

ГЛОБАЛНИ И РЕГИОНАЛНИ ТЕНДЕНЦИИ В ДВИЖЕНИЕТО НА КАПИТАЛИ

Анализирани са основните тенденции в движението на капитали и факторите, които ги обуславят в отделните групи страни – развити, развиващи се и страните в преход. Изследвана е структурата на нетните капиталови потоци към възникващи пазари по региони, като особено внимание е отделено на динамиката на частните капиталови потоци. Нарасналото значение на преките чуждестранни инвестиции е свързано и с изследването на важната роля на международните финансови центрове, които влияят съществено при насочването на капиталовите потоци, особено в условията на международни финансови кризи. Направена е оценка на особено важната роля на офшорните центрове за съсредоточаване на финансови активи, развитие на финансови услуги и реструктуриране на банковите системи на развитите държави.

Движението на капиталовите потоци е обусловено от промяна в условията на функционирането на международната финансово-парична система. Това е особено показателно предвид влиянието на редица фактори, които дават представа за икономическото развитие, а също и за обособяването на финансовите потоци в категория, откъсваща ги в известна степен от реално функциониращата икономика, въпреки, че са катализатор за нейните механизми.

Характерната за края на века глобализация на световната икономика е резултат именно от обособяването на финансовата сфера и нейните регулативни инструменти – главно международните финансови пазари и въздействието от страна на официалните финансови институции. Разнообразието в географското разпределение на икономическите активности и създаването на извънредно либерални форми на съсредоточаване и движение на финансови ресурси – особено съществуването на държави с офшорен режим – дават основание във все по-голяма степен да се говори за обособяването на определен финансов ресурс с висока мобилност. Фактор за неговата насоченост вече не са традиционните инструменти на паричната политика, а по-скоро възможността да се използват международните финансови институции и посредници за трансформирането на капиталовия ресурс.

Нарастащото значение на капиталовите потоци като двигател на икономическия растеж през втората половина на 90-те години на миналия век е свързано и със засилване ролята на международните финансови центрове – както за определяне регионалната насоченост на капиталовите потоци, така

¹ Емил Панушев е ст.н.с. д-р в Икономически институт на БАН, секция "Международна икономика", тел: 9850595 (в. 855), факс: 9882108, e-mail: mpan@bas.bg.

и във връзка с влиянието им върху международните финансови пазари. Наред с това те се превръщат и в своеобразна алтернатива като място за инвестиране или участие в инвестиционния процес. Създадените в тях условия, най-вече политическата, икономическата и фискалната стабилност, са основа за развитието на финансовата индустрия и подкрепа на инвеститорите. В условията на последната криза финансовите центрове започнаха да играят и защитна роля при насочването на капиталовите потоци.

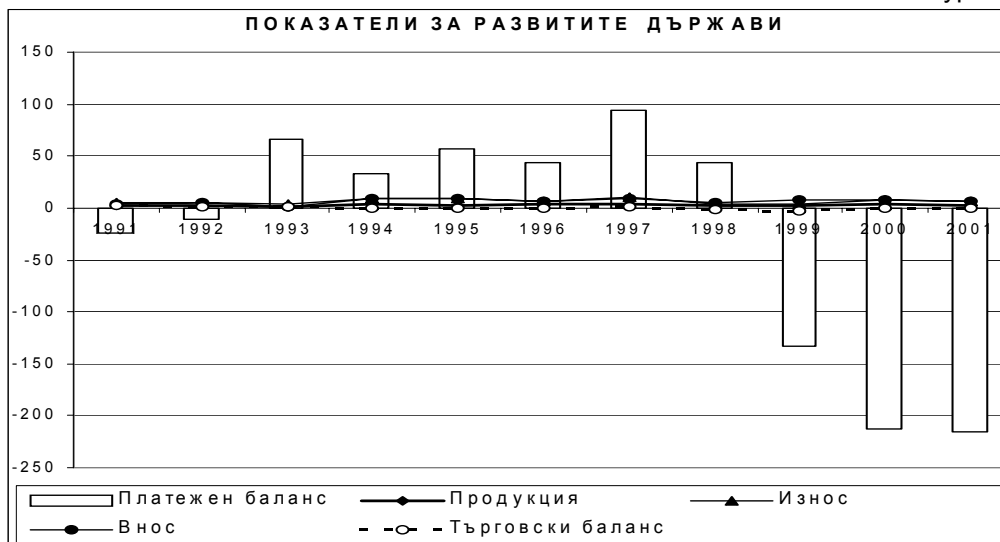
Целта на студията е да се очертаят главните тенденции в движението на капитали през 90-те години на XX век, структурата и факторите, които влияят върху тях. Резултатите от анализа обуславят необходимостта от оценка на регионалната им диференцираност, като се използва приетото групиране според методиката на международните финансови институции и се изследва влиянието на частните капиталови потоци в отделните региони. Значението на международните финансови центрове обуславя необходимостта от разглеждане на ролята им в световната финансова система за насочването на капиталовите потоци и специфичната функция на офшорните центрове.

1. Общи тенденции в световната икономика и движението на капитали

Движението на капиталовите потоци през 90-те години се определя от тенденциите в съсредоточаването на икономическата активност в различните групи държави. Главно място сред тях заемат развитите страни. През разглеждания период техните икономики показаха висока степен на балансираност в търговските баланси и доближаване на обемите на износа и вноса с произведената продукция. Както показват данните от фиг. 1, устойчивото функциониране на стопанствата им в средата на 90-те години доведе до значително насочване на капиталов ресурс, което се отрази на състоянието на платежните баланси. В края на периода редица фактори, особено възстановяването след финансовата криза от 1997 г., допринесоха за насочването на капитали към други центрове на икономическа динамика, най-вече възникващите пазари.

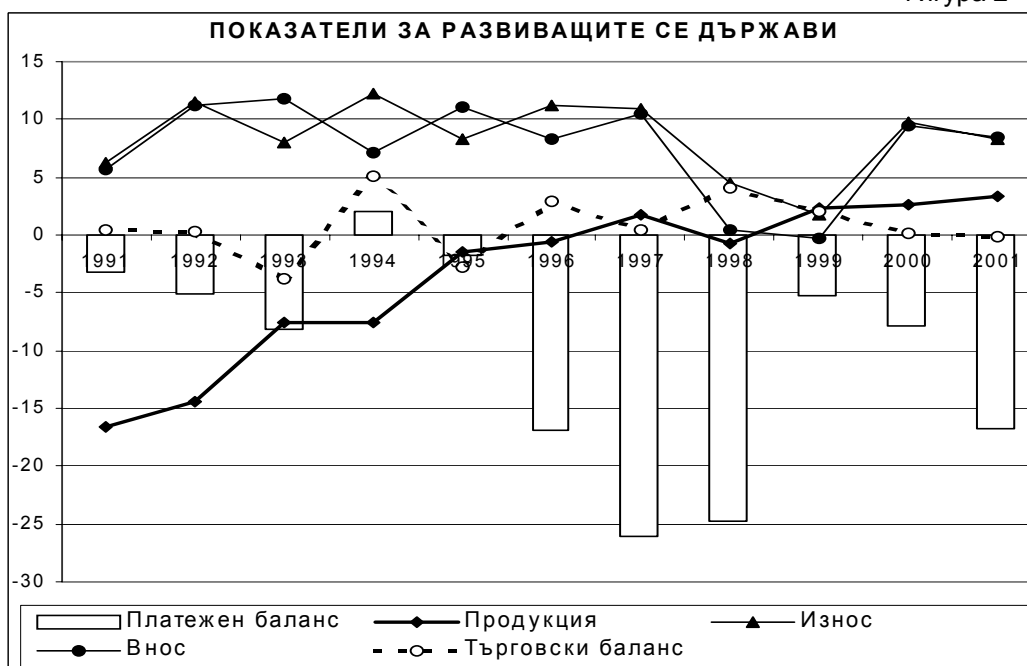
В същото време за другата голяма група държави, класифицирани от международните институции като развиващи се, разглежданият период се характеризира с голяма нестабилност по отношение на показателите на икономическо развитие. Преодоляването на отрицателните параметри на произведената продукция се свързва с намаляване на темповете на търговия, което е характерно за периода на финансовата криза (вж. фиг. 2). Данните сочат, че те най-силно са засегнати от нея поради факта, че предшествашите години се отличават с особено големи пасиви в платежния баланс, което с изключение на 1994г. се оформя като тенденция през 90-те години. С възстановяването на засегнатите икономики може да се очаква, че отново ще се наблюдава изтичане на капитали от тези държави.

Фигура 1



Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години

Фигура 2



Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години

Главна тенденция в движението на капитали от средата на 90-те години е формиращата се стабилност на насочването им към инвестиции на възникващите пазари, но в много по-малка степен към икономиките в преход. Това се обуславя от стремежа към разпределение на риска от инвеститорите в развиващите се държави, особено при проблеми с обслужването на външния дълг. При това ролята на портфейлните инвестиции намаляваше за сметка на преките, като освен регионалната диференцираност се наблюдаваше и значително вътрешнорегионално движение. Това доведе до засилено интегриране на възникващите пазари в световната финансова система и особено по отношение на значителния прилив на частни капиталови потоци. На тези пазари беше отбелязана и голяма диверсификация на инвестиционните портфейли.

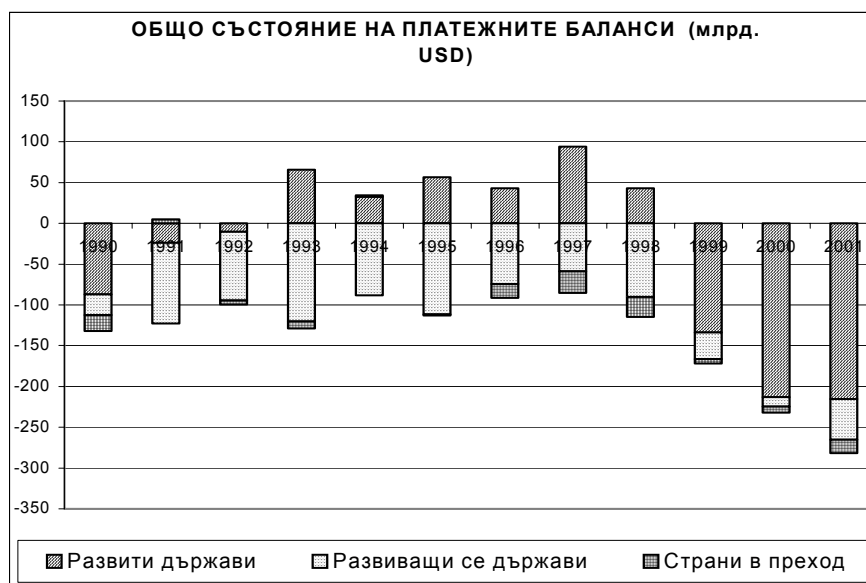
Като цяло тези фактори обусловиха и високата капиталова мобилност, която ясно пролича в условията на азиатската криза. Въпреки очертаващото се проявление продължиха значителните капиталови приливи, съпътствани от разширено междубанково кредитиране. Това постави въпроса за управлението на капиталовите потоци и за засилването на регулациите на финансовите пазари. Проблемите, които се очертаха в условията на кризата – особено във връзка с мобилните капитали и тяхната бърза преориентация към други региони и пазари, показаха че те са фактор, който не може да се регулира въпреки привлекателността им като краткосрочен ресурс.

