

Чем больше страны проявляют открытость, тем лучше они могут противостоять спадам и подъемам в глобальной финансовой конъюнктуре

# ПРОЗРАЧНОСТЬ ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЕ

Луис Брандон-Маркеш, Гастон Гелос и Наталия Мельгар

**З**А последние 20 лет страны с формирующимся рынком стали в гораздо большей степени интегрированы в мировые финансовые рынки. Например, портфельные авуары США в долгосрочных ценных бумагах (акции и долгосрочные облигации), выпущенных 27 основными странами с формирующимся рынком, увеличились примерно в три раза относительно ВВП каждой из стран в период с 1994 по 2012 год (см. таблицу 1).

Такое повышение степени финансовой интеграции принесло странам с формирующимся рынком огромные преимущества. Оно снизило стоимость капитала для этих стран (что увеличило их инвестиционные возможности), улучшило ситуацию с распределением рисков и диверсификацией портфеля, ускорило передачу технологии и поспособствовало распространению переводной практики в области защиты инвесторов и в управлении.

Однако многие из этих стран заплатили высокую цену за это углубление финансовой интеграции, так как она повысила их уязвимость к подъемам и спадам на международных финансовых рынках. При этом степень уязвимости может существенно отличаться: в одних странах она выше, в других — ниже. Для выработки мер политики по снижению волатильности, которая может сопутствовать более высокой степени глобальной интеграции, правительства должны понимать, каким образом характеристики страны определяют воздействие глобальных финансовых рынков на страны с формирующимся рынком.

С этой целью мы изучили роль, которую прозрачность страны играет в усилении финансовых шоков, исходящих из глобальных финансовых центров. Мы обнаружили, что страны с более прозрачной экономикой, в которых данные предоставляются в большем объеме и более оперативно, где имеются более совершенные стандарты раскрытия корпоративной информации, проводится более предсказуемая политика и налажено более качественное управление, реагируют менее остро как на улучшение, так и на ухудшение глобальной конъюнктуры, в отличие от более закрытых стран с формирующимся рынком, имеющих более плохие показатели по различным аспектам прозрачности.

## Прозрачность стран и потоки капитала

Множество характерных для отдельных стран факторов влияют на скорость и интенсивность, с которой финансовые шоки переходят от экономики одной страны к другой. Финансовые связи, такие как общие открытые позиции банков и взаимных фондов, играют важную роль в распространении общих шоков и финансовых потрясений. Также известно, что финансовая интеграция, являющаяся результатом более низких барьеров для трансграничных финансовых потоков, как правило, способствует международному распространению финансовых шоков (Bekaert et al., 2011).

Однако значение прозрачности на уровне страны, то есть доступности информации, позволяющей инвесторам адекватно

Финансовый район Сингапура.



оценить риски и прибыли, связанные с инвестированием в данную страну, не столь очевидно. Зачастую утверждается, что более высокая степень прозрачности может быть полезна как для привлечения инвестиций, так и для предотвращения чрезмерной волатильности потоков капитала. Аргумент заключается в том, что более высокая степень прозрачности способствует упорядоченному и эффективному функционированию финансовых рынков. Прозрачность снижает количество случаев возникновения таких явлений как «стадное» поведение (когда инвесторы принимают какие-либо решения лишь потому, что видят, как такие же решения принимают другие инвесторы), волны инвестиционных потоков, порожаемые настроениями участников, и чрезмерная реакция инвесторов на новости. Глобальный финансовый кризис вновь привлек внимание к роли, которую непрозрачность играет в усугублении финансовых шоков.

Однако, в принципе, более высокая степень прозрачности может на самом деле приводить к большей волатильности и, в результате, являться дестабилизирующим фактором. Например, прозрачность может приводить к предоставлению

избыточной открытой информации (посредством раскрытия правительствами или участниками рынка), что потенциально может вытеснить более точную частную информацию, таким образом снижая пользу от информации и повышая волатильность, особенно в случаях, когда такая информация создает пуганицу (на финансовом языке ее именуют «шумом») либо не имеет отношения к основным экономическим показателям. Например, своевременное издание предварительных (и неточных) официальных данных может привести к тому, что участники рынка будут чрезмерно активно реагировать на новости, провоцируя тем самым слишком большие колебания цен на финансовых рынках (Morris and Shin, 2002). Более высокая степень прозрачности также способствует финансовой интеграции (путем сокращения затрат на информацию и информационной асимметрии) и может усилить одновременное изменение цен на разных рынках (Carrieri, Chaieb, and Errunza, 2013).

