инвесторов к стране происхождения финансовых инструментов повышает эластичность реакций на отклонение процентных ставок от определенной глобальной средней, приводящей в движение значительные объемы перетока капитала [7; 8]. В большинстве работ не рассматривается ослабление данного эффекта с позиции структурных изменений в сфере функционирования глобальной финансовой системы и обеспечения глобальной финансовой стабильности. Следовательно, задачей данной статьи является показать, что ослабление эффекта домашнего смещения является результатом роста значения международной деятельности на макро- и микроуровне, вследствие чего появляются новые стимулы для развития финансовой глобализации, не являющиеся, однако, нейтральными в отношении проблемы глобальной финансовой стабильности.

Оценивая феномен домашнего смещения с теоретических позиций, следует выделить ряд структурных сдвигов последних лет, существенно модифицирующих характер функционирования глобальной финансовой системы.

Во-первых, развитие евроинтеграции и введение евро создали предпосылки для нивелирования валютного риска в структуре процентных ставок. По интраевропейским операциям доминирующая роль теперь отводится не макроэкономическим рискам, а секторальным и микроэкономическим. Наряду с уменьшением трансакционных затрат и прогресса в унификации институционально-регуляторных факторов функционирования националь-

ных финансово-банковских систем стран-членов зоны евро сформировались фундаментальные предпосылки для ослабления данного эффекта. Это актуально как для рынка корпоративных инструментов, так и для облигаций. В свете возрастающего значения зоны евро в системе глобальных финансовых и монетарных процессов можно утверждать, что ослабление эффекта домашнего смещения в интеграционной зоне обязательно перебросится и на глобальный финансовый рынок вообще. Причиной здесь можно назвать не столько ряд объективных предпосылок, сколько освоение приобретенных поведенческих стереотипов по практическому применению преимуществ диверсификации и отход от инвестиционных стереотипов, которые породили «домашнее смещение» в предпочтениях финансовых игроков.

Во-вторых, развитие стран с возникающими рынками и их финансовые системы отображают ситуацию, когда у них появляются компании, инвестиционные качества финансовых инструментов которых приближаются к качеству традиционных «голубых фишек». Согласно этим соображениям, становится очевидной тенденция, когда за счет попадания в листинги ведущих торговых площадок мира такие инструменты становятся доступными инвестициям со всего мира. Принимая во внимание определенную высокую рискованность, они становятся надежным элементом общей сегментации рынка. Сегментация рынка с точки зрения рискованности портфеля, за счет включения инструментов из стран с возникающими рынками, позволяет обеспечить лучшую аллокацию ресурсов и удовлетворить разные инвестиционные предпочтения. С другой стороны, именно усиление роли стран с возникающими рынками в глобальной экономике порождает структурную закономерность включения их ценных бумаг в глобальные портфельные схемы, что само по себе снижает эффект домашнего смещения.

В-третьих, формируется структурный разрыв в развитии финансовых систем наиболее инновационных стран в сфере реформирования финансов и финансовых систем менее реформированных стран. Итак, складывается ситуация, когда первые ищут более разнообразные варианты формирования портфелей в соответствии со сдвигами в предпочтениях инвесторов, тогда как другие генерируют спрос на высококачественные активы, обеспечивающиеся первыми. Отсюда вытекает, что в современных условиях капитал движется не по вертикальной модели («Север-Юг»), а по горизонтальной: от тех, у кого имеется излишек сбережений, к тем, кто генерирует финансовые активы, соответствующие определенным качествам. За счет этого формируется тенденция к снабжению капитала в те финансовые системы, которые способны сформировать эффективный портфель в глобальных масштабах и генерируя финансовые активы, и выступая каналом доступа к тем активам, которые недостижимы с точки зрения финансовой системы отдельной страны.

