

ПОТОКИ КАПИТАЛА И БЫСТРОРАСТУЩИЕ РЫНКИ: 1995–2010 ГОДЫ

ИССЛЕДОВАНИЕ IEMS

Институт исследований развивающихся рынков
бизнес-школы СКОЛКОВО – «Эрнст энд Янг» (IEMS)
Выпуск 12-07, Декабрь 2012



Автор:
Д-р Баочжи Цюй, Старший научный сотрудник

Главный редактор:
Д-р Сунг Хо "Сэм" Парк, Исполнительный Директор

Содержание

I. Введение	2
II. Структура потоков капитала в страны БРР: 1995–2010 годы	4
III. Экономические показатели, институты и потоки капитала в страны БРР	12
IV. Перспективы: меняющаяся структура международных потоков капитала в страны БРР	18
VI. Заключение	24
Приложение	28

I. Введение



За последние пятнадцать лет произошли важные изменения в мировой картине международных инвестиций. Настоящее положение дел характеризуется подъемом быстрорастущих рынков (БРР)¹. Крупнейшие в мире БРР, представленные странами БРИК, стали важными центрами концентрации мирового капитала, куда в последнее десятилетие стекались крупные финансовые притоки. И хотя глобальный финансовый кризис 2007–2008 годов прервал эту тенденцию, уже на начальном этапе посткризисного периода притоки капитала в страны БРР быстро восстановились. С одной стороны, для стран БРР, обычно испытывающих нехватку финансирования, дополнительные денежные вливания могут повысить уровень инвестиций и тем самым способствовать их экономическому росту. Иностраннные инвестиции могут также принести с собой самые современные технологии и помочь странам БРР устранить технологические помехи, препятствующие их развитию. Однако с другой стороны, быстрый приток (и обратный отток) капитала может сочетаться с неустойчивостью финансовых рынков, повышенной инфляцией и появлением/взрывом финансовых пузырей (например, скачком цен на фондовом рынке) в стране-получателе. Учитывая тот факт, что в обозримом будущем экспансионистская направленность денежно-кредитной политики в развитых странах, скорее всего, сохранится, странам БРР важно пристально отслеживать тенденцию в международном капиталобороте.

Данное исследование ставит целью подтвердить меняющуюся структуру потоков капитала в страны БРР и проанализировать факторы, способствующие данному изменению. Будут также рассмотрены характеристики и возможные последствия будущих тенденций капиталоборота в страны БРР. В частности, мы изучим ряд важнейших вопросов, связанных с потоками капитала в страны БРР в 1995–2010 годах. Во-первых, какова основная тенденция притоков капитала в страны БРР за последние 15 лет? Будут рассмотрены как совокупная тенденция, так и тенденция притоков капитала на крупнейшие БРР (например, в страны БРИК). Помимо анализа отдельных стран, мы рассмотрим инвестиционные тенденции в выделенных группах стран БРР (Развивающаяся Азия, Африка и Ближний Восток, Южная и Центральная Америка, а также Восточная Европа). Вторая тема данного исследования — изучение индивидуальных особенностей стран БРР, влияющих на притоки инвестиций. Анализ охватывает обширную совокупность макроэкономических и институциональных показателей по странам БРР (например, экономический рост, изменение обменного курса, денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика и институциональное развитие). Кроме того, мы исследуем воздействие глобального финансового кризиса 2007–2008 годов на потоки капитала в страны БРР. В третьем разделе данного исследования рассматривается будущая тенденция капиталоборота в страны БРР и затрагивается вопрос о вариантах политики, которые помогли бы БРР справиться с изменчивостью международных потоков капитала. В заключительном разделе подводятся итоги обсуждений.

1/ К быстрорастущим рынкам (БРР) относятся 25 развивающихся стран, имеющих высокие темпы роста и будущий потенциал, значительные размеры и численность населения, а также стратегическую значимость для бизнеса (Ernst & Young, 2011).

II. Структура потоков капитала в страны БРР: 1995–2010 ГОДЫ



По сравнению с 1990 ми годами структура международных потоков капитала изменилась: удельный вес банковских ссуд² уменьшился в пользу прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и портфельных инвестиций (ПИ). Поэтому в данной работе рассматриваются две последние формы трансграничных

Наш анализ охватывает 22 крупнейших БРР, согласно определению Ernst & Young (2011), в период 1995–2010 годов, к которым относятся следующие страны³: Аргентина, Бразилия, Вьетнам, Египет, Индия, Индонезия, Казахстан, Китай (материковый), Колумбия, Малайзия, Мексика, Нигерия, Польша,

Заметка 1. Объяснение основных понятий

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) представляют собой чистые притоки капитала для приобретения пакета активов (не менее 10% акций, дающих право голоса) в иностранных предприятиях. Обычно такие инвестиции предполагают участие в управлении, заключение соглашения о совместном предприятии, а также передачу технологии и специальных знаний. ПИИ подразделяются на два вида: ПИИ во внутреннюю экономику и ПИИ за границу, которые дают чистый поток ПИИ (рассчитываемый как разница между ПИИ во внутреннюю экономику и ПИИ за границу).

Портфельные инвестиции представляют собой пассивные инвестиции в ценные бумаги, которые не влекут за собой активное участие в управлении или контроль над эмитентом ценных бумаг со стороны инвестора.