В резултат от анализа може да се обобщи състоянието на платежните баланси за разглежданите държави и в частност да се оцени и показателят за страните в преход. Както се вижда от фиг. 3, през 90-те години наред с развиващите се държави и групата страни, определени като икономики в преход, също не са привлекли капитали. Ето защо и негативното равнище на платежните баланси за тези държави показва, че те не са обект на икономическа динамика, поради което не са атрактивни за насочване на капитали. Фактът, че след възстановяването от финансовата криза се очаква да се влоши състоянието на техните платежни баланси, може да се разглежда като отговор от една страна на международната финансова система на новите източници на икономическа динамика и на влиянието на международните финансови центрове върху насочването на капитали.

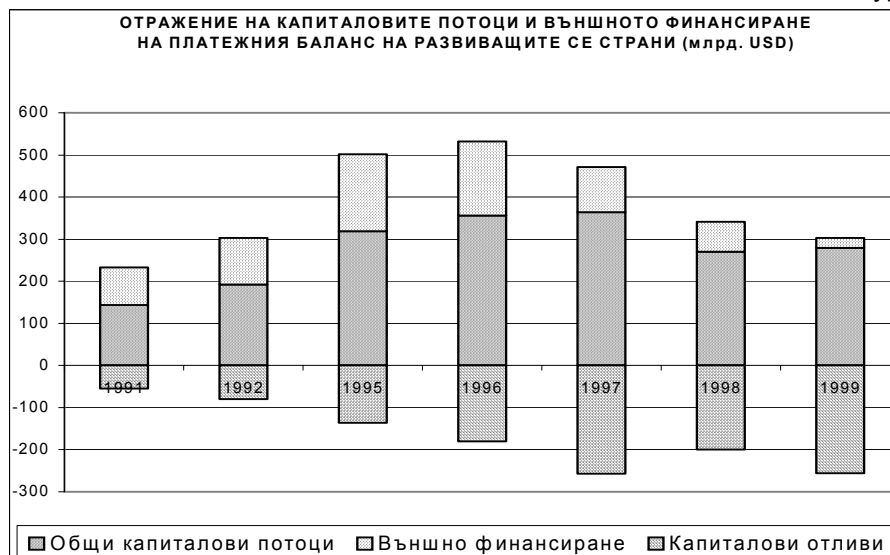
По-внимателното изследване на влиянието на отделните фактори върху платежните баланси на развиващите се страни показва, че за състоянието му са от значение общите капиталови потоци, външното финансиране и капиталовите отливи.² Както може да се види на фиг. 4, до средата на 90-те години най-големите капиталови приливи са по линия на общите капиталови потоци и външното финансиране. След влошаването на финансовите условия от 1997г. нарастването на капиталовите отливи се отразява най-силно върху състоянието на платежните баланси на разглежданата група държави, заедно с намаленото външно финансиране. По такъв начин в края на 90-те години положителният ефект от капиталовите приливи почти се неутрализира.

² Тази класификация интерпретира традиционното разбиране за капиталовите потоци като общи трансакции, съвкупни приливи (или отливи) и нетни отливи (или приливи). По-подробно въпросът е анализиран в Turner, Ph. Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends. BIS Economic papers April 1990, N 30, p. 31.

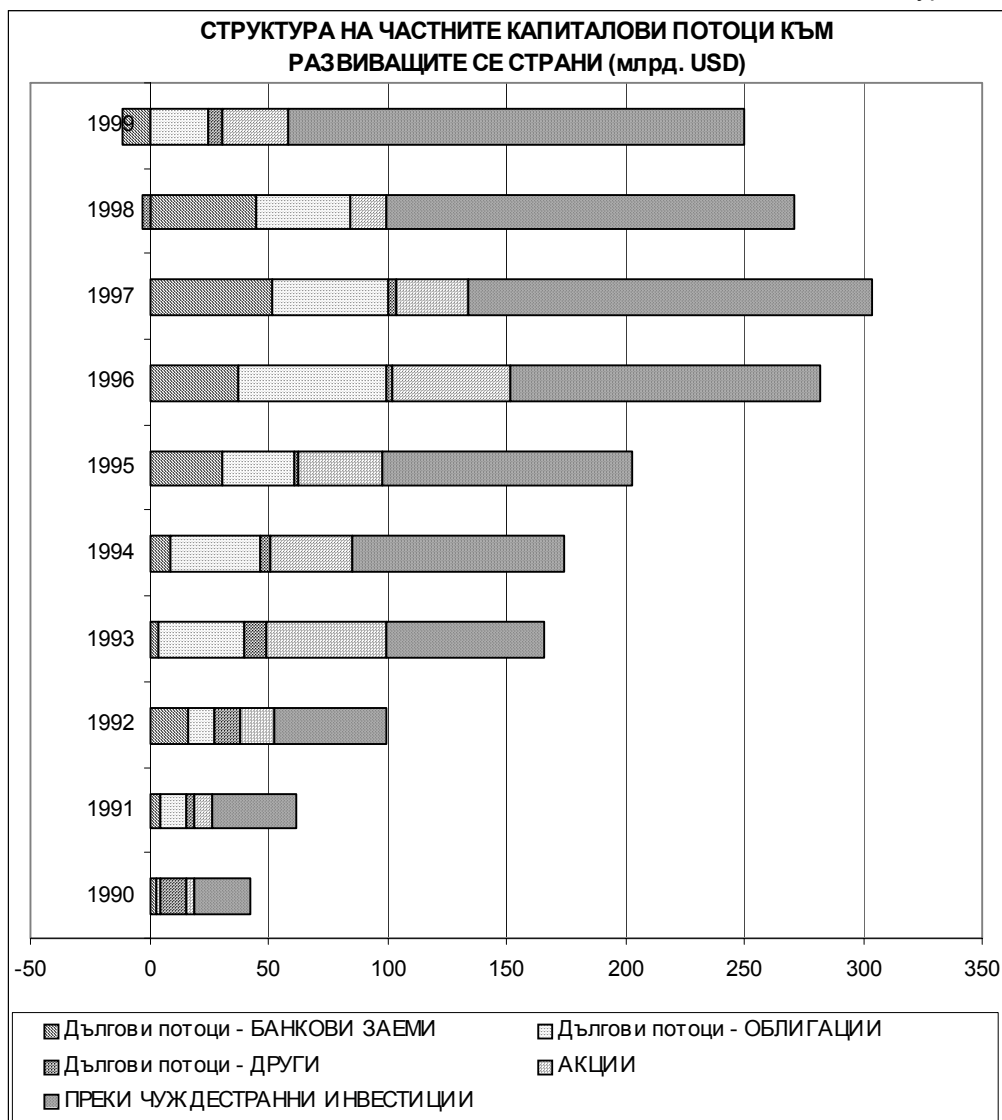
Фигура 3



Фигура 4



Фигура 5



Източник: Global Development Finance 2000. Analysis and Summary Tables. The World Bank, Washington, DC. 28 March 2000.

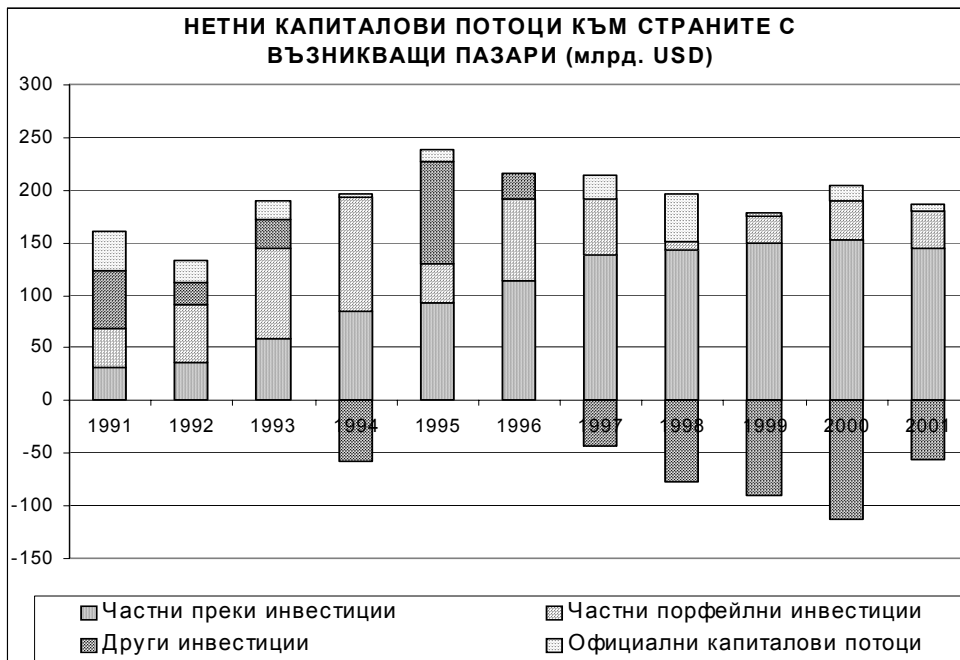
За посоченото състояние съществено значение има структурата и динамиката на частните капиталови потоци (вж. фиг. 5). Основни през разглеждания период са преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ), които имат преобладаващо значение в структурата на капиталовите потоци. На следващо място в инвестициите са портфейлните, които нарастват до кризата от 1997 г., и впоследствие драстично спадат. Наред със засилената инвестиционна активност се наблюдава и повишаване на външната задлъжнялост, особено по линия на краткосрочните дългови инструменти. Те,

особено банковите заеми, вследствие на кризата променят структурата си, което е показателно за наблюдаваното в края на 90-те години преструктуриране на банковите задължения и използването на международните финансови центрове. Другите дългови потоци са характерни за началото на периода, като постепенно се преоформят чрез инструменти на международните финансови пазари. Би могло да се очаква, че с намаляването на ролята на банковите заеми те отново ще увеличат значението си.

2. Структура на нетните капиталови потоци към възникващите пазари по региони

Един от привлекателните центрове на икономическа динамика през 90-те години се оказаха страните и регионите, характеризирани като възникващи пазари. Те промениха съществено насоката и структурата на капиталовите потоци в световното стопанство и стимулираха приобщаването на тези държави към процесите на глобализация. Както се вижда от фиг. 6, през 90-те години към тях се насочиха значителни обеми частни преки инвестиции, които след азиатската криза се оформиха като основен финансов ресурс за тази група. Съществена промяна настъпи в частните портфейлни инвестиции, които след мексиканската криза показаха тенденция към намаляване в края на периода.

Фигура 6

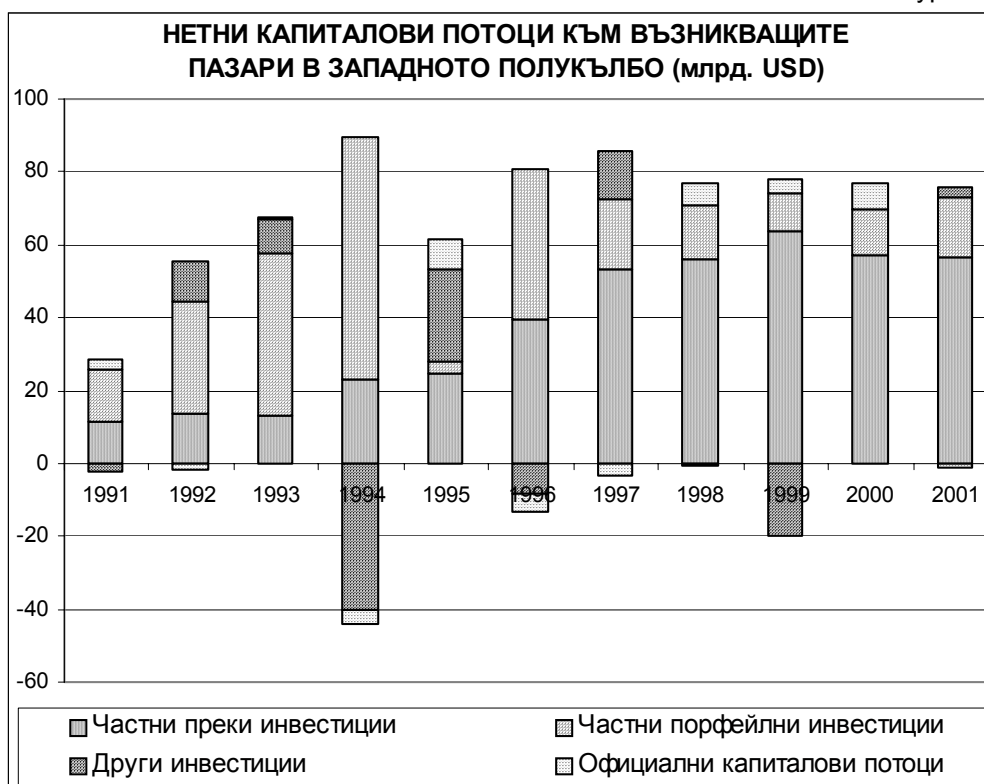


Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години

Най-нестабилни се оказаха другите източници на капитали – главно по линията на непостоянните и мобилните инвестиции, които в условията на криза бързо се оттеглят от регионите и така влошават икономическите условия. Това поведение е показателно както през 1994, така и през 1997г. и последващите, когато значителният отлив на капитали не можа да се компенсира с финансови ресурси от официални източници.