С эмпирической точки зрения, важным атрибутом ослабления силы эффекта домашнего смещения является стремительный рост объемов

трансграничных портфельных активов. В течение 2001–2005 годов кумулятивный рост таких активов увеличился с 10 трлн дол. США до 19 трлн. Для США данный показатель возрос с 2,3 трлн до 4,6, для Японии – с 0,6 трлн до 2,1, для Европы – с 5,8 трлн до 11,9 [9, 6]. В разрезе инструментов наблюдается подобная ситуация. Объем долговых бумаг за аналогичный период в трансграничных активах развитых стран Азии возрос с 1 трлн дол. США до 1,6 трлн, США и Канады – с 0,7 трлн дол. до 1,4 трлн, Европы – с 3,1 трлн дол. до 7,2 трлн. Объем трансграничного владения акциями возрос, соответственно, с 0,3 трлн до 0,6, с 1,9 до 3,8, с 2,5 до 4,6 трлн дол. США [10, 68]. Однако следует признать, что объемы трансграничных операций с облигациями кумулятивно существенно опережают аналогичные операции по акциям. Так же ослабление эффекта в наибольшей степени характерно для Европы, тогда как для США прирост трансграничного владения акциями существенно превышает этот показатель по облигациям. В общем можно увидеть, что в основе таких различий лежит то, что США отдают предпочтение диверсификации инвестиций в акции, оставаясь сторонниками собственных облигаций, тогда как для Европы характерен общий рост значения трансграничных операций, являющихся следствием политики финансовой дерегуляции, интенсифицированной процессом создания и функционирования зоны евро.

Вслед за увеличением объемов трансграничных портфельных активов в развитых странах претерпел существенные изменения показатель соотношения между портфельным инвестированием в заграничные активы и внутренней рыночной капитализацией. Так, для Канады за период с 1975 г. по 1985 г. такое соотношение возросло с 1,9% до 2,4%, а за период с 1990 г. по 2005 г. – с 6,0% до 14,3%; для США, соответственно, с 2,1 до 2,2 и с 3,5 до 7,4; для Германии – с 2,4 до 5,8 и с 10,2 до 31,1; для Великобритании – с 8,6 до 27,5 и с 34,0 до 48,1; для Японии – с 1,3 до 6,9 и с 10,7 до 16,7 [11, 114]. Из приведенных данных видно, что за первый из приведенных периодов рост соотношения между вложениями за границу по сравнению с внутренней капитализацией рос гораздо медленнее, по сравнению с другим периодом. Именно в течение последнего наблюдается существенное снижение преференции по национальным финансовым инструментам, а принимая во внимание то, что на данный период также приходится и быстрое увеличение объемов капитализации, то именно это дает основание рассматривать снижение эффекта домашнего смещения как фактор структурных изменений в сфере глобальных финансов. Примечательным также является и то, что и отмеченные данные подтверждают вышеприведенное утверждение об опережающем росте интереса европейской экономики к заграничной деятельности, по сравнению с остальным миром, ведь именно в европейских странах, среди рассматриваемых выше, имел место наиболее существенный рост соотношения между вложением за границу и объемом капитализации внутренних рынков. В свете этого США в определенной степени контрастирует с европейскими тенденциями, ведь для них рост данного соотношения не является таким существенным.

Объяснить это можно с точки зрения того, что рост внутренней капитализации американского рынка был очень существенным, на фоне чего такое соотношение не выглядит значительным. В определенной степени, такой подход не является совершенным инструментом в оценке силы данного эффекта, поскольку не учитывает многофакторные изменения в динамике базового показателя для развития соотношения – внутренней капитализации. Ее динамику могут определить автономные национальные изменения в сфере функционирования финансовой системы, вследствие чего объяснительная способность такого соотношения снижается.

Подход, позволяющий избежать искажений в оценке эффекта смещения за счет нивелирования значения внутренней капитализации в системе относительной оценки объемов инвестиций за границу, предусматривает сравнение фактической доли внешних активов в портфеле с долей остальных стран в глобальной капитализации рынка (см. табл. 1).

Таблица 1.

Фактическая доля внешних активов в портфеле по сравнению с долей остальных стран в глобальной капитализации рынка [11, 115]

	Акции				Облигации	
	1990	1995	2000	2005	2000	2005
Канада						
Фактически	9,0	20,6	25,5	19,3	4,0	4,5
Доля остальных	97,4	97,9	97,4	97,5	97,8	98,1
Германия						
Фактически	13,2	13,6	23,9	26,3	20,6	22,9
Доля остальных	96,2	96,8	96,1	97,1	92,7	92,2
Япония						
Фактически	2,2	4,2	9,1	10,6	14,8	15,1
Доля остальных	69,0	79,4	90,2	90,9	82,2	83,8
Великобритания						
Фактически	29,5	30,1	38,4	45,7	62,0	69,4
Доля остальных	91,0	92,1	92,0	92,0	95,9	95,4
США						
Фактически	5,7	9,1	10,4	12,5	4,6	3,0
Доля остальных	67,5	61,4	53,1	52,8	54,4	59,6