Несмотря на наличие некоторых свидетельств положительного эффекта от прозрачности на уровне страны (Gelos and Wei, 2005), в целом данные неоднозначны. Кроме того, в существующих эмпирических исследованиях преимущественно изучается распространение финансовых шоков в кризисные периоды.

Проанализировав динамику цен на облигации и курсы ценных бумаг, мы изучили вопрос о том, усиливает ли непрозрачность на уровне страны влияние на местный рынок глобальной конъюнктуры в течение делового цикла. Основная гипотеза состоит в том, что в периоды, когда глобальная финансовая конъюнктура благоприятна, международные инвесторы более склонны инвестировать в рынки, исходное распределение рисков на которых им менее понятно (и «сомнительные» рынки), а в периоды, когда глобальная конъюнктура ухудшается, они эти рынки стремительно покидают. Такое поведение инвесторов может быть обусловлено несколькими причинами. Они могут чувствовать себя более уверенно в сомнительных условиях в те периоды, когда их другие инвестиции приносят хорошие прибыли. Другая возможная причина в том, что в тяжелые времена управляющие фонды, сталкиваясь с более тщательным контролем и более строгими требованиями по обоснованию состава активов их портфелей, отвечают на эти ужесточения сокращением активов, риски работы с которыми для них менее понятны. Следовательно, они более склонны держать менее прозрачные активы в благоприятные периоды, нежели в тяжелые. С другой стороны, сомнительный характер может привести к тому, что инвесторам станет сложнее отличать

Таблица 1

## Покупки в странах

Инвесторам из США принадлежит все больший объем долгосрочных ценных бумаг, выпущенных структурами в странах с формирующимся рынком; данные приведены в процентах от ВВП страны-эмитента. (В процентах)

	1994	2001	2007	2012	Изменения за 1994–2012	Средний TGP, декабрь 2002–2012
САР Гонконг	13,38	18,92	57,34	49,86	36,48	5,71
Тайвань	0,21	6,76	20,66	18,66	18,45	5,17
провинция Китай						
Южная Африка	3,81	6,63	18,54	22,12	18,30	6,12
Израиль	5,94	17,23	32,44	22,39	16,45	4,58
Сингапур	9,88	25,03	38,33	24,99	15,11	4,80
Корея	1,64	6,83	13,26	15,23	13,60	3,97
Турция	0,67	3,05	10,16	13,54	12,87	3,94
Венгрия	1,34	3,84	6,68	10,14	8,80	3,75
Бразилия	2,20	6,04	13,82	9,75	7,55	3,71
Польша	0,09	1,63	3,26	6,73	6,64	3,22
Чили	4,84	8,22	7,41	10,22	5,38	4,97
Филиппины	3,89	5,26	9,69	8,65	4,77	3,71
Колумбия	0,68	2,81	3,26	5,38	4,70	4,15
Перу	1,03	3,10	4,05	5,56	4,53	3,70
Индонезия	1,22	1,15	4,25	5,13	3,91	3,51
Индия	0,41	1,46	6,87	4,25	3,85	4,40
Россия	0,01	3,33	6,23	3,33	3,32	3,14
Египет	0,00	0,62	8,14	1,68	1,68	3,73
Чешская Республика	0,99	0,75	2,96	2,22	1,24	3,69
Китай	0,37	0,23	2,78	1,60	1,22	4,32
Таиланд	3,67	1,38	2,60	4,60	0,93	4,29
Мексика	12,22	7,84	10,58	12,73	0,51	3,89
Пакистан	0,44	0,25	1,23	0,51	0,08	3,38
Иордания	0,63	1,09	0,65	0,63	0,01	4,22
Марокко	1,20	0,98	0,60	0,99	-0,21	4,34
Малайзия	12,84	4,59	12,43	12,04	-0,80	4,98
Аргентина	6,34	1,63	3,77	1,57	-4,77	2,80
<b>Средний показатель</b>	<b>3,33</b>	<b>5,21</b>	<b>11,18</b>	<b>10,17</b>	<b>6,84</b>	<b>4,75</b>

Источники: Казначейство США, база данных International Capital System, Всемирный банк, база данных «Показатели мирового развития», база данных CEIC Asia и база данных EMED Emerging EMEA.