Най-съществени промени в структурата на капиталовите потоци се осъществиха на възникващите пазари в Западното полукълбо, особено в Латинска Америка. Както се вижда на фиг. 7, там в началото на 90-те години се наблюдаваше значителен ръст на частните портфейлни инвестиции. След мексиканската криза те намаляха и основни станаха частните преки инвестиции, които компенсираха спада в портфейлните.³

Фигура 7



Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години.

Тук и динамиката на мобилните инвестиции беше най-значителна – както при формиране на общия обем на капиталовите потоци, така и по отношение реакцията им на сътресенията на тези пазари, предизвикващи и

³ Turner, Ph. Capital Flows in Latin America: A New Phase, BIS Economic papers, May 1995, N 44, p. 32.

резки отливи, и спонтанни приливи. В определени години липсата им се компенсираше от официални капиталови потоци.

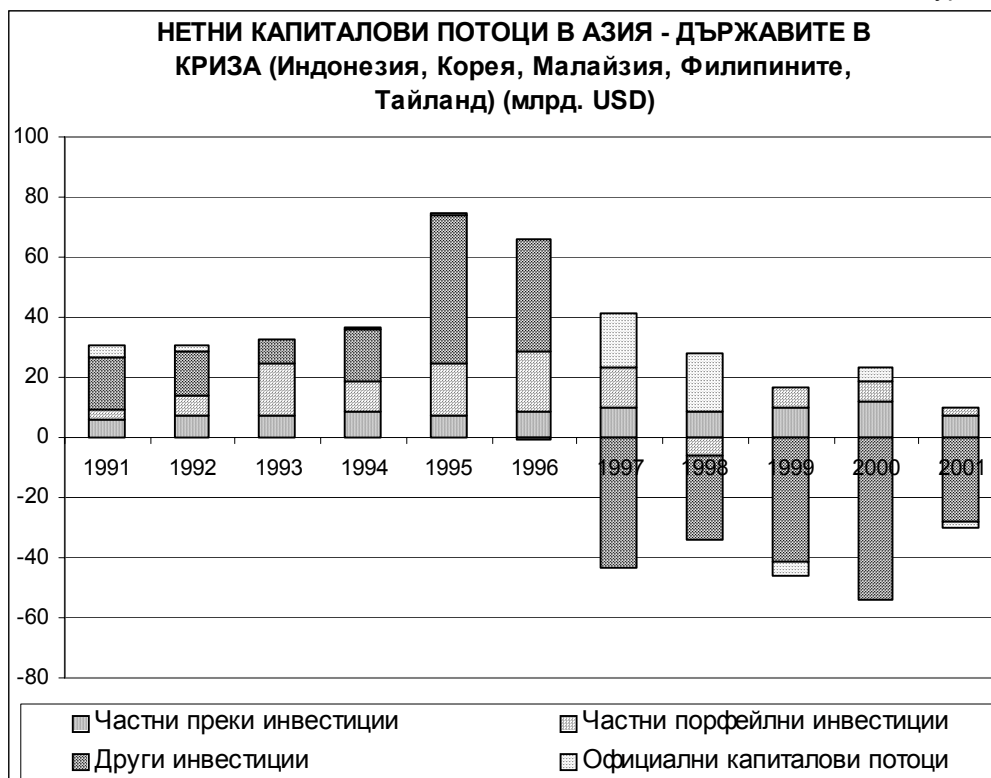
Най-динамично обаче беше движението на капитали в Азия, където в края на 90-те години бяха отбелязани както сътресения на финансовите пазари, така и най-масирани капиталови приливи и отливи. Основна причина за това беше икономическият растеж, за който допринесоха и значителните капитали потоци.⁴ Същевременно анализът показва, че тяхната структура и поведение може да се свърже с кризисните явления, което дава възможност да се оцени мястото им в икономическото развитие на двете групи държави в региона – най-засегнатите от финансовата криза (Индонезия, Корея, Малайзия, Филипините и Тайланд) и тези с възникващи пазари.

Изводите от представените на фиг. 8 данни се свързват, на първо място, със значителните приливи на инвестиции от различен характер в държавите от първата група, особено 1995 – 1996г., при относително постоянно равнище на частни преки инвестиции. Годишите на кризата и последващите се характеризират с обратна тенденция на отлив на тези мобилни инвестиции, което може да се смята и за един от факторите, ускорили финансовата криза и довели до отрицателни платежни баланси. В резултат бяха направени интервенции от официални финансови институции за подкрепа на платежните баланси с цел да бъдат компенсирани капиталовите отливи с капиталови потоци от официални източници под формата на краткосрочни заеми. През 1999г. тези действия доведоха до допълнително влошаване на платежните баланси, тъй като не можаха да компенсират значителното изтичане на капитали. Предвид несигурното състояние и опитите да се засили регулативната база се очаква значително количество капитали да се изтеглят от тези държави, което в най-добрия случай ще се компенсира само от частни преки инвестиции.

През разглеждания период на другите възникващи пазари в Азия се наблюдаваше различен модел на движение на капиталовите потоци. Още в началото на 90-те години основна форма на приток на капитали бяха частните преки инвестиции и финансирането от официални източници (вж. фиг. 9). Разширяването на притоците на преки частни инвестиции и оформянето им като основен източник на капитали беше характерно за разглежданите държави, особено в кризисния период. С развитието на икономическата динамика в региона настъпи отлив на портфейлни инвестиции, които се насочиха в първата група страни, а в кризисния период следваха общата тенденция. Поведението на другите инвестиции първоначално се определяше като отливи, придобили най-значителни размери през периода 1997 – 1998г., които се очаква да продължат. В тези страни обаче винаги е налице приход на капитали от официални източници, дължащ се и на съществуването на офшорен режим в някои от тях. Това допринесе в най-голяма степен за сравнително по-стабилното им състояние в условията на финансовата криза, както и за участието им в реструктурирането на финансовия сектор на развитите държави в региона.

⁴ Tang, M and J.Villafuerte. Capital Flows to Asian and Pacific Developing Countries & Recent Trend and Future Prospects. Asian Development Bank, Economic and Development Resource Center, November 1995, p. 7.

Фигура 8



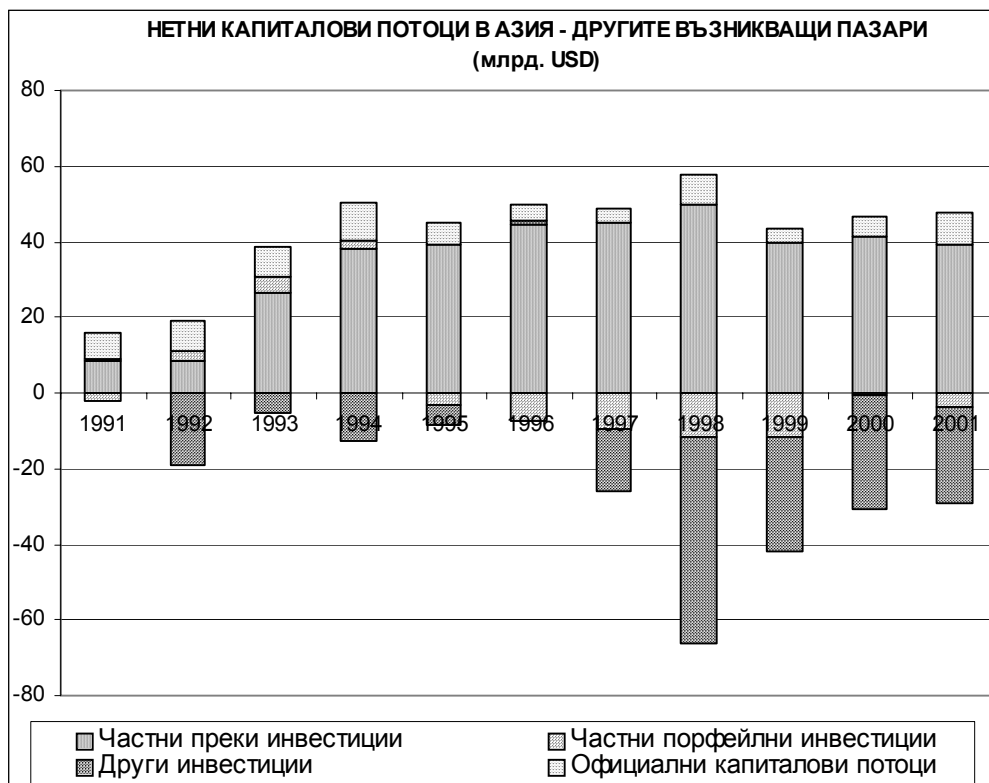
Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години.

Така представените тенденции в двата региона, привлекли най-значителни капиталови потоци – Западното полукълбо, основно Латинска Америка, и Азия – дават представа за тенденциите в насочването им, както и за тяхната структурата – насочването към преки чуждестранни инвестиции. В останалите региони картината е по-различна, поради което и динамиката е доста по-слаба.

В страните с възникващи пазари в Африка в началото на 90-те години се наблюдаваха значителни потоци на финансиране от официални институции, което компенсираше слабия приток на преки и портфейлни частни инвестиции (фиг. 10). Характерно за този регион е променливото присъствие на другите инвестиции, чиято мобилност е различна за отделните години – както масирани приливи, така и значителни отливи. От втората половина на разглеждания период, и особено след азиатската криза, се отчита по-голям ръст на ПЧИ, при значително присъствие и на портфейлните. Те компенсират спада в капиталовите потоци от официални източници и показват стабилно присъствие, макар и не в такива мащаби като в другите региони, въпреки сътресенията в международната финансова система. Наличието на голямо количество мобилни капитали може да се приеме като

причина за оставащото присъствие на официалното финансиране в тези държави.