Данные, представленные в табл. 1, также указывают на возрастающее значение трансграничных инвестиционных операций. Так, величина внутренней капитализации представленных стран, кроме США, в глобальной капитализации по приведенным годам существенно не изменилась ни по акциям, ни по облигациям. Увеличился только удельный вес американского рынка. Однако для всех стран включая Соединенные Штаты прослеживается тенденция сравнительного роста объемов вложений в заграничные активы. Снижение вложений американских фирм в зарубежные облигации, как видим с табл. 1, является исключением, что в определенной степени подтверждает тезис о том, что для США более характерен интерес к собственным облигациям на фоне возрастающего интереса к инвестициям в недолговых финансовых инструментах за границей.

Снижение силы эффекта домашнего смещения относительно США и относительно притока, и относительно оттока капиталов имеет принципиальное значение для глобальной финансовой стабильности. Это обусловлено физическими и финансовыми масштабами американской экономики, а также фундаментальным значением дефицита платежного баланса этой страны для глобальных монетарных и финансовых процессов. В случае ослабления эффекта по притоку капитала это означает рост возможностей финансирования значительного платежного дефицита и дефицита федерального бюджета без риска повышения глобальных процентных ставок. Такая ситуация будет поощрять дальнейшее раскручивание спирали глобальных дисбалансов. В случае ослабления эффекта по вывозу капитала это будет порождать ситуацию потенциальной нейтральности внешней позиции США относительно изменения валютных курсов, при условии, что будет сохраняться выше выявленная закономерность: американские инвесторы склонны к собственным облигациям и заграничным инвестициям в не-долговые активы. Например, девальвация доллара, которая рассматривается как естественное явление согласно суждениям величины дефицита текущего счета, с точки зрения структуры накопления валовых требований и обязательств далеко не всегда будет вести к ожидаемой коррекции спроса в США. Стоимость заграничных активов, принадлежащих Соединенным Штатам, возрастает, актуализируя эффект дохода, следовательно стимулы для потребления, а стоимость внешних обязательств для США не изменится, поскольку они и так деноминированы в долларах. С эмпирической точки зрения, именно такая картина и имеет место: в активах США доминируют не-долговые инструменты, а в пассивах – долговые (см.: [12]). Это полностью согласовано с выявленной тенденцией к снижению эффекта домашнего смещения по заграничным недолговым активам во владении США и сохранении расположенности к собственным долговым инструментам, относительно которых экзогенный эффект домашнего смещения упал.

С другой стороны, обоюдное ослабление эффекта в случае США означает повышение уравновешенного объема глобальных потоков капитала. Такая ситуация может провоцировать ряд рисков для глобальной финансовой стабильности, в частности, повышения уязвимости к изменениям

преференции инвесторов относительно категорий активов с точки зрения риска и прибыльности и усиления корреляции в поведении рынков, что будет толкать включение в глобальное обращение новых и новых инструментов, умножая тем самым уровень риска, поскольку их инвестиционные качества будут не наилучшими, и поощряя дальнейшее накопление имперфекций рынка капитала¹. Табл. 2–3 подтверждают эмпирически тенденцию к ослаблению эффекта домашнего смещения относительно притока и оттока капиталов в случае США с сохранением разрыва относительно формирования структуры внешних активов и обязательств.

Данные табл. 2–3 подтверждают эмпирически тенденцию к ослаблению эффекта домашнего смещения в операциях, связанных с формированием активов и пассивов США. Однако следует констатировать, что усиление заграничного спроса на ценные бумаги США может отображать двойственную тенденцию. С одной стороны, это ослабление эффекта, позволяющее расширить возможности вложения средств за счет доступа на американский рынок. С другой стороны, наблюдается опережающее международное владение именно долговыми инструментами правительства Соединенных Штатов. Объемы эмитированных инструментов, как это видно из табл. 3, в разрезе категорий существенно возрастают за последние годы (кроме акций, связанных с охлаждением рынка высокотехнологических компаний), влекут за собой и рост доли владения зарубежными инвесторами. Также увеличивается значение официального владения такими инструментами, хотя оно уступает неофициальному сектору. Исключения составляют только инструменты казначейства, включение в глобальный портфель которых существенно опережает другие категории ценных бумаг, в частности, за счет значительного официального владения ими. Такая ситуация, в целом, корреспондирует с быстрым ростом объемов глобальных валютных резервов, которые размещаются в ценных бумагах правительства США, тем самым цементируя структуру внешней позиции американской экономики, делая ее менее уязвимой к колебаниям курса доллара и к коррекции финансовых дисбалансов. В свете этого автономный рост значения глобального владения долговыми инструментами США, связанный с ослаблением эффекта домашнего смещения относительно этой категории активов, существенно влияет на формирование угроз глобальной финансовой стабильности. Их новое качество будет заключаться в растягивании во времени процесса коррекции глобальных финансовых дисбалансов, за счет чего утрачивается фокус приспособления к новым уравновешенным условиям, повышающим неопределенность и уязвимость текущих трендов от субъективного настроения инвесторов.