Примечание. В таблице приведены данные о портфеле США, состоящем из акций и долгосрочных облигаций, выпущенных 27 странами с формирующимся рынком. TGP – Индекс прозрачности принимаемых правительствами решений (Transparency of Government Policymaking index), взятый из «Доклада о глобальной конкурентоспособности за 2013–2014 годы» (Global Competitiveness Report 2013–14), подготовленного Всемирным экономическим форумом. Максимально возможный показатель – 7.

## Подъемы и спады

Курсы акций в наиболее прозрачных странах, в отличие от менее прозрачных стран, были, как правило, менее подвержены значительным колебаниям.

(Процентные изменения цен на акции)



Источник: MSCI Emerging Market Index

Примечание. Показатели прозрачности основаны на данных Индекса прозрачности принимаемых правительствами решений, взятого из «Доклада о глобальной конкурентоспособности», подготовленного Всемирным экономическим форумом.

действительно фундаментальные шоки от шоков, вызванных информационным шумом, и может побудить инвесторов связывать благоприятные сигналы из финансовых центров с хорошими экономическими показателями на сомнительных рынках.

Какой бы ни была причина (а возможные источники не являются взаимоисключающими), менее прозрачные рынки переживают более заметные всплески, когда конъюнктура финансового рынка благоприятна, в то время как для тяжелых периодов характерно обратное (см. рисунок).

### Определение степени прозрачности

Измерение степени прозрачности страны сопряжено со значительными трудностями. Во-первых, необходимы показатели, которые отражают невозможность точно определить, насколько вероятно наступление тех или иных событий. И поэтому нас интересуют индексы непрозрачности, характеризующие доступность всей актуальной информации, которой инвестор может пользоваться для оценки рисков, связанных с вложением средств в определенную страну. Во-вторых, нам необходимы показатели по большому числу стран и за длительный период. Поэтому мы сосредоточились на показателях, отражающих положение в области коррупции, управления, практики раскрытия корпоративной информации, стандартов бухгалтерского учета, а также прозрачности государственной политики и статистической информации.

Чтобы определить количественно влияние глобальных финансовых шоков на цены активов формирующихся рынков, мы использовали в качестве представительного показателя состояния ликвидности и неприятия риска в финансовых центрах индекс VIX, который измеряет ожидания инвесторов относительно волатильности фондового рынка в последующие 30 дней. Делая это, мы фиксировали несколько различных показателей непрозрачности страны (от степени раскрытия корпоративной информации до прозрачности государственной политики и до более широких показателей непрозрачности, таких как восприятие коррупции). Используя данные как по рынкам акций, так и по рынкам облигаций за период с 1997 по 2011 годы, мы последовательно приходили к выводу, что формирующиеся рынки, показатели непрозрачности для которых хуже, реагируют на изменения глобальной конъюнктуры сильнее, чем страны с более открытой экономикой.

Таблица 2

### Значение прозрачности

Когда инвесторы ожидают повышения волатильности, спреды по суверенным облигациям повышаются, а курсы акций снижаются в наименее прозрачных странах с формирующимся рынком, тогда как показатели наиболее прозрачных стран лучше. (В процентах, 2002–2012 годы)

	Наименее прозрачные	Наиболее прозрачные	Выгоды от прозрачности	Среднее недельное изменение
Изменение спредов по суверенным облигациям	0,32	-0,36	-0,68	-184
Изменение курсов акций	-0,16	0,18	0,34	244

Источники: EMBIG, недельное процентное изменение спредов по суверенным облигациям; MSCI, недельное процентное изменение курсов акций.