потоков капитала. ПИИ и ПИ различаются по своим характеристикам, а значит, могут оказывать очень разное макроэкономическое воздействие на принимающую страну. Например, ПИИ труднее остановить или распродать. В связи с этим прямые инвесторы, по-видимому, более ответственно относятся к управлению своими международными инвестициями и не спешат избавляться от них при появлении первых проблем. С другой стороны, портфельные инвесторы могут легко избавиться от иностранных инвестиций, распродав свои ценные бумаги. Поэтому ПИ могут отличаться гораздо большей изменчивостью, чем ПИИ (формальные определения ПИИ и ПИ см. в Заметке 1).

2/ Трансграничное банковское кредитование уменьшилось после долгового кризиса 1980 х годов. См. Eichengreen and Fishlow (1996).

Россия, Саудовская Аравия, Таиланд, Турция, Украина, Чешская Республика, Чили, Южная Корея и Южно-Африканская Республика. В таблице 1 представлены потоки ПИИ и ПИ (в чистом выражении) в указанные 22 страны БРР за рассматриваемый период.

Тенденция потоков ПИИ в страны БРР

ПИИ являются преобладающей формой потоков капитала в страны БРР, и на их долю приходится 79% совокупных потоков. На Ри-

3/ Список стран основан на перечне 25 БРР, определенном в работе Ernst & Young (2011). Гана, Катар и Объединенные Арабские Эмираты исключены из списка из-за недостатка данных. Под Китаем в нашей выборке понимается материковый Китай (без учета Гонконга, Тайваня и Макао). Источники данных: Bloomberg, базы данных компании CEIC и базы данных издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики».

Таблица 1. Потоки ПИИ и ПИ в страны БРР (1995–2010 гг.)

	Потоки ПИИ			Потоки ПИ		
	1995-2000	2001-2005	2006-2010	1995-2000	2001-2005	2006-2010
Аргентина	51.71	13.06	25.80	22.35	-31.70	14.12
Бразилия	120.33	69.96	115.65	69.81	0.40	172.39
Чили	19.92	17.91	33.36	-2.15	-20.34	-34.49
Китай	229.17	290.41	562.90	-9.48	-3.56	56.50
Колумбия	13.79	13.05	26.44	4.91	-2.54	0.52
Чешская республика	19.81	31.14	22.18	1.05	-3.22	12.81
Египет	5.14	7.71	39.73	1.64	4.45	-2.01
Индия	15.43	18.69	69.02	12.17	33.27	87.29
Индонезия	7.18	0.33	21.20	0.89	11.83	35.15
Казахстан	7.43	14.79	40.76	0.60	-8.83	-6.89
Малайзия	20.79	6.25	-21.49	-4.23	3.86	-0.44
Мексика	76.29	103.96	76.89	21.14	9.74	32.46
Нигерия	7.41	11.91	29.01	0.18	0.84	0.94
Польша	35.54	32.67	51.09	8.77	27.28	28.77
Россия	6.93	0.16	18.72	45.08	-12.96	-18.02
Саудовская Аравия	1.66	10.94	130.72	3.31	-40.29	-56.63
ЮАР	-0.46	17.91	13.83	22.74	3.17	36.96
Южная Корея	5.80	3.63	-76.79	61.34	27.42	36.59
Таиланд	22.23	25.76	26.08	11.85	6.05	-1.03
Турция	2.76	15.99	70.63	0.18	18.82	19.55
Украина	3.19	12.12	35.27	1.90	5.98	10.81
Вьетнам	9.00	7.65	32.11	--	--	9.28
Совокупный объем	681.02	725.98	1343.11	274.06	29.67	434.63
Вариация между БРР	0.026	0.036	0.06	0.023	0.032	0.056
Волатильность совокупного объема	0.18	0.37	0.36	1.05	2.41	1.73

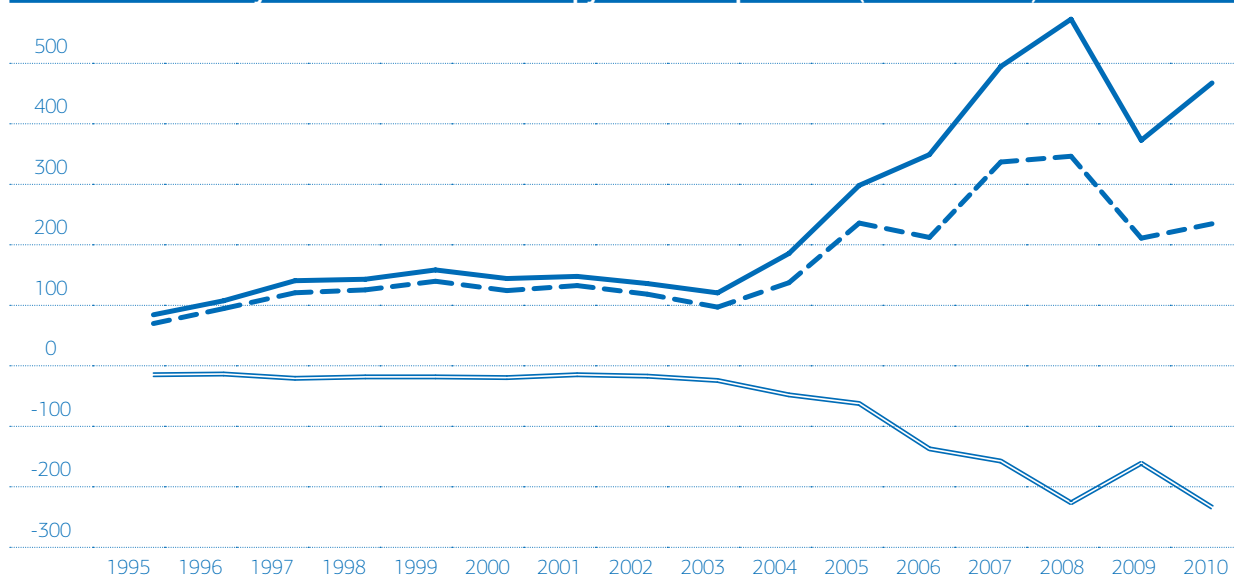
Примечание. К БРР относятся 22 быстрорастущих рынка, выделенные Ernst & Young. Единица измерения: млрд долл. США (в ценах 2000 года), в чистом выражении. «Вариация между БРР» рассчитывается как среднее стандартное отклонение годовых потоков капитала (определенных по ВВП страны) между 22 БРР за пятилетний период. «Волатильность совокупного объема» рассчитывается как стандартное отклонение годового процентного изменения совокупных потоков капитала в страны БРР за пятилетний период. Источник: CEIC и расчеты IEMS.

