



МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ ВОССТАНАВЛИВАЮТСЯ

Сокращение трансграничных потоков капитала сигнализирует об укреплении глобальной финансовой системы

Сьюзен Лунд и Филипп Херли

Через десять лет после начала мирового финансового кризиса ландшафт глобальных финансов сильно изменился. Валовые трансграничные потоки капитала (прямые иностранные инвестиции, покупки облигаций и акций, а также кредитование и другие инвестиции) существенно сократились с докризисного уровня и вернулись к уровню конца 1990-х годов по отношению к мировому ВВП (см. рис. 1). При уменьшении всех видов потоков капитала на трансграничное кредитование приходится более половины общего сокращения. Это явление

отражает общий отход крупных европейских и некоторых американских банков от деловой активности за рубежом и трансграничного оптового финансирования.

Означает ли это, что финансовая глобализация дает задний ход? Наше новое исследование дает отрицательный ответ. Глобальная финансовая система остается глубоко взаимосвязанной, если измерять ее объемом иностранных инвестиционных активов и обязательств. Из обломков, по всей видимости, складывается более чувствительный к риску, рациональный и потенциально более стабильный и устойчивый вариант мировой финансовой интеграции — в конечном итоге, результат положительный.

Изменение ландшафта

До кризиса многие крупнейшие европейские, британские и американские банки смело расширялись в глобальном масштабе, преследуя все возможности для роста на между-



народной арене. Они налаживали банковские услуги для розничных и корпоративных клиентов в новых регионах, накапливали крупные портфели иностранных активов в форме секьюритизации субстандартных ипотечных кредитов и коммерческой недвижимости и все чаще полагались на краткосрочное трансграничное межбанковское финансирование.

Но теперь они стали более осторожными и сохраняют капитал. Риск вышел из моды, и модной стала консервативная банковская деятельность — даже «скучное» банковское дело, как выразился бывший управляющий Банка Англии Мервин Кинг. Крупнейшие швейцарские, британские и некоторые американские банки принимают участие в широком отступлении, но нигде разворот не произошел более драматично, чем среди банков еврозоны (см. рис. 2).

После введения евро 1 января 1999 года банки еврозоны расширили свою деятельность за границы своих стран во все уголки единой валютной зоны. При данной общей валюте и в целом общих правилах страновой риск занижается или игнорируется. Объем их иностранных требований (включая кредиты их зарубежных филиалов) возрос с 4,3 трлн долл. в 2000 до 15,9 трлн долл. в 2007 году. Большая часть этого роста приходилась на кредитование и покупку других иностранных активов в зоне евро. Но важное значение также имели растущие финансовые связи — и особенно межбанковские рынки, — связывающие банки в еврозоне, Лондоне и США.

Но большая часть внешней экспансии банков была основана на неправильной оценке рисков или ошибочных стратегиях, которые не прошли безнаказанно. Некоторые европейские банки приобрели транши американских субстандартных ипотечных ценных бумаг с рейтингом AAA, из-за которых они впоследствии понесли большие убытки. Голландские, французские и немецкие банки были прямо и косвенно вовлечены в пузырь вздутых цен на недвижимость в Испании и пострадали, когда он лопнул. Австрийские банки расширили свои операции вглубь Восточной Европы и даже Центральной Азии, но с тех пор их сократили, а итальянские банки имели значительные позиции по операциям в Турции, где норма прибыли с поправкой на риск оказалась ниже ожидавшейся. В этом присутствовал элемент стадного поведения: при виде активного расширения деятельности некоторых крупных банков за границей в поисках приносящего высокие доходы бизнеса, многие последовали их примеру.

После кризиса эта тенденция изменилась: иностранные требования банков еврозоны резко сократились на 7,3 трлн долларов или на 45 процентов (хотя они все еще значительно превышают их объем на момент введе-

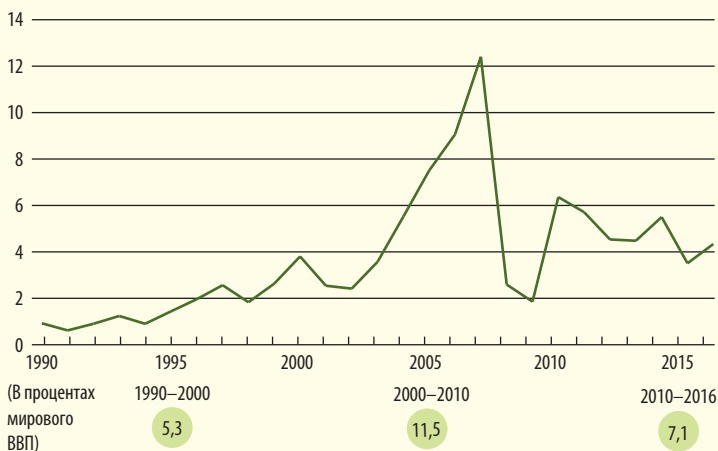
ния единой валюты). Почти половина этих требований относится к другим заемщикам в зоне евро, особенно другим банкам. Представление о том, что кредитование в любой точке общей валютной зоны было почти равносильно внутреннему, и, следовательно, связано низким риском, оказалось иллюзорным. Точно так же исчезли требования между банками еврозоны и банками в Соединенном Королевстве и США.