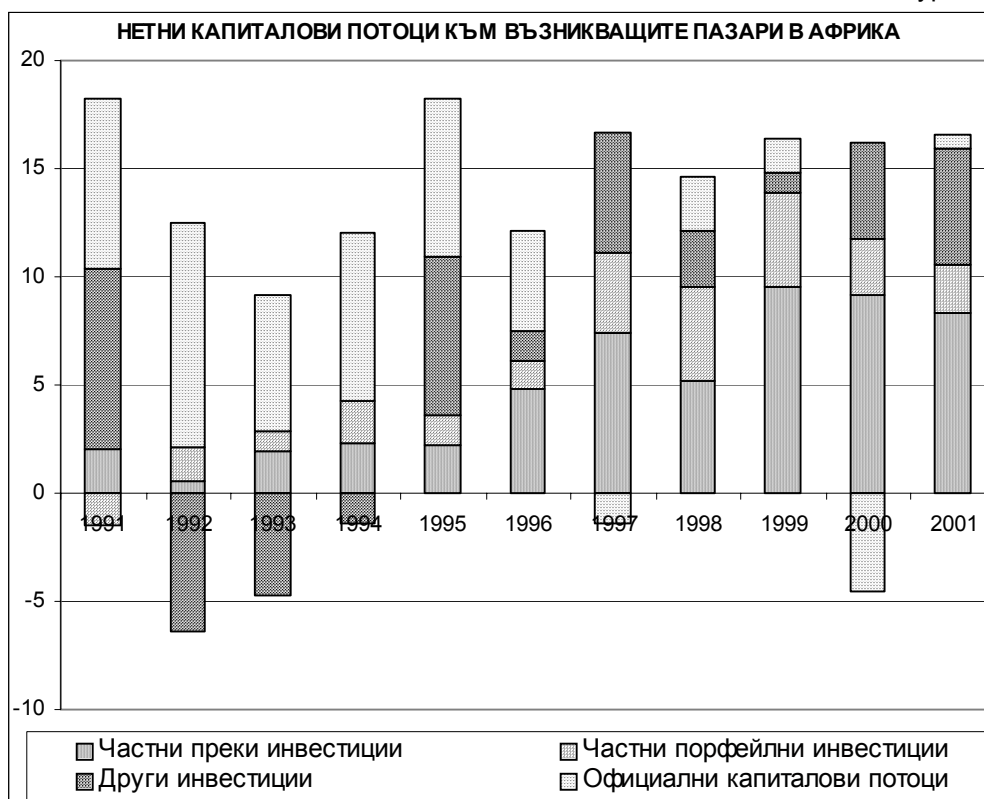
Фигура 9



Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години

От особено значение е движението на капитали в региона на Близкия изток и Европа и, където се намира и България. Както може да се види на фиг. 11, нашият регион не се характеризира с привлекателност за капитали и те остават в рамките на минимален обем ПЧИ. Значителен е и спадът в портфейлните инвестиции. Намаленото присъствие на тези два типа инвестиции се компенсира в известна степен с възстановяването на мобилните капитали, най-вече от засегнатите от криза държави. В същото време възстановяването на динамиката на основните икономически региони ще се отрази негативно на очакванията за присъствието на портфейлни инвестиции, а известното присъствие на мобилни инвестиции по-скоро може да се намали до минимум, тъй като регионът все още не показва възможности за растеж и развити финансови пазари.

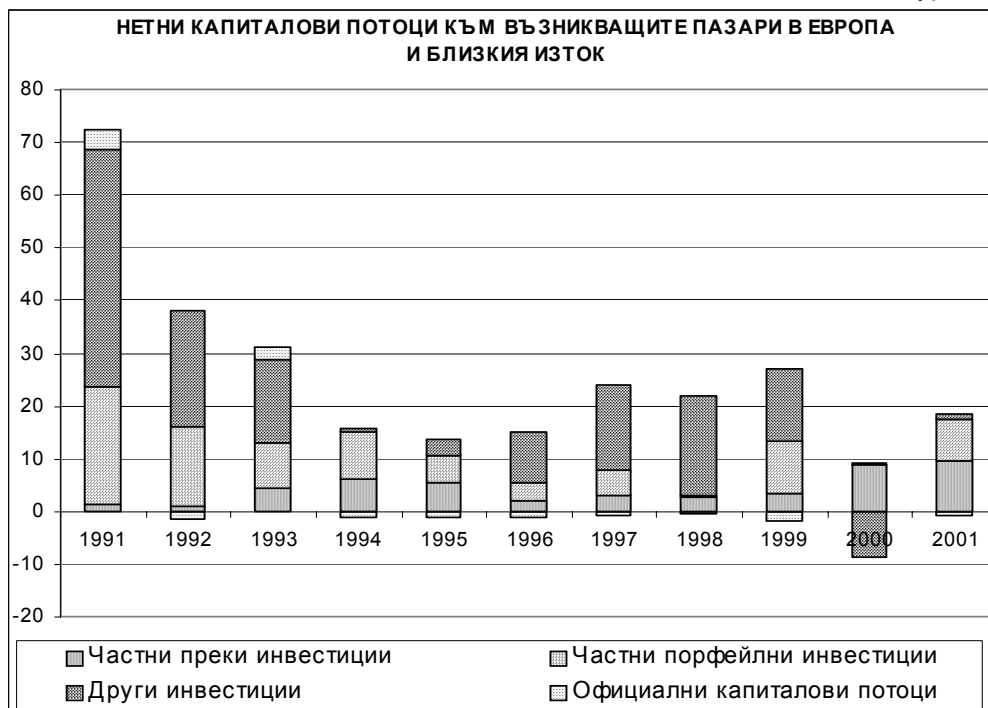
Фигура 10



Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години

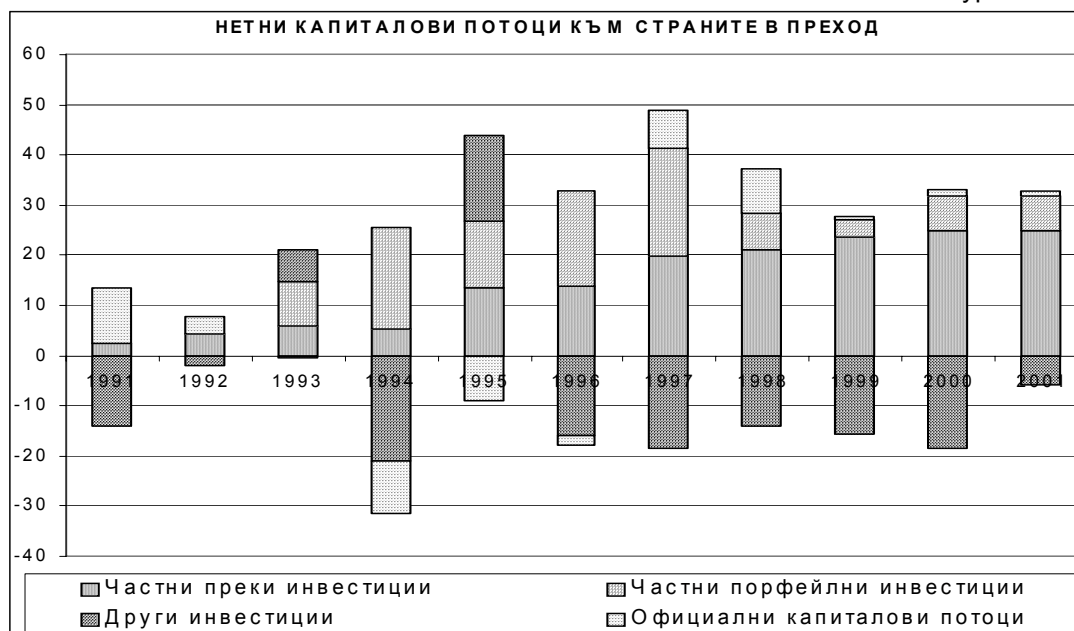
Така представените тенденции в регионалното насочване на капитали и тяхната структура насочват и към оценката за страните в преход, които се очаква да увеличат икономическата си динамика с напредването на процесите на трансформация в икономиките им. През 90-те години тези страни се приобщаваха към процеса на нарастване на притока на частни преки инвестиции за сметка на намаляването на портфейлните поради неразвитостта на капиталовите си пазари (вж. фиг. 12). Това естествено може да се свърже с ограничените възможности на националните фондови пазари и наличието на неикономически фактори, влияещи в постприватизационният период. Ако се вземе предвид и намаляването на притока на мобилни капитали, които за региона понякога са с недостатъчно ясен произход, се очертават ограничени възможности за използването на международния капиталов ресурс за стимулиране на растежа в тези икономики. Както се видя, в края на 90-те години, въпреки че регионът като цяло не беше засегнат от кризата поради слабата си обвързаност с водещите финансови и икономически центрове, се отбелязва трайна тенденция към отлив на мобилни инвестиции, които не се компенсират с други.

Фигура 11



Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години

Фигура 12



Източник: World Economic Outlook, IMF, за съответните години

Важен фактор за подобно насочване на капиталите е отсъствието на финансов център в региона, имащ възможност да оказва влияние върху съседните страни, което беше наблюдавано например в Азия. При това неизбежните рецидиви на прехода – използването на офшорни зони и държави за изнасяне на незаконно придобити капитали и за заобикаляне на законодателни недомислия, доведе до допълнително пренасочване на капитали от региона.

3. Регионална структура на частните капиталовите потоци

Както показва досегашният анализ, основно място в капиталовите потоци заемат частните капиталови потоци. Тяхната структура в значителна степен се определя от възможностите на региона, съответно на страната, за приемането им, както и създадените предпоставки, особено по отношение на развитостта на финансовата система. Те са израз на дифузията на технологичните изменения и са свързани с развитието на международната търговия, финансовите иновации и политическия климат на подкрепа на тяхното присъствие.

Преди 1990г. моделът на въздействие върху частните капиталови потоци се определяше главно от състоянието на платежните баланси. Развитието на процесите на либерализация на международната търговия и интернационализация на производството доведе до разширяване подкрепата за движението на капитали към развиващите се държави до дълговата криза от 80-те години.⁵

През 90-те години се отбеляза съществено засилване на активността на частните капиталови потоци, особено между двете кризи – мексиканската и азиатската. Особено силно бяха засегнати определени страни, което активизира намесата на международните финансови институции. В същото време значително се промени структурата и най-вече регионалната характеристика на частните капиталови потоци, особено тяхната променливост и мобилност. За това допринесе голяма група фактори, сред които можем да посочим:⁶

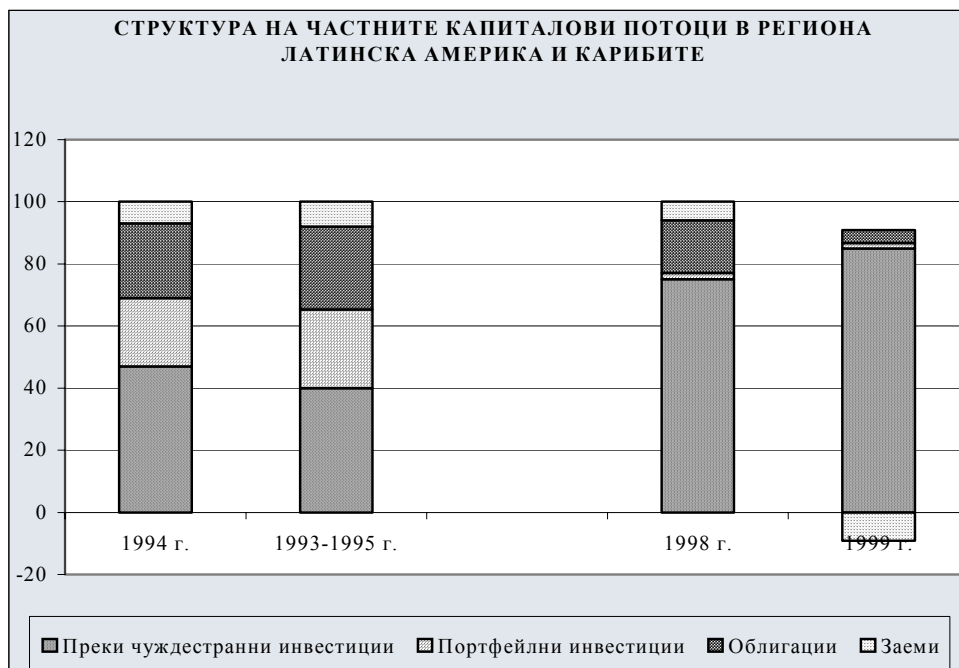
- пределната кредитоспособност на заемателите и мобилността при рисковите инвестиции;
- разширяването на хеджирането и обвързаността;
- системният риск и моралният хазарт;
- финансовите иновации;
- преките чуждестранни инвестиции като стабилизиращ фактор;
- политическите фактори;
- въздействието на международната финансова архитектура.