сунке 1 представлена тенденция годовых потоков ПИИ (чистая величина и объемы ПИИ во внутреннюю экономику и за границу соответственно) для 22 стран БРР за 1995–2010 годы. В конце 1990 х – начале 2000 х годов объемы ПИИ во внутреннюю экономику стран БРР не увеличивались из-за финансового кризиса 1997–1998 годов в Азии. После этого они резко пошли вверх и за 2003–2008 годы возросли более чем на 350% под воздействием быстрого роста экономики стран БРР и их международных торговых связей в этот период. Глобальный финансовый кризис 2007–2008 прервал стремительный рост ПИИ в страны БРР и сократил объем инвестиций на 35%. Впрочем, уже на начальном этапе посткризисного периода их динамика быстро восстановилась, и в 2010 году ПИИ возросли на 25%.

Среди 22 ведущих БРР Китай, безусловно, является крупнейшим получателем ПИИ: на его долю приходится 39,5% совокупных чистых притоков ПИИ в страны БРР в 1995–2010 годах (Рисунок 2). Второе место занимает Бразилия (11,1%). Среди пер-

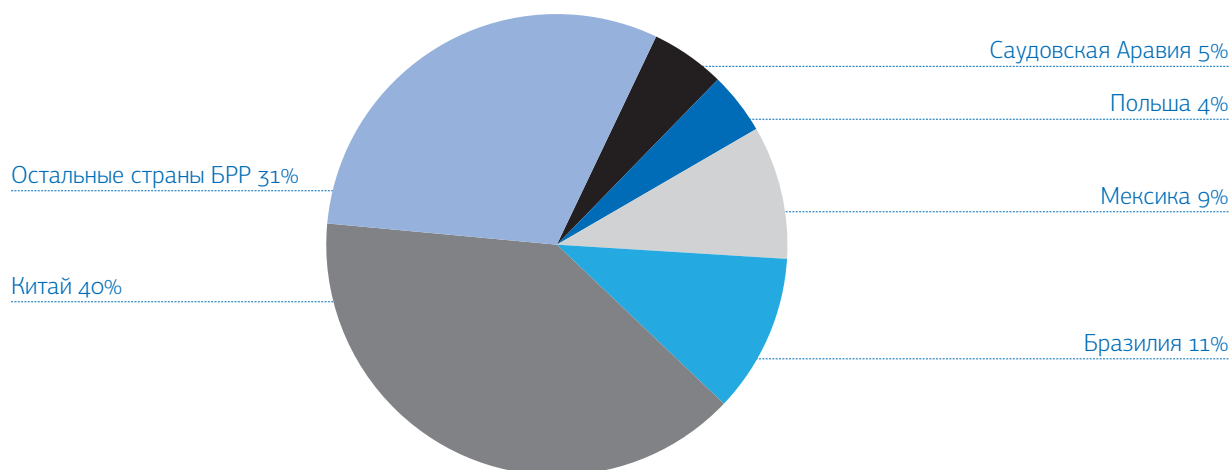
вых пяти стран-получателей ПИИ Бразилия и Мексика получают объемы ПИИ, равные относительным размерам их ВВП (оцениваемым по доле их ВВП в совокупном ВВП 22 БРР), тогда как пропорционально бóльшую долю ПИИ получили Китай (чистые притоки ПИИ в страну составили 39,4%, а ВВП — 25,7%) и Польша (4,3% против 2,8%). Для сравнения: Индия получила незначительную долю чистых притоков ПИИ (3,8%), хотя на сегодняшний день она является второй по размеру экономики страной БРР в мире, а удельный вес ее ВВП в совокупном ВВП стран БРР за 1995–2010 годы составил 8,8%. Интересно отметить, что некоторые страны БРР из получателей ПИИ со временем превратились в поставщиков ПИИ. За 1995–2010 годы совокупные притоки ПИИ в Южную Корею, которую Ernst & Young все еще относит к категории БРР, были отрицательными, то есть страна вложила больше ПИИ за границу, чем получила от других стран. Малайзия также с 2000 года является поставщиком ПИИ, хотя и в гораздо меньших масштабах, чем Южная Корея.

Рисунок 1. Потоки ПИИ в 22 крупнейшие страны БРР (1995–2010 гг.)