Это отступление является рациональной реакцией — в еврозоне и за ее пределами — на переоценку риска трансграничных сделок. Поразмыслив, многие банки поняли, что маржа и доходы от операций за границей были ниже, чем на внутренних рынках, где на их стороне стоял как масштаб операций, так и местные знания, — или, по крайней мере, что зарубежный бизнес не стоил дополнительного риска. Банки теперь находятся под постоянным давлением со стороны органов регулирования, акционеров и кредиторов, требующих от них более осмотрительного поведения. Новые международные требования к капиталу и ликвидности повышают издержки на хранение всех активов, а новые дополнительные сборы с системообразующих банков наказывают за дополнительный размах и сложность различных бизнес-линий, в том числе иностранных операций; в ответ на это банки осторожно сократили свои

Рисунок 1

Пришел ли конец финансовой глобализации?

Трансграничные потоки капитала вернулись к уровню конца 1990-х годов.
(Мировые трансграничные потоки капитала, в трлн долларов)



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; и анализ McKinsey Global Institute.
Примечание. Данные за 2016 год являются оценками.

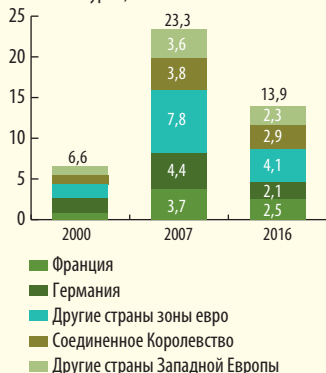
Рисунок 2

Несклонность к рискам

Крупные европейские банки во главе отступления с внешних рынков

Иностранные требования западноевропейских банков

(В трлн долларов, годовые номинальные обменные курсы)



Сокращение иностранных требований банков еврозоны

(100 процентов = 7,3 трлн долларов)



Источники: Банк международных расчетов; и анализ McKinsey Global Institute.

Рисунок 3

Все в порядке

Объем портфельных инвестиций в инструменты участия в капитале, портфельных облигаций и особенно прямых иностранных инвестиций продолжает расти после мирового финансового кризиса.

(Годовые номинальные обменные курсы, в трлн долларов)



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; и анализ McKinsey Global Institute. Примечание. Данные за 2016 год являются оценками.

зарубежные операции. Некоторые программы центральных банков, принятые после кризиса для восстановления финансовой стабильности, такие как финансирование Банком Англии схемы кредитования или целевые долгосрочные операции Европейского центрального банка по рефинансированию, дали банкам стимул к кредитованию внутренних, а не иностранных заемщиков.

Крупные мировые банки продали некоторые зарубежные дочерние предприятия, совсем покинули некоторые внешние рынки или просто допустили истечение срока действия кредитов с наступающим сроком погашения.

По информации поставщика финансовых данных и анализа Dealogic, банки вывели с баланса активы на сумму свыше 2 трлн долларов с момента кризиса. В результате баланс большинства европейских банков значительно сдвинулся в пользу внутренних активов. Три крупнейших немецких банка — Deutsche Bank, Commerzbank и KfW — накануне кризиса держали две трети своих активов на внешних рынках; сегодня эта доля сократилась до одной трети.

Голландские, французские, швейцарские и британские банки также сократили свои зарубежные операции. Операции американских банков уже давно носили менее международный характер, чем операции их европейских коллег, учитывая огромный внутренний рынок США, но некоторые все же сократили их объем. В 2007 году Citigroup занимался розничными банковскими операциями в 50 странах мира; на сегодняшний день их насчитывается 19.

В то время как европейские и американские банки отступают на внутренние рынки, банки в других регионах расширяют свои операции за рубежом, хотя еще не ясно, будет ли эта экспансия прибыльной или устойчивой. Половина активов четырех крупных канадских банков в настоящее время находится за пределами Канады, главным образом в Соединенных Штатах; японские банки также расширяют свою деятельность за рубежом. Так называемая «Большая четверка» китайских банков быстро расширяла иностранное кредитование, в основном для финансирования внешних прямых иностранных инвестиций китайских компаний.

Более стабильное будущее

Не следует оплакивать переориентацию трансграничной банковской деятельности. Пена на пике волны мировых потоков капитала в годы, приведшие к кризису, не является подходящим критерием для оценки состояния финансовой глобализации. Нет консенсуса относительно оптимального уровня потоков капитала, поступающего в развивающиеся страны или страны с развитой экономикой.