Ето защо е много важно да се оцени динамиката на частните капиталови потоци в отделните региони (дефинирани съобразно критериите на Световната банка и следваната последователност на предния раздел) и особено промяната в структурата им.

⁵ По-подробно вж. Private Capital Flows in Historical Perspective. – In: Global Development Finance 2000. Analysis and Summary Tables. The World Bank, Washington, DC. 28 March 2000, p. 119-139.

⁶ Пак там, с. 134-136.

Фигура 13



Източник: Global Development Finance. The World Bank, Washington, DC, за съответните години.

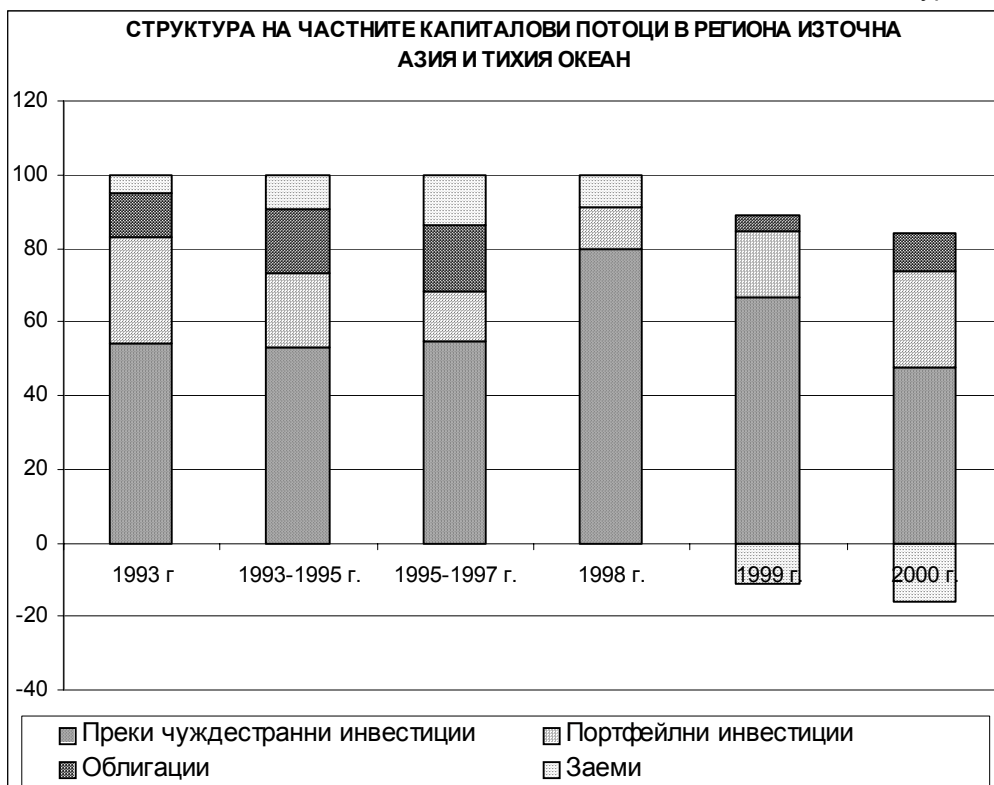
Анализът на структурата на частните капиталови потоци в региона на Латинска Америка и Карибите (вж. фиг. 13) показва, че от началото на периода те се характеризират с висока степен на диверсифицираност, която е резултат от значителното присъствие на мобилни капиталови потоци вследствие благоприятните икономически условия.⁷ През последните години промяната в структурата им се свързва с преобладаването на ПЧИ, липсата на портфейлни инвестиции, както и със спад във вложенията в облигации, които имаха важно място в региона, и с други финансови инструменти. През 1999г. се отбелязва и отлив на капитали по отношение на връщане на заеми към кредитни институции.

В региона на Източна Азия и Тихия океан за разглеждания период освен значителния ръст на ПЧИ се отбелязват и приливи за капитали по линия на краткосрочните и средносрочните заеми. Както може да се види на фиг. 14, през 1999г. този тип капитали се изтеглиха от района и една част от тях се преоформиха в портфейлни инвестиции, главно на възникващите пазари и особено на китайския. Въпреки това се очаква с възстановяването

⁷ По-подробно вж. Volatile Capital Flows. Taming Their Impact on Latin America. Inter-American Development Bank, 1996, p. 22-29.

на икономиката в региона да се увеличи потокът на инвестиции, най-вече в засегнатите от кризата държави.

Фигура 14



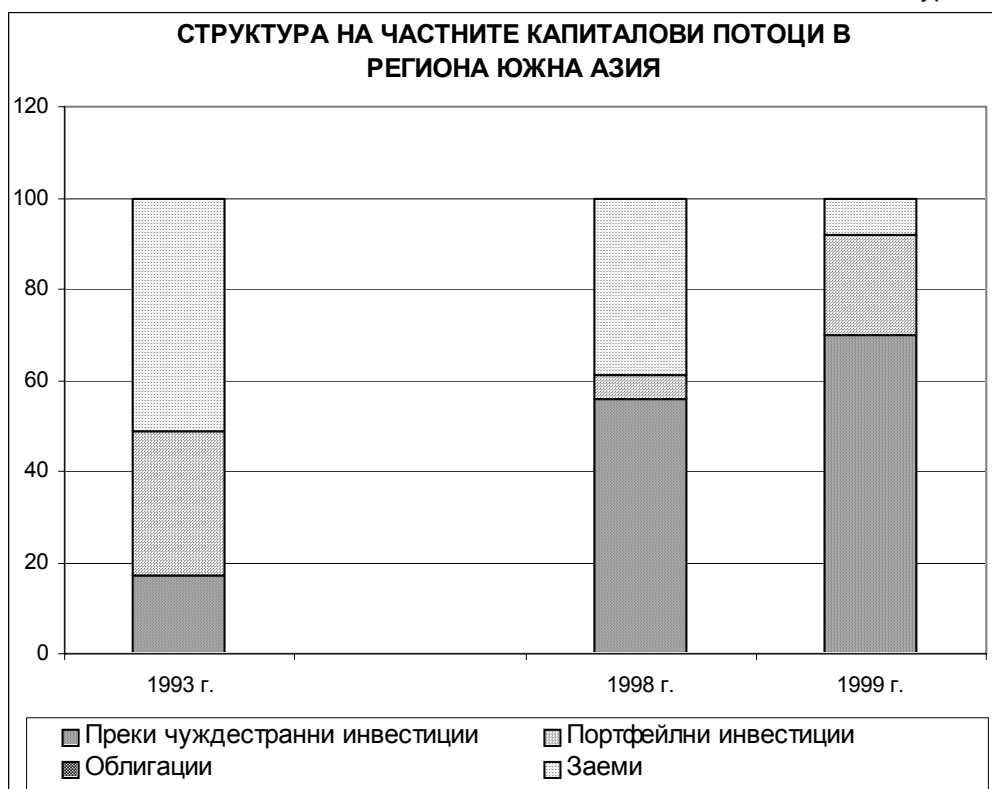
Източник: Global Development Finance. The World Bank, Washington, DC, за съответните години.

Особен интерес представлява регионът Южна Азия, където през разглеждания период беше отбелязана съществена икономическа активност (вж. фиг. 15). Докато в началото на 90-те години в капиталовите потоци доминираха заемите и портфейлните инвестиции, през последните години основните частни капиталови потоци са под формата на ПЧИ. С развитието на фондовите пазари, особено на индийския, се разшири присъствието на портфейлните инвестиции, въпреки, че не се отбелязва присъствие на инвестиции под формата на облигации.

Интерес представлява структурата на частните капиталови потоци в региона на Близкия изток и Северна Африка (вж. фиг. 16). През разглеждания период намаля значително делът на преките чуждестранни инвестиции и макар че през последните години се появиха и потоци под формата на портфейлни, те не бяха в съществени обеми въпреки разширеният достъп до международните финансови пазари. В известна степен това се компенсираше с емитирането на облигации. Най-значителен през този

период е притокът на капитали под формата на търговски заеми, което показва същественият им дял в общия обем на частните капиталови потоци.

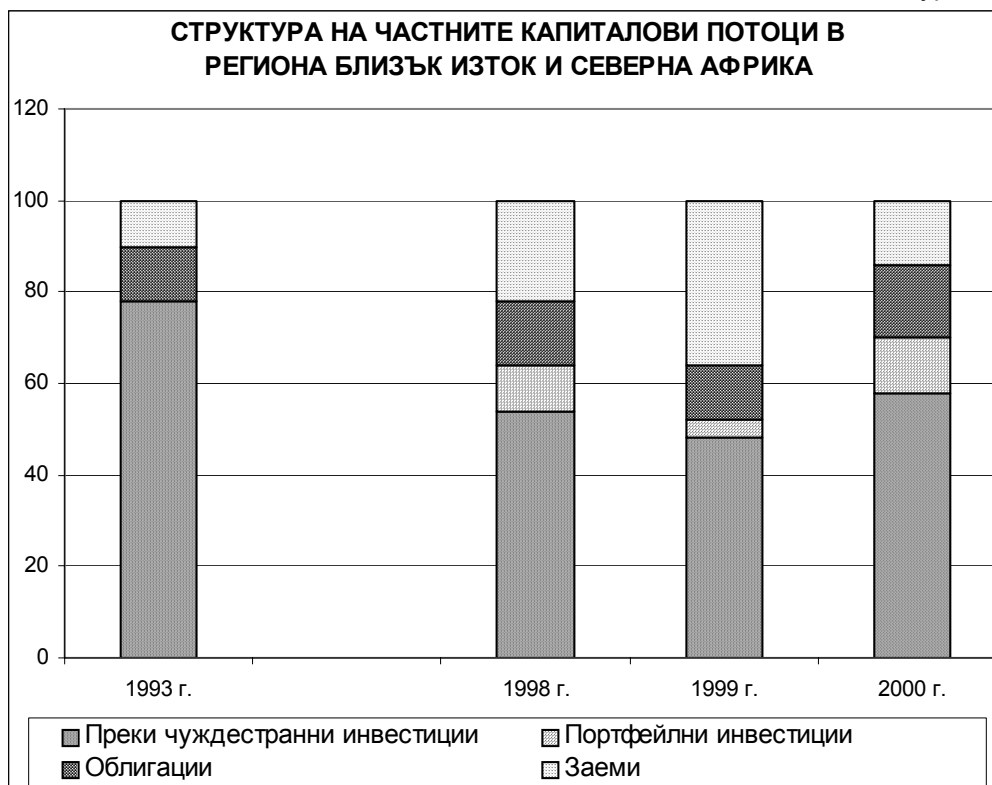
Фигура 15



Източник: Global Development Finance. The World Bank, Washington, DC, за съответните години.