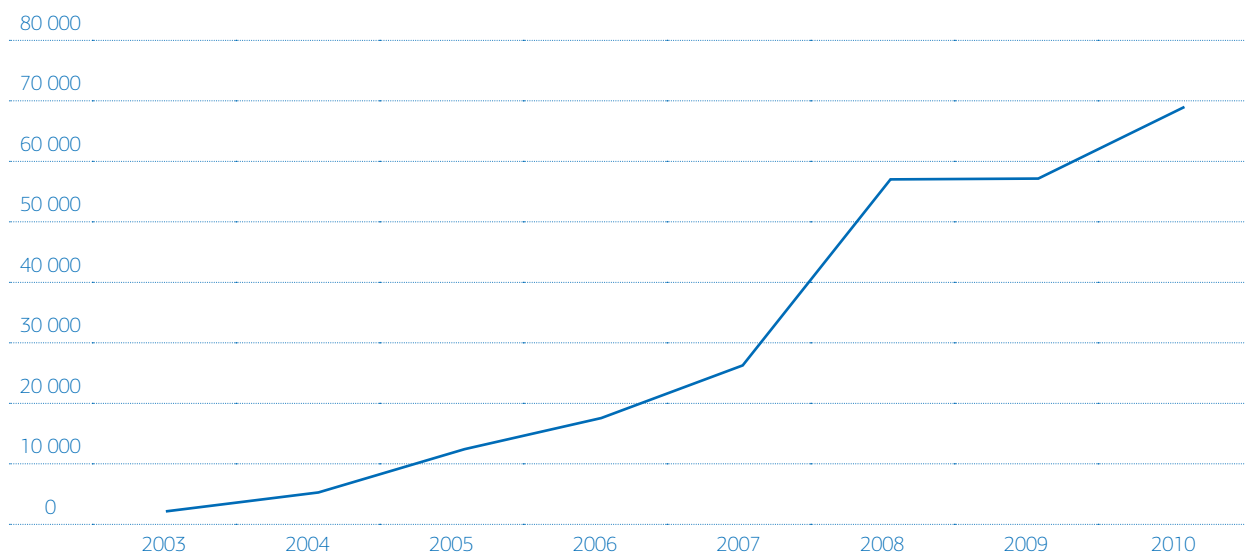
Обозначения: Чистые ПИИ - - - - - ПИИ Приток ——— ПИИ Отток ———
Примечание. К БРР относятся 22 быстрорастущих рынка, выделенных Ernst & Young. ПИИ за границу представлены отрицательными величинами. Единица измерения: млн долл. США (в ценах 2000 года).
Источник: CEIS и расчеты IEMS.

Рисунок 2. Распределение потоков ПИИ между БРР (1995–2010 гг.)



Примечание. К БРР относятся 22 быстрорастущих рынка, выделенных Ernst & Young.
Источник: CEIC и расчеты IEMS.

Рисунок 3. Потоки ПИИ Китая за границу (2003–2010 гг.)



Обозначения: ПИИ за границу (млн долл. США)
Примечание. Единица измерения — млн долл. США (в текущих ценах).
Источник: Национальное Бюро Статистики Китая (НБСК) и расчеты IEMS.

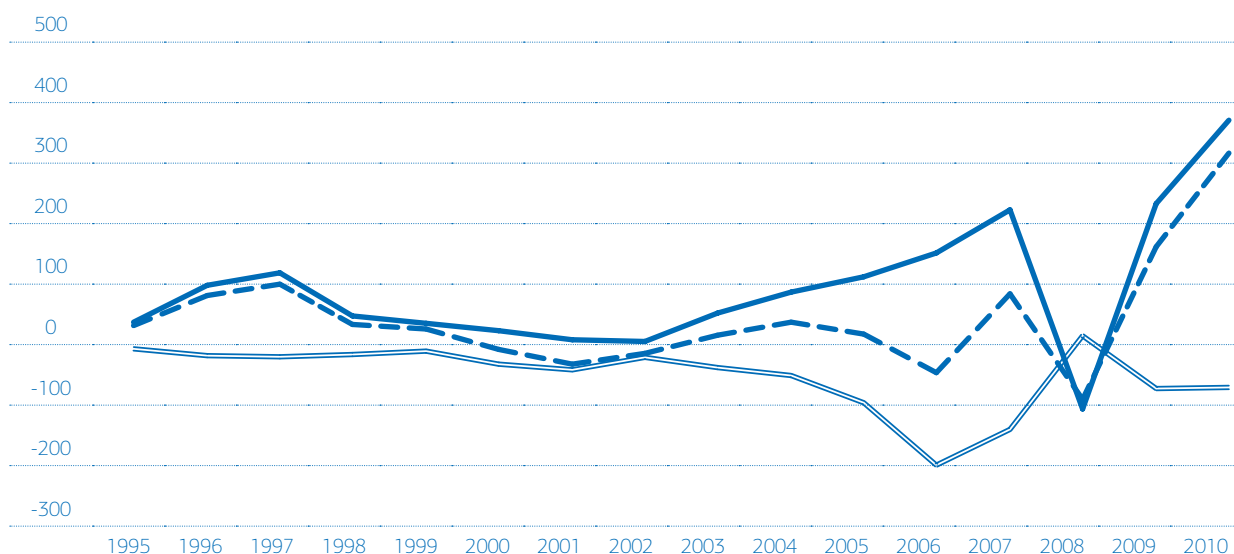
Объемы ПИИ из стран с развитыми рынками, которые традиционно являются основными поставщиками ПИИ в страны БРР, с 2007 года уменьшились в результате глобального финансового кризиса и вялого восстановления экономики этих стран. Напротив, годовые потоки ПИИ за границу из БРР, прежде всего стран БРИК, за тот же период существенно возросли и в 2008 году достигли пиковой отметки в 225 млрд долл. США (в ценах 2000 года), увеличившись за шесть лет более чем в 10 раз. Таким образом, быстрое восстановление потоков ПИИ во внутреннюю экономику стран БРР, наблюдающееся в 2009 году, в основном объясняется потоками ПИИ между странами БРР.