Последние события свидетельствуют не о прекращении финансовой глобализации, а о появлении ее более стабильной и устойчивой версии. Финансовые рынки во всем мире по-прежнему глубоко взаимосвязаны. Несмотря на значительное сокращение потоков нового капитала в год, объем мировых прямых иностранных инвестиций, портфельных инвестиций в инструменты участия в капитале и портфельных облигаций продолжает расти после кризиса, хотя и гораздо медленнее, чем в предшествовавшие ему годы (см. рис. 3). В мировом масштабе иностранным инвесторам принадлежат 27 процентов акций во всем мире по сравнению с 17 процентами в 2000 году. На мировых рынках облигаций в 2016 году 31 процент облигаций принадлежал иностранным инвесторам по сравнению с 18 процентами в 2000 году. Кредитование и прочие инвестиции являются единственным компонентом объема иностранных инвестиционных активов и обязательств, который уменьшился со времени кризиса.

Будущее финансовой глобализации потенциально может быть более стабильным, чем прошлое, по крайней мере в среднесрочной перспективе, по трем причинам.

Во-первых, *состав трансграничных потоков капитала претерпел существенные изменения, причем таким образом, что это должно способствовать стабильности.* После кризиса прямые иностранные инвестиции составили 54 процента трансграничных потоков капитала по сравнению с 26 процентами до 2007 года. Учитывая новые реалии банковского регулирования и контроля со стороны акционеров, маловероятно, что объем трансграничного кредитования вернется к докризисному уровню в ближайшее время. Этот сдвиг в сторону прямых иностранных инвестиций будет способствовать стабильности трансграничных финансовых потоков. Поскольку прямые иностранные инвестиции отражают долгосрочные стратегии компаний в отношении их глобального присутствия, они являются наименее волатильным видом потоков капитала. Портфельные покупки акций и облигаций также менее волатильны, чем трансграничное кредитование, и они превысили 40 процентов общего объема потоков капитала после кризиса. Трансграничное кредитование, особенно краткосрочное кредитование, является наиболее нестабильным видом потоков капитала; его сокращение следует приветствовать.

Вторым потенциальным источником укрепления стабильности в финансовой глобализации является стабильный рост денежных переводов мигрантов на их родину. Эти потоки еще более стабильны, чем прямые иностранные инвестиции, и увеличились благодаря росту глобальной миграции. Денежные переводы не учитываются как поток капитала в национальном платежном балансе, и традиционно их объем был довольно незначительным. Но в настоящее время они стали значительным источником финансирования в развивающихся странах. К 2016 году денежные переводы в эти страны составили почти 480 млрд долл. по сравнению с 82 млрд долл. в 2000 году и 275 млрд долл. в 2007 году. В настоящее время они составляют 60 процентов потоков частного капитала (прямые иностранные инвестиции, портфельные инвестиции в инструменты участия в капитале и долговые потоки и трансграничное кредитование) и в три раза превышают размер официальной помощи в целях развития. Похоже, что денежные переводы будут продолжать расти по мере дальнейшего роста миграции в мировом масштабе, а такие технологии, как блочная сеть и мобильные платежи, облегчают их отправку и снижают их стоимость.

Третьим потенциальным источником укрепления стабильности в мировых финансах является уменьшение избытка мировых сбережений, который возник до кризиса. Глобальные дисбалансы в финансовых счетах и счетах операций с капиталом сократились с 2,5 процента мирового ВВП в 2007 году до 1,7 процента в 2016 году. Это снижает риск того, что внезапное устранение этих дисбалансов может привести к нестабильности обменных курсов и кризису платежного баланса в некоторых странах. Более того,



сегодня дефициты и профициты распределяются среди большего числа стран, а значительные дисбалансы в Китае и Соединенных Штатах сократились. Сегодня экономисты обсуждают вопрос о том, сохранятся ли менее значительные глобальные дисбалансы.

Нет оснований для самоуспокоенности

Ни одно из этих событий не должно приводить к самоуспокоенности. Валовые потоки капитала остаются неустойчивыми, что может привести к значительным колебаниям обменных курсов для развивающихся стран. Тесно переплетенная глобальная финансовая система неизбежно связана с риском кризисов и цепной реакции. И «пузыри» вздутых цен на активы и крах столь же стары, как и сами рынки.

Если мы извлекли какие-либо уроки из прошлого, так это то, что стабильности трудно добиться, а потерять ее слишком легко. По мере того как перед нами начинают вырисовываться новые закономерности в глобальной финансовой интеграции после резких перемен последних 10 лет, намечается новое принципиальное нарушение привычного хода дел в виде финансирования в цифровом формате. Растущее использование новых финансовых технологий, таких, как цифровые платформы, блочная цепь и машинное обучение, вероятно, расширит доступ к трансграничным финансам и ускорит потоки капитала. Откроются огромные возможности, но возникнет и жесткая конкуренция. Никто из нас пока не знает, какие новые риски могут возникнуть в результате дальнейшего ускорения движения потоков капитала по всему земному шару, однако решающее значение будут иметь бдительность и способность распознать следующую угрозу для стабильности. **ФР**

СЮЗАН ЛУНД — партнер в McKinsey Global Institute, расположенном в Вашингтоне, округ Колумбия, а **ФИЛИП ХЕРЛИ** — старший партнер в McKinsey & Company и лидер глобальной банковской практики этой компании, находящейся в Мюнхене.

Настоящая статья основана на «The New Dynamics of Financial Globalization,» опубликованной McKinsey Global Institute в августе 2017 года.