В другата част на африканския континент, определена като Подсахарна Африка, през 90-те години се забелязва устойчива динамика, което се отрази и на структурата на капиталовите потоци. Характерно е високото равнище на частните преки инвестиции, както и на заемите от официални източници. Известното нарастване на портфейлните инвестиции в определени години е свързано и с възможността за развитие формите на инвестиране, предвид отсъствието на големи финансови пазари и центрове в региона (вж. фиг. 17). Поради това не се наблюдава прилагането на други финансови инструменти на инвестиране, например облигациите. През последните години беше отбелязано известно намаляване на инвестициите, особено по линия на заемите, но като цяло, предвид значителния икономически потенциал на определени държави в региона, особено на Република Южна Африка, преобладаващи са преките чуждестранни инвестиции.

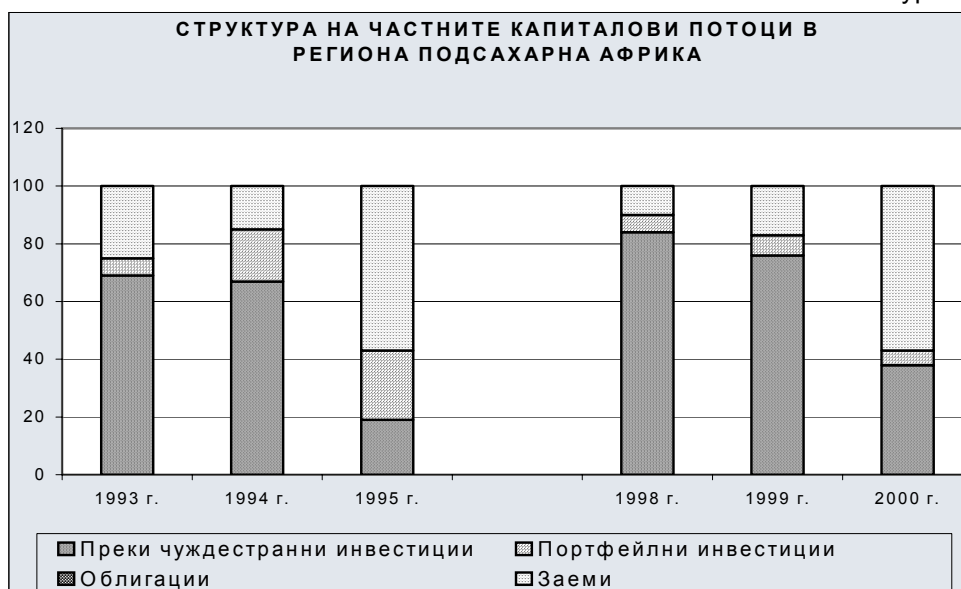
Фигура 16



Източник: Global Development Finance. The World Bank, Washington, DC, за съответните години.

Анализът на структурата на частните капиталови потоци може да завърши с региона Централна Азия и Европа, където се намира България. Този регион обхваща много различни държави, поради което и оценката е доста обобщена. На фиг. 18 е показано голямото разнообразие на използваните финансови инструменти при формирането на капиталовите потоци. За началото на периода е характерно прилагането на дългови инструменти, които преобладават в страните от Централна и Източна Европа и Русия. Отбелязаната ниска привлекателност за частните чуждестранни инвеститори е в резултат от провежданите икономически реформи, поради което през последните години продължава да се използват портфейлните инвестиции и облигациите, а също и заеми. Въпреки известното отдръпване на капитали по време на кризата в Русия и нейното отражение върху някои държави в региона, може да се очаква, че тенденцията към нарастване на ПЧИ ще продължи. Това е особено важно поради факта, че някои от държавите в региона ще се нуждаят от приток на капитали предвид режима на валутен борд в тях. В същото време стремежът към приобщаването им към Европейския съюз ще бъде фактор за насочване на инвестиции от Съюза към кандидатстващите страни по линия на предприсъединителната стратегия и в региона като цяло.

Фигура 17

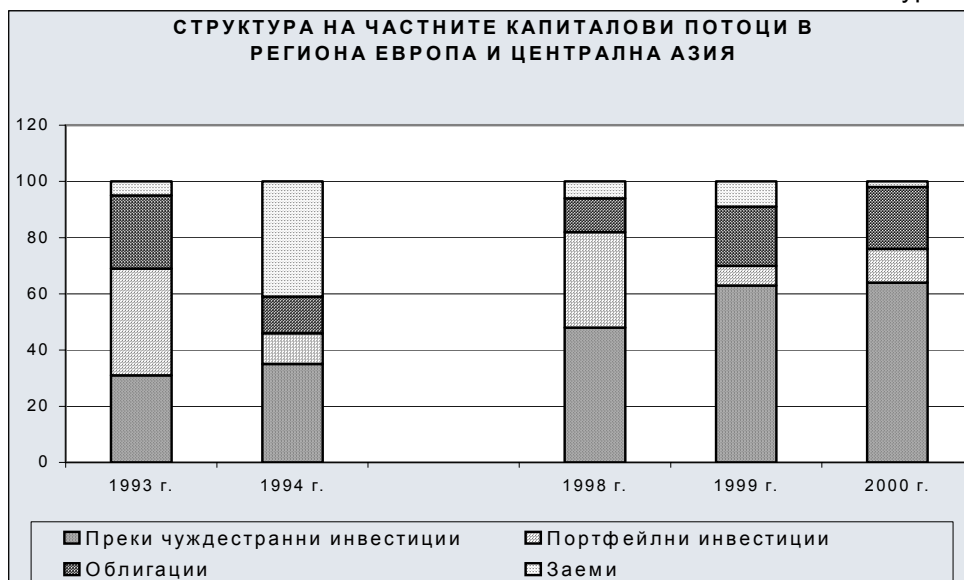


Източник: Global Development Finance. The World Bank, Washington, DC, за съответните години.

Глобализацията на световната икономика предизвика през 90-те години активизиране на капиталовите потоци, диверсификация на тяхната структура и засиленото им влияние върху икономическите параметри на определени страни и региони. Това се отрази върху състоянието на платежните баланси и доведе до различни ефекти, както като отражение върху регионалното обвързване на националните икономики, така и върху съседни региони и държави.

През анализирания период се наблюдава съществена промяна в насочването на капитали, свързана с преодоляването на характерната за 80-те години тенденция за насочване към развитите държави. Все повече капиталовите потоци стават израз на приобщаването на развиващите се страни към световната икономика. Както се вижда от изследването, 90-те години са показателни за прехода от портфейлни инвестиции към преобладаващо насочване на капитали под формата на ПЧИ. Развитието на финансовата система доведе до използването на различни финансови инструменти в посока към привличането на капитали.

Фигура 18



Източник: Global Development Finance. The World Bank, Washington, DC, за съответните години.

Регионалната насоченост на капиталовите потоци се определя от икономическата динамика, която беше особено характерна за средата на 90-те години. В същото време обаче сътресенията на определени пазари доведоха до дефинирането на една особена група мобилни капитали под формата на краткосрочни и високодоходни инвестиции, които бяха най-същественият елемент на капиталовите отливи. Това се прояви както при мексиканската криза от 1994г., така и при азиатската от 1997г. Поведението на тези капитали влияеше съществено върху състоянието на платежните баланси и негативните ефекти от тяхното бързо изтегляне не можаха да се намалят дори и с интервенции от международните финансови институции.

Изследването на регионалната структура на капиталовите потоци определи водещото място на частните преки инвестиции, които преобладават в региони с икономическа динамика и са относително по-слабо представени в такива с нестабилна икономическа и политическа ситуация. Както се видя от анализа, с възстановяването на страните, засегнати от финансовата криза, те отново ще се насочат към регионите с икономическа динамика.

4. Развитие на международните финансови центрове

Международните финансови центрове се развиха през последните години в резултат от създаването на относително стабилна регулация на международните валутно-финансови отношения и дефиниране на регионалната структура на капиталовите потоци. Наред с това се засили офшорният характер на финансовите центрове, което допълни техните предимства.

За развитието на финансовите центрове в значителна степен спомага динамиката в световното стопанство, глобализацията и секюритизацията, развитието на финансовите услуги, което увеличи конкуренцията между съществуващите центрове и формирането на новите.

Дълго време правителствата и централните банки не оценяваха ясно предимствата от съществуването на финансови центрове в техните страни. Факт е, че близо 500 хил. от заетите в голям Лондон работят във финансовия бизнес, а доходите, генерирани от финансовата индустрия в Ню Йорк, се отразяват в значителна степен върху платежния баланс на страната. Нарастването на финансовите услуги включва бизнес-средите, което наложи да се преразгледат регулациите по отношение на финансовите центрове. За промяната на обществените нагласи към тях допринесе и развитието на информационните технологии, които разшириха възможностите на съществуващите финансови центрове. Съвременният финансов център се характеризира с добре управлявана икономика, фискална стабилност, отлични взаимоотношения между властите и финансовата индустрия, бързо реагиране на промените на пазарните влияния.

В сегашните условия нараства значението на финансовите центрове както по отношение на разширяване възможностите за търговията и индустрията, така и във връзка с реализирането на икономии от мащаба на съсредоточаването на финансовото обслужване и предлагането на банкови услуги. Това е от особена важност за финансовите пазари, тъй като се облекчават инвеститорите и емитентите на ценни книжа, както и регулирането на търсенето и предлагането на пазара. Същевременно нараства необходимостта от информация и нейното съчетаване, което повишава зависимостта на финансовата индустрия от нея. Съвременните финансови центрове предлагат:

- индивидуални и корпоративни банкови услуги;
- глобални охранителни и осигурителни услуги;
- операции с държавни ценни книжа;
- управление и администриране на доверителни фондове;
- корпоративно и фирмено администриране;
- управление на инвестиции и консултации;
- емитиране на ценни книжа;
- качествена инфраструктура и застраховане;
- допълнителни ползи при заетост и пенсиониране;
- счетоводни и правни услуги.

Посочените услуги създават възможности за ефективно управление на инвестиционния процес, изграждане на частни доверителни фондове, задбалансово финансиране и операции с държавни ценни книжа – съществени дейности, особено за партниране с други финансови центрове.

Ролята на международните финансови центрове нараства през 70-те години вследствие на развитието на международните финансови пазари. Във връзка с това в литературата се срещат редица термини – световен, регионален, международен, офшорен финансов център; международен,

офшорен банков център.⁸ Критериите са главно дейностите, в които се специализира даденият финансов център, както и влиянието му върху съседните региони и държави.

За световно значими финансови центрове като Лондон и Ню Йорк е характерно, че те се развиват като финансови пазари и съсредоточават финансови ресурси, докато другия тип финансови центрове се свързват с финансово-посредническа дейност и съсредоточават средствата в региона и неговата околност. Според начина на развитие на дейностите в даден регионален център той може да бъде национален или международен. Това зависи главно от неговата насоченост – като предлагащо ориентиран или търсещо ориентиран, което в значителна степен се определя от националните правителства и стратегията за развитието му.

Два са основните фактори, които обуславят тежестта на финансовия център в световен аспект. Единият е значението на банките и другите финансови институции за международното кредитиране, международната търговия и управлението на фондовете. Вторият е свързан с размера на пазара или пазарите, на които се търгуват ценните книжа – акции, облигации или техните деривати. Това определя конкуренцията между финансовите центрове по отношение на капиталовите пазари.

Най-големите финансови центрове – Лондон, Ню Йорк и Токио – имат универсално развити финансови пазари, доминират и на валутните пазари, което ги отличава от други развити центрове с международна специализация.