С 2000 года объемы ПИИ Китая за границу выросли в результате изменения государственной политики, которая активно стимулирует китайские предприятия «выходить на глобальный уровень». В качестве иллюстрации на Рисунке 3 представлены потоки ПИИ Китая за границу за 2003–2010 годы. По данным Национального Бюро Статистики Китая

(НБСК), совокупные ПИИ страны за границу возросли с 2,85 млрд долл. США в 2003 году до 68,81 млрд долл. США в 2010 году (в текущих ценах) — поразительное увеличение более чем в 23 раза всего за семь лет. Большая доля этих инвестиций была вложена в первичный и третичный секторы. Хотя центральный банк Китая не представляет сведений об объеме ПИИ за границу, направляемых в развивающиеся страны в целом, данные показывают, что значительная часть потоков капитала из Китая за границу направлялась в другие страны БРР, что видно из распределения этих инвестиций по секторам⁴. Подобно китайским, российские инвестиции в развивающиеся страны росли быстрее, чем совокупные ПИИ России за границу: согласно базе данных Центрального банка России, за 2007–2010 годы они увеличились более чем на 160%. В качестве объектов прямого иностранного инвестирования российские

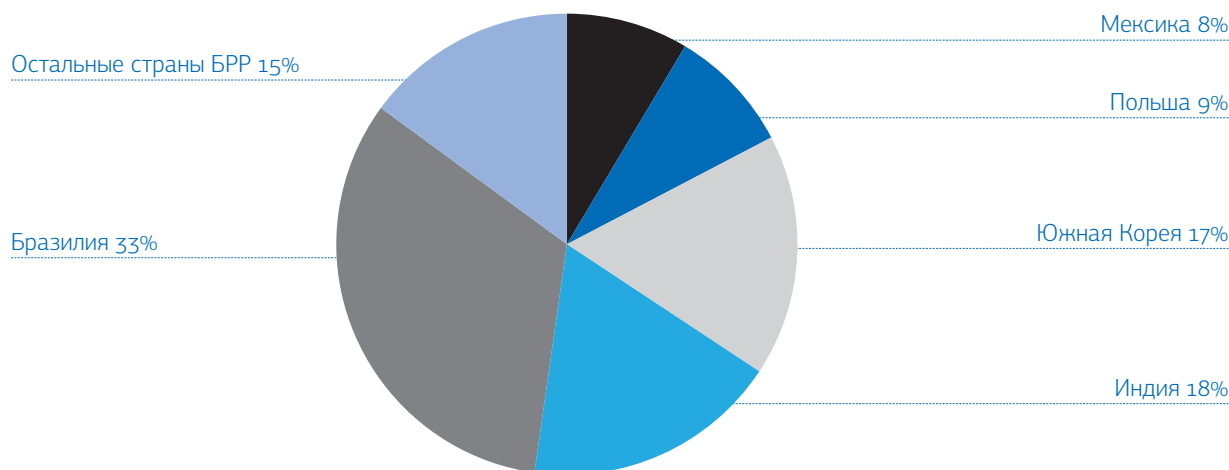
4/ Например, прямые инвестиции Китая в Африку возросли с 317 млн долл. США в 2004 году до 2,11 млрд долл. США (в текущих ценах) в 2010 году.

Рисунок 4. Потоки ПИ в 22 крупнейшие страны БРР (1995–2010 гг.)



Обозначения: Чистые ПИ ----- ПИ Приток ——— ПИ Отток ———
Примечание. К БРР относятся 22 быстрорастущих рынка, выделенных Ernst & Young. ПИ за границу представлены отрицательными величинами. Единица измерения: млн долл. США (в ценах 2000 года), в чистом выражении. Источник: CEIC и расчеты IEMS.

Рисунок 5. Распределение потоков ПИ между БРР (1995–2010 гг.)



Примечание. К БРР относятся 22 быстрорастущих рынка, выделенных Ernst & Young.
Источник: CEIC и расчеты IEMS.

ТНК в основном привлекали нефтяная, газовая и металлургическая отрасли (Росстат, 2011). В Индии, занимающей 21 место в мире по потоку инвестиций за границу, годовые оттоки ПИИ с 2000 года возросли в 50 раз, а индийские фирмы затратили на эти инвестиции свыше 75 млрд долл. США за последнее десятилетие. По данным центрального банка Индии, бóльшая часть ПИИ за границу (68% в 2009–2010 годах) была вложена в торговлю и текстильную промышленность развивающихся стран.