¹ О том, что увеличение количества инструментов на глобальном рынке, независимо от физического объема рынка, ведет к умножению имперфекций рынка капитала, см.: [13, 14].

Таблица 2.

Домашнее смещение американских инвестиций в акции, % [10, 70]

	Доля в портфеле США (А)		Доля в глобальном рыночном портфеле (Б)		Домашнее смещение (1-А/Б)	
	2001	2006	2001	2006	2001	2006
Западная Европа	6,52	9,21	26,94	26,20	0,76	0,65
Другие развитые страны	2,68	5,89	15,14	22,39	0,82	0,74
Развитые страны Азии	0,26	0,84	4,18	5,67	0,94	0,85
Постсоциалистические страны Европы	0,07	0,24	0,67	2,38	0,89	0,90
Латинская Америка	0,37	0,78	2,18	2,54	0,83	0,69
Ближний Восток	0,10	0,19	0,37	0,60	0,74	0,69
Африка	0,05	0,19	0,59	1,51	0,92	0,87
Все страны	10,4	17,35	50,07	61,29	0,80	0,72

Таблица 3.

Заграничное владение ценными бумагами США [10, 78]

	1995	2000	2005
Акции			
Общая номинальная стоимость, млрд дол. США	7767,0	24703,0	22041,0
Заграничное владение, %	5,1	6,9	9,7
Из него, официальными институтами	0,4	0,4	0,8
Рыночные ценные бумаги Казначейства			
Общая номинальная стоимость, млрд дол. США	2392,0	2508,0	3093,0
Заграничное владение, %	19,4	35,2	51,7
Из него, официальными институтами	10,9	18,5	34,1
Ценные бумаги Агентств США			
Общая номинальная стоимость, млрд дол. США	1982,0	3575,0	5591,0
Заграничное владение, %	5,4	7,3	14,1
Из него, официальными институтами	0,6	2,5	5,8
Корпоративные и другие долговые инструменты			
Общая номинальная стоимость, млрд дол. США	3556,0	5713,0	8858,0
Заграничное владение, %	7,8	12,3	19,5
Из него, официальными институтами	0,1	0,2	0,7

Другим важным аспектом ослабления эффекта домашнего смещения являются микроуровневые трансформации предпочтения по международной структуре портфелей. Функционирование финансовых компаний все в большей степени связано с ростом доли вложений в заграничные активы. Из данных табл. 4 видим, что процесс наращивания вложений в международные акции и облигации существенно возрос, по сравнению с серединой 1990-х годов, тогда как доля инвестиций во внутренние активы либо осталась без существенных изменений, либо даже уменьшилась.

Таблица 4.

Размещение средств частных пенсионных фондов, % [10, 71]

	Акции		Облигации	
	Международные	Внутренние	Международные	Внутренние
США				
1994	41	7	42	1
1999	55	10	27	1
2005	48	15	32	1
Япония				
1994	24	6	55	6
1999	40	19	32	7
2005	30	18	24	13
Великобритания				
1994	54	23	9	4
1999	51	24	13	4
2005	34	32	22	3
Нидерланды				
1994	10	13	62	4
1999	12	38	22	19
2005	6	43	5	33
Австралия				
1994	35	12	30	3
1999	39	16	22	3
2005	32	27	14	5
Канада				
1994	32	13	48	—
1999	34	17	45	—
2005	30	26	36	—
Испания				
1994	4	1	57	3
1999	11	14	40	13
2005	6	16	18	28