Икономическият ефект от функционирането на центъра е свързан с резултатите от развитието на местната икономика и разширяването на позициите на страната. Оценките на ползите от съществуването на финансовите центрове са свързани със следното:⁹

- създаване на ефекти от разполагането поради промяна в съществуващата отраслова структура по отношение на локализирането на отрасли и фирми, тяхното съчетаване предвид наличието на местен капиталов пазар и връзката му с регионални и световни финансови пазари, водещо до оптимизиране на финансовите ресурси;
- увеличаване на регионалната заетост – международният финансов център развива финансови и други свързани с него индустрии като правни, счетоводни печатни и транспортни сектори, които разширяват местната заетост;
- осигуряване на допълнителни доходи чрез генерирането на данъчни приходи – лични и корпоративни, регистрационни такси за чуждестранни финансови институции, такси върху транзакции и търговия с ценни книжа, данъци върху недвижими имоти и капиталови операции, които привличат инвестиционен капитал за менажиране от местни финансови институции;
- стимулиране на интернационализирането на местната икономика – локализирането на международни финансови институции привлича

⁸ Park, Y. S. Introduction to International Financial Centres: Their Origin and Recent Development. – In: International Banking and Financing Centres, 1989, Ed. by Park, Y.S. and E. Mussa, p. 4-5.

⁹ Пак там, с. 5-6.

чуждестранни инвеститори в местната икономика, както и информация за финансовите и търговските стимули, сливанията и поглъщанията, които засилват капиталовите потоци;

- увеличаване на финансовите дейности на многонационалните корпорации – това е характерно за офшорните центрове поради благоприятните данъчни и регулативни клаузи; повишава се финансовата гъвкавост на застрахователните компании, които работят с многонационалните корпорации.

Нарастващата роля на финансовите потоци и дейности засилва значението на финансовите центрове в икономически, политически и социален аспект. Тяхната история показва регионалната им значимост, което се вижда в развитието се през 90-те години центрове в Латинска Америка и Азия. За това в голяма степен допринесе и политическата подкрепа на САЩ, Япония и измененията в евравалутните пазари.

Интегрирането на финансовите пазари в глобален пазар с 24-часова търговия повиши ролята на международните финансови центрове и възможността за бъдещото им развитие, особено участието им в инвестиционната дейност. Това се изразява в тяхната стимулираща и координираща функция при планирането на териториалното разположение, регулативните рамки и други необходими инфраструктурни предпоставки, определящи международния финансов център.

Предимствата от създаването на финансовите центрове и възможностите им за въздействие върху развитието на страните имат отношението към тяхната собствена политика, както и към изграждането на нови такива. За това допринася и развитието на финансовите пазари, и връзката със сега съществуващите центрове. Особено при това е формирането на европейското финансово пространство и унифицирането на банковите регулации в ЕС. Това се отнася преди всичко за офшорните центрове и най-вече за тези, свързани с ЕС, които променят своите регулации. Като цяло обаче преобладаващите международни финансови центрове ще разширяват надрегионалните и глобалните си функции.

Наред с развитието на международните финансови центрове в рамките на Европейското икономическо пространство се насърчава координирането на дейностите и на вторичните и регионалните финансови центрове. Такава мрежа в рамките на Асоциацията на европейските финансови центрове¹⁰ е в контекста на хармонизиране на регулациите на Европейския съюз и е насочена към предоставяне на информация и финансови услуги, които не са развити в глобалните финансови центрове, особено за малките и средните предприятия, както и към подпомагане достъпа до капитали и услуги, съответстващи на условията в страната.

¹⁰ През 1992г. се създава Асоциация на европейските регионални финансови центрове като съвместна инициатива на финансовите центрове Барселона, Билбао, Лион, Шотландия, Щутгарт и Торино. От 1996г. асоциацията се преобразува в Асоциация на европейските финансови центрове, в която освен регионалните се включиха и вторичните финансови центрове в ЕС и Европейското икономическо пространство (ЕИП). Характерно за Асоциацията е дейността по приобщаването на асоциираните страни и възникващите пазари в страните от Централна и Източна Европа за възприемане на финансовите регулации в ЕИП.

Развитието на международните финансови центрове е естествен отговор на банковите институции при организирането на техните операции, поради което за функционирането на финансовите центрове са необходими редица предпоставки. Съвременните международни финансови центрове изискват високотехнологична инфраструктура – телекомуникации, въздушен транспорт, счетоводни и правни услуги, което затруднява много страни при обслужването на националните пазари. Съсредоточаването на големи финансови институции намалява разходите за локализация и обслужване на клиенти от много държави, което в повечето случаи ги концентрира в определени центрове.

От особено значение при международното банкиране е бързото опериране с пазарна информация, което е необходимо условие за активното участие във финансовия сектор. Затова е важно развитието на междубанковото сътрудничество, особено при кредитните транзакции. Международното банково синдициране изисква координиране и съвместна работа между банките – условия, които в най-голяма степен се предоставят от международните финансови центрове. Тяхната бизнес-среда улеснява взаимодействието между банките и другите финансови институции както по отношение на синдицирането, така и при подялбата на риска, по-доброто използване на възможностите на валутните пазари, инвестирането на реализираните икономии с висока доходност и намален риск.

Един от особените ефекти на локализационните икономии е лесният достъп както за инвеститори, така и за заемодатели. При международното банкиране финансовите центрове създават възможности за екстензивно инвестиционно присъствие в съседните държави, като насърчават икономическата динамика. Бързото развитие на финансовите услуги обуславя следните направления:¹¹

- Замянната на скъпите агенти, локализирани в деловите центрове с компютърни терминали, които дават възможност да се следи състоянието на финансовите индекси навсякъде. Това спомага за преодоляване на границите от банките и другите финансови институции.
- Преминаването от кешови към деривативни продукти – особено фючърсите, опциите и суаповете. Дериватите са значително по-евтини както за инвеститорите, така и за кредиторите и увеличават в значителна степен ликвидността.
- Намаляването на ролята на агентите. Секюритизацията е благоприятна за елиминирането на банковите посредници, за повишаване ролята на институционалните инвеститори чрез директни проговори с компаниите за придобиване на активи и за намирането на клиенти за техните застраховки без посредници.

За ефективното функциониране на финансовия център са необходими правителствени и законодателни регулации и стимулиране на международно ориентираните стопански субекти. Това се вижда особено ясно при отчитане на ролята на азиатските финансови центрове Токио, Хонконг и Сингапур в региона. При отварянето на финансовите пазари към другите международни

¹¹ Financial Centres. Survey. – The Economist, June 27th 1992, p. 30.

финансови центрове в значителна степен се улеснява и достъпът до Европейското финансово пространство чрез адаптиране към условията в него и разширяване на връзките му със световното стопанство.

5. Ролята на офшорните центрове

Като правило регионалните финансови центрове концентрират финансови дейности като банкирането и застраховането и спомагателни дейности от финансовия бизнес, които привличат външни клиенти. В този контекст офшорните центрове са международни финансови центрове, съсредоточаващи финансово посредническа дейност главно за нерезидентни заематели и депозитори. Благоприятното третиране в регулациите допринася за техния растеж като многостранни и привличащи международни финансови институции. Тази позиция на активно привличане е фактор за просперитета на голяма част от тях и често в практиката офшорните центрове се възприемат като международни финансови центрове.

Като допълнителен стимул може да се добави следваната финансова и парична политика, която при офшорния център позволява и използването на други парични единици. Интернационализирането на финансовите условия води до допълнително регулиране чрез изграждането на офшорни фондове. Потенциалите на такива фондове се увеличават чрез вливането на капиталовите потоци от местните пазари към депозити в офшорните центрове поради липсата на данъчни облекчения върху тях.

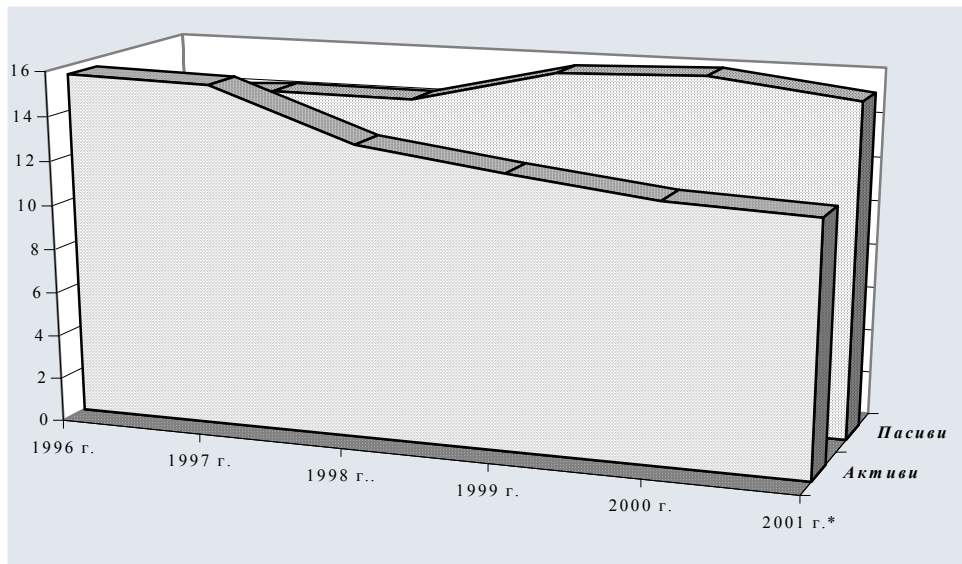
Намаляването на данъците се превръща във важна предпоставка за развитие на финансовите услуги, а впоследствие и на нови квалификации. Благоприятната правна среда, особено за чуждестранните инвеститори, им дава възможност да реагират на пазарните влияния. Ако се анализира относителният дял на заемите и депозитите на банките в офшорните зони (вж. фиг. 19), ще се види, че след финансовата криза от 1997г. кредитната им дейност значително намалява, а депозитите нарастват до около 20% от общите банкови депозити, което показва съсредоточаването на значителни ресурси в тези зони.

Поради това усъвършенстването на законодателството и регулациите, подкрепяни от правителствата, са в посока към подобряване на инвестиционния климат. Целта е да се неутрализират външните влияния и тези центрове да се развиват като част от световната регулативна система.

Един от фактите, илюстриращи успеха на офшорните центрове, е, че 61 данъчни пристанища управляват 5 трлн. долара от офшорните фондове, от които 40% са спестявания на международните тръстове,¹² а това в известна степен се отдалечава от традиционната дейност на данъчните пристанища. В този смисъл офшорните центрове стават икономическа сила, въпреки че акумулират предимно реални ресурси, докато емитирането на дългови ценни книжа остава приоритет за развитите държави. Както се вижда на фиг. 20, те стават основен източник на такива книжа за сметка на намаляването на офшорните центрове, другите страни и международните институции.

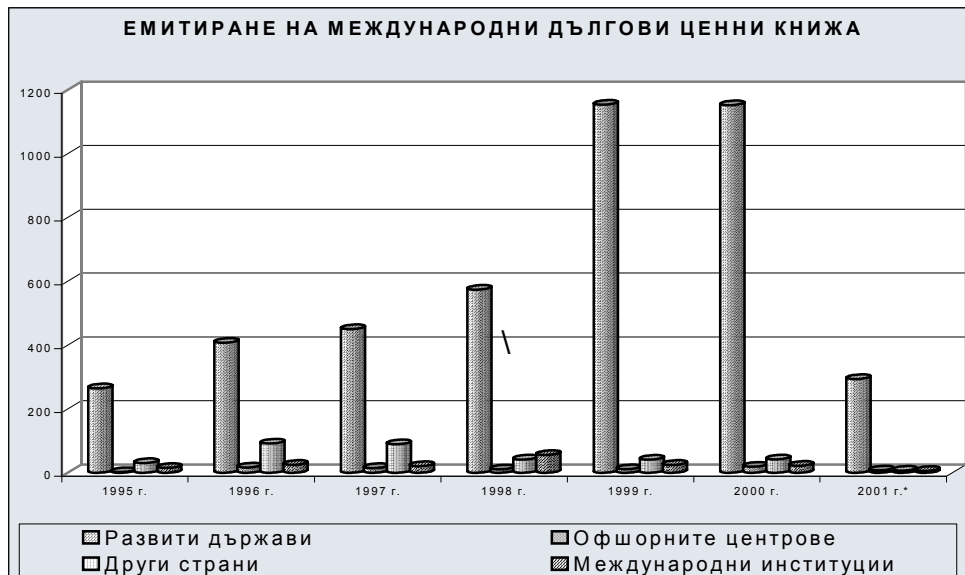
¹² Golgsworth, J. A Bright Future in The Changing Offshore World. – In: The International Offshore & Financial Centres Handbook 1999-2000, Mondaq Ltd., London, p. 6.