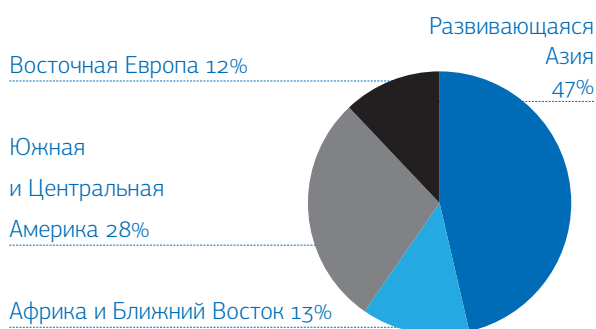
Тенденция потоков ПИ в страны БРР

По сравнению с ПИИ портфельные инвестиции в страны БРР отличаются большей изменчивостью как направленности этих потоков, так и их величины (Рисунок 4 и Таблица 1). На протяжении большей части 1990-х годов чистые ПИ в страны БРР были положительными, хотя азиатский финансовый кризис 1997–1998 годов безусловно негативно повлиял на ПИ во внутреннюю экономику. В начале 2000-х годов потоки ПИ в основном были стабильными, однако направление чистых по-

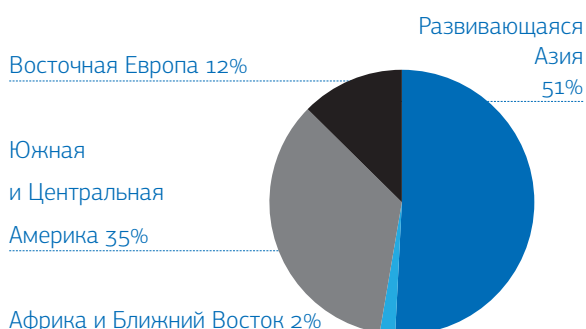
токов ПИ с 2006 по 2009 год менялось четыре раза, что свидетельствует о значительной волатильности, обусловленной глобальным финансовым кризисом. На начальном этапе посткризисного периода притоки ПИ в страны БРР достигли исторических максимумов, и менее чем за два года их объем увеличился почти в три раза. Столь динамичный рост, по крайней мере частично, объяснялся близкими к нулю процентными ставками в крупнейших промышленно развитых странах. В ответ на финансовый кризис США в сентябре 2007 года начали агрессивно снижать процентную ставку интервенций, а в декабре того же года их примеру последовали Великобритания и некоторые другие развитые страны. Страны БРР, на которые кризис первоначально оказал слабое влияние, в течение какого-то времени не снижали свои процентные ставки, а некоторые из них (например, Бразилия) даже повышали процентные ставки в результате быстрого роста цен на товары широкого потребления. И лишь в конце 2008 года крупнейшие страны БРР начали снижать ставки интервенций, реагируя на ослабление мирового спроса. После второго и третьего кварталов 2009 года притоки капитала во многие страны БРР вос-

Рисунок 6. Региональное распределение потоков ПИИ и ПИ между БРР (1995–2010 гг.)

ЧИСТЫЕ ПИИ



ЧИСТЫЕ ПИ



Примечание. К БРР относятся 22 быстрорастущих рынка, выделенных Ernst & Young.
Источник: CEIC и расчеты IEMS.

становились, и в их структуре стали преобладать портфельные инвестиции в акции и инструменты с фиксированным доходом, причем чистые трансграничные банковские потоки остались отрицательными. БРР приветствовали эти потоки ПИ в свою внутреннюю экономику, несмотря на то что они могли повлечь за собой давление на обменный курс и привести к росту стоимостной оценки инструментов участия в капитале (IMF, 2010).

В отличие от ПИИ, значительная часть которых направляется в Китай, потоки ПИ в страны БРР более равномерно распределены между разными странами-получателями (Рисунок 5). На три первые по объему получаемых ПИ страны (Бразилию, Индию и Южную Корею) приходится 68% совокупных чистых притоков портфельных инвестиций. В Китай направляется около 5,9% совокупных чистых потоков ПИ, что гораздо меньше его удельного веса в ВВП и ПИИ 22 стран БРР. Для сравнения: в пропорциональном отношении притоки ПИ в Бразилию и Индию были выше их доли ВВП.

Региональная структура ПИИ и ПИ в страны БРР

Чтобы проанализировать структуру потоков капитала в разные регионы, мы разбили 22 БРР

на четыре подгруппы: Развивающаяся Азия, Африка и Ближний Восток, Южная и Центральная Америка, а также Восточная Европа. Наш анализ показывает, что потоки ПИИ и ПИ особенно привлекают быстрорастущие и политически стабильные БРР Азии, на которые в 1995–2010 годах приходилось более 46% совокупных чистых притоков ПИИ и 51% совокупных чистых притоков ПИ (Рисунок 6). Китай является главным получателем ПИИ, а Индия занимает первое место по притокам ПИ в данный регион. Страны БРР Африки и Ближнего Востока получили 13% чистых притоков ПИИ и 2% чистых притоков ПИ. Огромное количество зарубежных портфельных инвестиций из богатых нефтью стран Ближнего Востока (например, Саудовской Аравии) является основной причиной столь низкой доли международных портфельных инвестиций в чистом выражении, полученных регионом. Доли притоков ПИИ и ПИ, полученные Восточной Европой и Южной и Центральной Америкой (12% и примерно 31% соответственно), сопоставимы с долей ВВП этих регионов в совокупном ВВП 22 стран БРР. Самыми привлекательными направлениями для международных потоков капитала в этих двух регионах являются Польша и Бразилия.