Следует отметить, что существенные различия в значениях вложений в заграничные активы могут быть связаны с характером регулирования деятельности финансовых компаний. Более либеральные режимы позволяют и больше диверсифицировать активы, как в случае Нидерландов и Испании, тогда как может иметь место и ситуация, когда финансовые компании отдают предпочтение заграничным вложениям только в определенную группу активов, как в случае с Канадой и Великобританией. В случае США наблюдается то же пренебрежение заграничными инструментами с фиксированным доходом на фоне интереса к корпоративным правам. Агрегированные данные по пенсионным фондам и страховым компаниям позволяют увидеть ту же тенденцию к ослаблению эффекта домашнего смещения, что ведет к существенному росту доли вложений в заграничные акции и облигации в структуре общих финансовых активов. Так, с 1990 года по 2006 такая доля в Великобритании возросла с 20% до 25%, Японии – с 7% до 12%, Австралии – с 7% до 17%, Канаде – с 6% до 40%, Испании – с 2% до 40%, Бельгии – с 8% до 50%, и только во Франции снизилась с 34% до 30% [16, 84]. Ослабление эффекта домашнего смещения на микроуровне также модифицирует проблему обеспечения глобальной финансовой стабильности. Если агрегированные данные по ослаблению данного эффекта в разрезе стран отображают тенденцию к усилению взаимозависимости и уравновешенного роста объемов перелива капитала, то микроуровневое его ослабление демонстрирует то, что каждая отдельная компания, работающая на том или ином сегменте финансового рынка, все больше становится зависимой от глобальных процессов и экзогенных шоков. В условиях интенсификации операций с глобальной диверсификации портфелей и владения заграничными активами именно понимание понятия экзогенного шока теряет свое автохтонное значение. Глобально-центризм финансовых и монетарных процессов обеспечивает сплав внутренних и внешних шоков, вследствие чего уязвимость переносится на уровень компании, а из нее, принимая во внимание глобальные масштабы функционирования современных ведущих финансовых учреждений, – на уровень сегмента финансового рынка и далее в целом по системе. Согласно этим суждениям, стабильность всей глобальной финансовой системы в условиях формирования ее рыночного типа все больше будет зависеть от того, как на системном уровне удастся изолировать микроуровневые источники нестабильности.

Другим важным измерением общей тенденции к ослаблению эффекта домашнего смещения является то, что это касается и стран с возникающими рынками. На примере их пенсионных фондов видим, что рост активов по ВВП коррелирует с увеличением доли владения заграничными ценными бумагами. Например, в странах Латинской Америки с 2000 года по 2005 год соотношение между стоимостью активов пенсионных фондов и ВВП возросло с 9% до 15%, при этом доля владения заграничными активами возросла с 7% до 16%. В наибольшей степени данная тенденция коснулась Чили, где стоимость соответствующих активов к ВВП возросла с 48% до 63%, а доля владения активами из-за границы – с 11% до 30%. Си-

туация в Азии немного отличается. Там пенсионные фонды не имели в собственности зарубежных активов до начала 2000-х годов, вследствие чего на 2005 год удельный вес таких активов колебался на уровне 1–11% в разрезе стран, при том, что величина активов фондов к ВВП удвоилась и достигла 18%. В странах Центрально-Восточной Европы рост данного соотношения с 2% до 8% сопровождался сохранением аналогичной доли владения зарубежными активами – на уровне 2% [16, 136]. С точки зрения глобальной финансовой стабильности, ослабление этого эффекта в странах с возникающими рынками, означает то, что они все больше будут принимать на себя миссию финансирования платежных дефицитов развитых стран, поставляя ресурсы на глобальный рынок. Такой вывоз капитала будет выступать существенным фактором формированием структурных предпосылок для поддержки значительных неуравновешенных платёжных позиций в мире. С другой стороны, он будет демонстрировать дальнейший интерес компаний по данной группе стран к глобальным операциям, ускоряя тем самым процессы интеграции глобальных рынков капитала.

В совокупности данные тенденции демонстрируют то, что степень прогрессирования структурных трансформаций, вызванных глобализацией, эффект домашнего смещения, как и предусматривает теория финансовых рынков, ослабляется.