Примечание. В таблице отображено, насколько повышаются спреды по суверенным облигациям и насколько снижаются курсы акций при 10-процентном повышении индекса волатильности VIX (который отражает ожидание волатильности на фондовом рынке в последующие 30 дней) в странах с высокой степенью прозрачности и в странах с низкой степенью прозрачности в сравнении с гипотетической страной с медианной прозрачностью. Наиболее прозрачные страны относятся к лучшим 10 процентам стран по рейтингу на основе Индекса прозрачности принимаемых правительствами решений (Transparency of Government Policymaking index), взятого из «Доклада о глобальной конкурентоспособности», подготовленного Всемирным экономическим форумом за периоды с 2002–2003 года по 2011–2012 годы. Наиболее прозрачные страны находятся в верхних 10 процентах списка.

Важно, что данный результат сохраняется даже в тех случаях, когда мы фиксировали широкий круг показателей риска, качества кредитов и ликвидности (Brandao-Marques, Gelos, and Melgar, 2013). Кроме того, по нашим оценкам, 10-процентное повышение показателя волатильности VIX (что считается слабым негативным шоком) привело к тому, что в странах с наиболее прозрачной государственной политикой рост спредов по суверенным облигациям (разница между ставками, которая страна уплачивает по займам, и ставкой по казначейским ценным бумагам США) был на 0,4 процентных пункта ниже, чем показатель медианной страны. И напротив, в наименее прозрачной стране рост спредов составлял на 0,3 процентного пункта больше, чем страны-медианы. Выгоды от прозрачности для более прозрачных стран примерно равны двум недельным изменениям спредов, измеряемых с помощью J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global (индекс, учитывающий общие прибыли по долговым инструментам, эмитированным странами с формирующимся рынком для иностранных покупателей). Выгоды для акций более значительны и почти достигают показателя, равного повышению за 2,5 недели согласно MSCI Emerging Market Index, охватывающему курсы около 1600 акций по всему миру (см. таблицу 2). Это примерно в три раза больше, чем увеличение открытой позиции, которое будет у страны при удвоении ее потока международных портфельных инвестиций. В качественном отношении этот вывод справедлив не только для государственной политики, но также и для других упомянутых выше параметров прозрачности.

### Задача политики

Наше исследование показывает, что страны с формирующимся рынком небеспомощны, когда речь идет о преодолении подъемом и спадом на глобальных рынках. Страны, желающие выиграть от финансовой глобализации, могут снизить ее неприятные побочные эффекты, если станут более прозрачными, то есть если будут предоставлять больше данных и более оперативным образом, если будут совершенствовать стандарты раскрытия корпоративной информации, улучшать предсказуемость политики и, в целом, повышать качество управления. Другими словами, повышение степени прозрачности может быть эффективным инструментом, на который странам нужно обратить внимание прежде, чем переходить к иным мерам, направленным на сведение к минимуму неблагоприятных последствий потоков капитала. ■

Луис Брандон-Маркеш — старший экономист, Гастон Гелос — начальник отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ, а Наталия Мельгар — экономист в Представительстве МВФ в Уругвае.

Литература:

- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Christian T. Lundblad, and Stephan Siegel, 2011, "What Segments Equity Markets?" Review of Financial Studies, Vol. 24, No. 12, pp. 3841–90.
- Brandão-Marques, Luís, Gaston Gelos, and Natalia Melgar, 2013, "Country Transparency and the Global Transmission of Financial Shocks," IMF Working Paper 13/156 (Washington: International Monetary Fund).
- Carriero, Francesca, Ines Chaieb, and Vihang Errunza, 2013, "Do Implicit Barriers Matter for Globalization?" Review of Financial Studies, Vol. 26, No. 7, pp. 1694–739.
- Gelos, Gaston R., and Shang-Jin Wei, 2005, "Transparency and International Portfolio Holdings," Journal of Finance, Vol. 60, No. 6, pp. 2987–3020.
- Morris, Stephen, and Hyun Song Shin, 2002, "Social Value of Public Information," American Economic Review, Vol. 92, No. 5, pp. 1521–34.