III. Экономические показатели, институты и потоки капитала в страны БРР



Почему одни страны БРР привлекают больше иностранного капитала, чем другие? Чтобы полностью разобраться в факторах, влияющих на структуру международных потоков капитала в страны БРР, мы используем специальную совокупность данных, охватывающую 22 крупнейших страны БРР в период 1995–2010 годов, которая была составлена вручную на основе информации из различных источников, включая компанию SEIC, Heritage Foundation и МВФ. В рамках регрессионного анализа⁵ мы рассматриваем большой набор страновых факторов, которые дают количественную оценку различных аспектов экономических показателей и институционального развития принимающей страны. В Таблице 1 приложения в сводном виде представлены статистические характеристики переменных, включенных в настоящее исследование. В среднем за период выборки годовые притоки капитала в страны БРР (в совокупности ПИИ и ПИ) были эквивалентны 3,91% ВВП этих стран, причем доминирующей формой этих притоков были ПИИ (3,51% ВВП). Средние темпы экономического роста 22 БРР составляют 4,33% в год, в то время как годовая доходность рынка акций гораздо выше (20,37%). В среднем валюты стран БРР ежегодно обесцениваются по отношению к доллару США на 7,73%, хотя валюты некоторых крупнейших БРР за 1995–2010 годы значительно укрепилась (в случае китайского юаня — на 24,2%). На протяжении того же периода средняя годовая процентная ставка 22 БРР была примерно на 10% выше, чем в странах с развитыми рынками (например, США и странах ЕС).

Не удивительно, что экономические показатели принимающих стран тесно связаны с международными потоками капитала в страны БРР. Например, инвесторы отдают предпочтение крупным БРР (таким как Китай и Бразилия), поскольку в крупных странах, как правило, внутренние рынки более стабильны, а страновой риск инвестиций ниже, чем в небольших странах. Среди 22

ведущих БРР крупнейшей является экономика Китая, причем в 1995–2010 годах Китай добился в среднем самых высоких темпов экономического роста (9,9% в год) и благодаря этому стал самой привлекательной принимающей страной для потоков ПИИ. Глобальный финансовый кризис способствовал еще большему усилению доминирующей роли Китая как главной страны-получателя ПИИ. В то время как мировая экономика по-прежнему испытывает проблемы, вызванные кризисом, а инвестиционные риски в некоторых ведущих странах повысились, Китай стал второй по величине экономикой мира и смог удержать темпы роста на уровне 8,5% даже в течение финансового кризиса. С 2007 по 2010 год Китай «поглотил» примерно 50% совокупных чистых притоков ПИИ в страны БРР, значительно увеличивая объемы своих внутренних и внешних ПИИ.

Риск инвестирования в экономику той или иной страны БРР также может отражаться в премии за риск на денежном рынке страны, если использовать в качестве эталонов ставки США и ЕС. Мы обнаружили, что международный капитал в большей степени привлекают БРР с низкими премиями за страновой риск (такие как Китай и Польша). К тому же, слабая валюта страны БРР уменьшает стоимость инвестиций в страну и, тем самым (при прочих равных условиях), стимулирует увеличение притоков капитала в страну. Этот эффект более ярко выражен в случае потоков ПИИ, но не является значимым в случае потоков ПИ.

Как и ожидалось, недавний глобальный финансовый кризис привел к значительному сокращению совокупных потоков капитала в страны БРР. При этом кризис оказал гораздо более серьезное негативное воздействие на притоки ПИ, чем на притоки ПИИ. Во время кризиса международные портфельные инвесторы понесли огромные финансовые убытки, и, как следствие, поток ПИ в страны БРР уменьшился. Напротив, прямые инвесторы более ответственно относятся к управлению своими международными инвестициями и не склонны избавляться от них при появлении первых проблем. Эти результаты име-

5/ Подробное описание модели оценивания и результатов регрессии см. в примечании к Таблице 2 приложения.

ют важные последствия для отдельных стран БРР. При прочих равных условиях экономику стран, которые до кризиса были главными получателями ПИИ (например, Китай), меньше затронуло сокращение международных притоков капитала в течение глобального финансового кризиса. Хотя в 2008–2009 годах потоки ПИИ во внутреннюю экономику Китая уменьшились на 35%, в 2010 их приток вновь быстро увеличился и, в годовом выражении, темпы прироста даже превысили докризисный уровень. Глобальный финансовый кризис не оказал существенного влияния на рост экономики Китая, которая и в период кризиса сохранила темп роста более 9%. Напротив, страны, которые до кризиса в большей степе-

ни рассчитывали на потоки ПИ (подобно Бразилии и Индии), могут столкнуться с более серьезными последствиями в результате резкого сокращения портфельных иностранных инвестиций в период кризиса. В качестве примера возьмем Бразилию, где в 2008 году были зарегистрированы отрицательные ПИ во внутреннюю экономику страны, а в 2009 году — отрицательные темпы экономического роста. Аналогичным образом, в Индии в 2008 году также был зарегистрирован отрицательный поток ПИ во внутреннюю экономику, а по сравнению с предыдущим годом темпы ее экономического роста упали в два раза. Чтобы справиться с неблагоприятным ударом по внутренним финансовым рынкам,

Заметка 2. Почему Индия получила лишь около 12% объема ПИИ, полученных Китаем?

Индия является второй по величине экономикой БРР в мире, и ПИИ играют важную роль в ее экономическом развитии. С конца 1990-х годов Индия работает над привлечением ПИИ крупнейших инвесторов мира, вследствие чего был проведен ряд реформ, призванных способствовать созданию и поддержанию благоприятных условий ведения бизнеса для иностранных инвесторов. За 2006–2010 годы Индия получила ПИИ на 69 млрд долл. США (в ценах 2000 года) — это огромный рост по сравнению с предыдущим пятилетним периодом (18,69 млрд долл. США), однако объем ПИИ в страну составил лишь 12% от ПИИ, полученных за тот же период Китаем. Почему Индия, обладающая ресурсами и квалифицированной рабочей силой, так сильно отстает от Китая по объему ПИИ?