Однако следует выделить ряд закономерностей, которые ограничивают действие указанных тенденций, не столько усиливая этот эффект, сколько делая флуктуации интенсивности его проявления достаточно относительными. Автономные изменения отношения инвесторов к риску могут приводить к росту спроса на обычные и традиционные инструменты. Так же шоки и макрофинансовые дестабилизации в странах с возникающими рынками могут снижать расположенность к риску, вследствие чего более сбалансированные портфели с точки зрения доходности и риска будут становиться более привлекательными. В результате будет формироваться тенденция усиления спроса на первоклассные активы, которые многими инвесторами в развитых странах воспринимаются как резидентские. Вследствие этого, будет формироваться ситуация, когда усиление эффекта домашнего смещения фактически не будет отображать настоящее состояние в сфере глобальной интеграции финансовых рынков. Поскольку такие спорадические изменения в отношении инвесторов к риску являются довольно субъективными, то и переход от более актуального к менее актуальному домашнему смещению перестает корреспондировать с логикой глобальной интеграции.

Трансформация финансовых систем в странах с возникающими рынками, опять-таки, увеличивает спрос на высококачественные активы, например, из соображений размещения у них резервных фондов пенсионных и страховых компаний. Так же актуально с точки зрения проблемы вывоза капитала и поиска лучшего вложения средств, по сравнению с тем, что предлагает национальная финансовая система. Это закладывает долго-

срочные структурные предпосылки завышенного спроса на первоклассные активы в развитых странах или на рынке одной страны, например, США. Процентная прибыльность таких активов будет падать, а капитализация расти. Такая тенденция усилит конкуренцию за первоклассные активы, требуя расширения диапазона эффективных портфелей, тем более, что глобализация этому способствует. А это будет становиться предпосылкой для ослабления данного эффекта. Вследствие этого, изменения в уровне актуализации эффекта домашнего смещения будут определяться и согласно данным суждениям.

Можно подытожить. Эффект домашнего смещения считается отображением отсутствия настоящей финансовой глобализации. Однако за последний период наблюдается четкая тенденция к его ослаблению. Это прослеживается на макроуровне в аспекте усиления трансграничной диверсификации активов и микроуровней – в аспекте роста доли трансграничных активов финансовых учреждений. Данную тенденцию можно считать положительной, поскольку она отображает рост аллокационной эффективности глобальных рынков капитала и предоставляет возможность облегченного доступа к глобальным сбережениям для финансирования платежных и бюджетных дефицитов. Впрочем, с точки зрения глобальной финансовой стабильности, данное явление вызывает ряд предостережений: возрастает уязвимость потоков капитала к колебанию процентных ставок; усиливается значение эффективности функционирования глобальных компаний на микроуровне, поскольку стабильность рынка в целом все больше будет зависеть от качества их активов; возрастает вероятность повышения колебаний в стоимости финансовых активов. Отдельным аспектом следует выделить то, что в случае США наблюдается ослабление данного эффекта по инвестициям в заграничные акции, усиление данного эффекта по инвестициям в собственные облигации, ослабление данного эффекта по американским финансовым инструментам с фиксированным доходом. Такая комбинация определяет ряд преимуществ США в аспекте неустойчивости к колебаниям валютного курса и коррекции платежного баланса, что потенциально поощряет раскручивание спирали глобальных финансовых дисбалансов.

Литература

1. French K., Poterba J. Investor Diversification and International Equity Markets // *American Economic Review*. – 1991. – Vol. 81. – P. 222–226.
2. Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // *Вопросы экономики*. – 1999. – №6. – С. 123–135.
3. Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. – К.: К. І. С., 2002. – 302 с.

4. Amadi A., Bergin P. Understanding International Portfolio Diversification and Turnover Rates // NBER Working Paper. – 2006. – № 12473. // www.nber.org.
5. Claessens S., Schmukler S. International Financial Integration through Equity Markets: Which Firms from Which Countries Go Global? // World Bank Policy Research Working Paper. – 2007. – WPS4146. – P. 1–49.
6. Garcia-Herrero A., Vazques F. International Diversification Gains and Home Bias in Banking // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/281. – P. 1–28.
7. Walker Ch., Punzi M. T. Financing Global Imbalances // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/177. – P. 1–21.
8. Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/160. – P. 1–39.
9. Pazarbasioglu C., Goswami M., Ree J. The Changing Face of Investors // Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 1. – P. 1–8.
10. Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D. C.): IMF, 2007. – Chapter II. – P. 63–97.
11. Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 109–156.
12. Lane Ph., Milesi-Ferretti G. M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 // IMF Working Paper. – 2006. – wp/06/69. – P. 41.
13. Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. – 2000. – May. – P. 54–72.
14. Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. – 2002. – № 8950. – P. 1–37.
15. Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–142.

Статья поступила в редакцию 30 января 2008 г.