Фигура 19
Относителен дял на активите и пасивите на банките в офшорните зони



7. Данните са за първото тримесечие на годината
Изчислено по: International Banking and Financial Market Development. Bank for International Settlements Quarterly Review, за съответните години.

Фигура 20



7. Данните са за първото тримесечие на годината
Изчислено по: International Banking and Financial Market Development. Bank for International Settlements Quarterly Review, за съответните години.

За оценката на офшорните центрове е важно тяхното дефиниране, тъй като те обхващат различни държави и въпреки това имат обща характеристика и без съмнение координират своята юрисдикция.

В ЕС терминологията и класификацията не е хармонизирана. Някои центрове са част от територията на страната – например във Великобритания такива зони се характеризират с ниска данъчна ставка, стимули, освобождаване от данъци и улеснен достъп до финансови услуги, което придава офшорен характер на много дейности. Предизвикателството идва от държави, които не са офшорни центрове и предлагат икономически и предимно политически предпоставки, като на практика това се превръща в концентриране върху създаването на данъчни пристанища.

Развитието на свободната търговия и премахването на границите като първи етап от икономическата интеграция, последвано от митническият съюз и общия пазар и т.н., водят впоследствие до унифицирането на валутната, данъчната, социалната и други политики. Развитието на политическата интеграция поставя малките страни в положението да се присъединяват към практики, които не съответстват на интересите им. Самият факт, че в ЕС няма институции, правна и законодателна уредба за хармонизиране на корпоративното подоходно облагане създава допълнителни предпоставки за развитието на офшорните центрове по линия на данъчните предимства. Стремелът към хармонизиране на данъците на по-ниски равнища за стимулиране на търговията и развитието в голяма степен влиза в противоречие с прилаганите в много държави данъчни стимули (например Дъблин, Люксембург и др.).

Развитието на финансовите пазари, особено в Лондон, и регулациите, свързани с него, го поставят в значителна степен в позицията на офшорен център. В същото време правителството насърчава офшорните центрове в островите от канала (Ман, Джърси и др.), които са независими политически, но са обвързани със Ситито. Такъв статут се подкрепя от правителствата на Великобритания и САЩ, което допринася за подобряване на външната среда на офшорните центрове, особено при привличането на чуждестранните инвестиции. Такъв тип регулации се отнасят до следните области:¹³

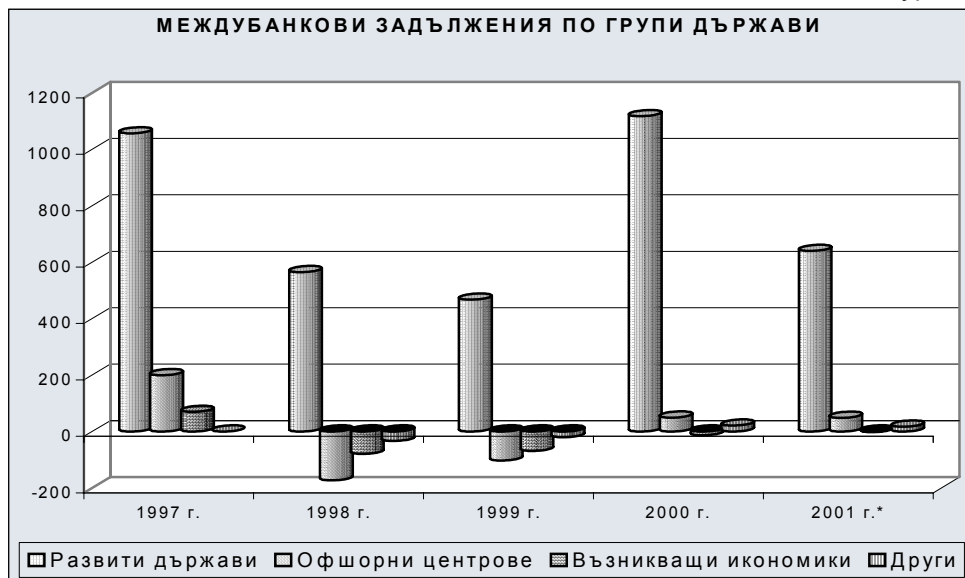
- Застрахователните компании трябва да се регистрират както по основната, така и по инвестиционните си дейности.
- Чуждестранните консултантски фирми. Необходимо е те да се регистрират както местните.
- Инвестиционните фондове, които управляват не само свои, но и чужди фондове, имат възможност да ползват защита.
- Специалните техники, използвани от компаниите при оформянето на балансите им.
- Заетите в инвестиционните дейности.

Модерните комуникации и администриране подобряват функционирането на финансовите центрове. Това в особено голяма степен се наблюдава при международното банкиране. Фактът, че много банки използват офшорните центрове за свои операции и като възможност за корекции на баланси и преоформяне на финансови ресурси, е характерен

¹³ The Investment Business Law 1999. Jersey Financial Focus. Summer 1999.

особено в края на 90-те години като следствие от финансовата криза. Както се вижда на фиг. 21, след насочването на финансови ресурси – отбелязани по линията на междубанковите задължения – се забелязва постепенно пренасочване на капиталовите потоци в традиционните международни финансови центрове.

Фигура 21



7. Данните са за първото тримесечие на годината.
Изчислено по: International Banking and Financial Market Development. Bank for International Settlements Quarterly Review, за съответните години.

Търговски банки от САЩ и Великобритания прехвърлиха ресурси във филиалите си на Каймановите острови, докато японските използваха филиалите си предимно за реструктуриране на своите баланси. Освен това последните създадоха инструменти със специално предназначение в Карибския център за намаляване на активите си с цел да повишат капиталовата си адекватност. Тези инструменти се базираха на заеми, съчетани с емисия търговски ценни книги. Впоследствие те бяха продадени на други японски банки, но като цяло допринесоха за увеличаване на междубанковите задължения на банките, които имаха свои филиали на Каймановите острови, до около 38 млрд. от общо 45 млрд. долара.¹⁴

Оценката за участието на офшорните центрове през последните години в междубанковите задължения намалява, като при това се очертават два модела.¹⁵ При Карибските центрове се отбелязва нарастване на междубанковите задължения за разлика от Каймановите острови, където спадането на задълженията към банките се свързва с преоформянето на

¹⁴ International Banking and Financial Market Development. Bank for International Settlements Quarterly Review, June 2000, p. 11.

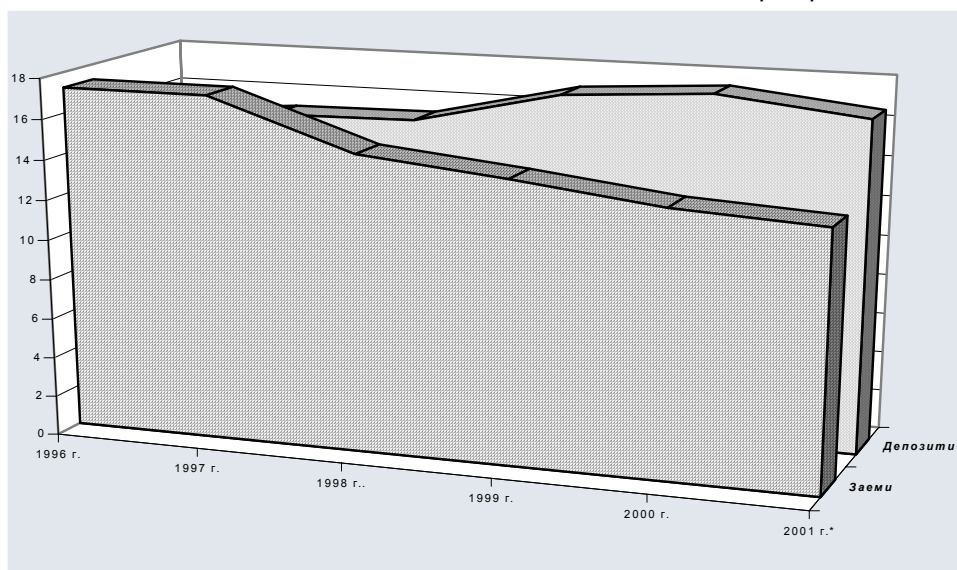
¹⁵ International Banking and Financial Market Development. Bank for International Settlements Quarterly Review, February 2000, p. 16.

междубанковите кредити, главно на банки от САЩ, като различни междубанкови и небанкови инструменти.

В сравнение с тези центрове при азиатските намаляването на задълженията се дължи главно на плащания към Япония поради проблеми на възстановяването на японските банки и разширяването на посредничеството в японската банкова система. Наред с това потоците към хонконгските банки се връщат към Япония под формата на заеми към небанковите институции. Това кръгообразно движение на фондове от Япония към азиатските офшорни центрове се очаква да намалее поради изтеглянето на значителни обеми йени от офшорните пазари на ХонКонг и Сингапур.

Фигура 22

Относителен дял на заемите и депозитите на банките в офшорните зони



7 Данните са за първото тримесечие на годината
Изчислено по: International Banking and Financial Market Development. Bank for International Settlements Quarterly Review, за съответните години.

Данните от консолидираната международна банкова статистика показват доминирането на активността на филиалите на чуждестранните банки в офшорните центрове. Нетните трансфери на банките в тях бяха предимно под формата на гаранции по междубанкови задължения. Известното намаляване на тези обеми от началото на 2000г. повлия и върху равнището на активите и пасивите на банките (вж. фиг. 22).

Промените на финансовите условия в световното стопанство доведоха през 90-те години до значително нарастване на капиталовата мобилност и регионалната диференциация в предпочитанията на капиталовите потоци, което се свързва и с проблема за либерализацията във финансовите регулации. Това се прояви най-ярко в обособяването на финансови

пространства, които разширяват възможностите за обща регулация на движението на капитали и изравняват условията за тяхното включване в реалната икономика.

От друга страна, формирането на финансовите центрове стана алтернатива на сегашната система на национална, респ. регионална регулация на движението на капитали, като развитостта на финансовите пазари в тях се превърна в определящо поведението на капиталовите потоци. Това в особено голяма степен се отнася за т.нар. офшорни зони, които на практика са контрапункт при търсенето на начини за заобикаляне на финансовите регулации и амортизър при намирането на нова форма или насока на капиталовите потоци.

Анализът на капиталовите потоци и географската им структура показват, че през последните години са настъпили значителни изменения във финансовата архитектура и особено в ролята на международните финансови центрове. Те в значителна степен се превръщат във фактор на ориентиране на фондове както при предоставянето на финансови услуги, така и при осигуряване срещу риск в условията на финансова криза. Фактът, че те се използват и при реформи на националните банкови системи и получават съответната политическа подкрепа вече говори за самостоятелната им функция в международните икономически отношения. Ето защо е необходимо да се търсят форми за прилагането на опита на международните финансови центрове при изграждането на новите икономически отношения в условията на прехода и при адаптирането на банковата система за участие в Европейското икономическо пространство.