Индийская экономика и ее темпы роста за последнее десятилетие уступали экономике Китая. Нехватка производственной инфраструктуры также была серьезным препятствием для иностранных инвесторов в Индии. Хотя Индия добилась немалого прогресса в совершенствовании телекоммуникаций, автомобильных дорог и портов, медленное развитие железнодорожной сети, сетей водоснабжения и канализации по-прежнему отпугивало крупных инвесторов. В дополнение к упомянутым выше экономическим показателям, еще одной важной причиной того, что Индия получает гораздо меньше ПИИ, чем Китай, по-видимому, является ее федеральное законодательство. В отличие от Китая, местные власти Индии не участвуют в процессе выдачи разрешений, необходимых для капиталовложений иностранными инвесторами. Вместе с тем огромная бюрократическая структура центрального правительства часто воспринимается как совокупность «административных рогаток». Таким образом, неповоротливая и неэффективная система регулирования страны препятствует потоку ПИИ во внутреннюю экономику Индии (Rajan et al., 2008; EconomyWatch, 2010).

обусловленным разворотом международных потоков ПИ, некоторые страны БРР (такие как Бразилия) стали проводить политику контроля за операциями с капиталом. Впрочем, данные показывают, что подобные меры не могут значительно повлиять на совокупный объем потоков капитала, а лишь приведут к увеличению сроков погашения ПИ (Baba & Kokenyne, 2011).

Наше исследование показывает, что сильные государственные институты помогают привлечь больше капитала в экономику страны БРР. Среди различных институциональных факторов важнейшим оказалась защита прав собственности. Одним из ключевых компонентов анализа странового риска для иностранных инвесторов является оценка способности физических лиц накапливать частную собственность, защищенную четкими законами, полное соблюдение которых обеспечивает государство. Для иностранных инвесторов также важно оценить вероятность экспроприации частной собственности и проанализировать независимость судебной системы, существование коррупции в судах и способность физических и юридических лиц обеспечить исполнение контрактов. Чем надежнее правовая защита собственности, тем меньший риск представляет страна БРР для иностранных инвесторов; аналогичным образом, чем выше шансы экспроприации собственности государством, тем меньше вероятность капиталовложений иностранными инвесторами. Страны БРР, законы которых защищают права частной собственности, а органы государственного управления надлежащим образом обеспечивают соблюдение этих законов (такие как Чили и Южная Корея), при прочих равных условиях получают большие объемы международного капитала.

И последнее, но не менее существенное обстоятельство: важным фактором, определяющим потоки иностранных инвестиций в страну БРР, является система регулирования, благоприятствующая этим инвестициям. В некоторых странах БРР действуют

Наше исследование показывает, что сильные государственные институты помогают привлечь больше капитала в экономику страны БРР

разнообразные ограничения на инвестиции, в том числе разные правила для иностранных и внутренних инвестиций, ограничения доступа к иностранной валюте и в определенные отрасли, а также ограничения на платежи, трансферты и операции с капиталом. Кроме того, трудовое законодательство, коррупция, бюрократические проволочки, плохая инфраструктура, политические условия и условия безопасности также могут влиять на привлекательность экономики страны БРР для иностранных инвесторов. В результате страны, в которых действуют различные ограничения на инвестиции, привлекают меньше международного капитала.

Следует отметить, что система регулирования может по-разному влиять на потоки капитала в зависимости от их формы. Китай опережал остальные БРР по объему получаемых ПИИ, но отставал от других основных стран-получателей по притокам ПИ из-за нормативных ограничений, применявшихся в отношении иностранных инвесторов. Согласно действующей системе регулирования Китая, иностранные инвесторы могут приобретать акции или облигации китайских эмитентов и переводить из Китая доходы от инвестиций только после получения квоты от государственного агентства в соответствии с системой Квалифицированных Институциональных Иностранных Инвесторов (КИИИ), введенной лишь в 2003 году. Общая квота является весьма незначительной по сравнению с размерами финансовых рынков Китая, и она жестко контролируется правительством Китая (Qu & Li,

2012). В результате на долю Китая приходится лишь около 5,9% совокупных чистых притоков ПИ в страны БРР, что гораздо меньше его доли в совокупном ВВП и ПИИ 22 стран БРР. Напротив, в Индии и Южной Корее нет подобных политических ограничений на портфельные иностранные инвестиции, поэтому они стали ведущими странами-получателями ПИ среди БРР.

Анализ временного тренда потоков капитала в отдельные страны БРР позволяет выявить интересные закономерности, тесно связанные с динамикой экономических показателей и развитием систем регулирования этих стран. На протяжении всего периода 1995–2010 годов Бразилия оставалась популярным направлением ПИИ во внутреннюю экономику. Супербум цен на товары широкого потребления, наблюдавшийся в этот период, относительная стабильность правительства и внутренних рынков, а также либерализация и открытость финансовых рынков страны — вот главные факторы, которые, как представляется, объясняют

крупные потоки ПИИ во внутреннюю экономику Бразилии (EconomyWatch, 2010). Некоторые страны, которым иностранные инвесторы ранее отдавали предпочтение, со временем потеряли часть своей привлекательности. Например, некогда Таиланд был крупным получателем ПИИ и в 1990-х годах занимал шестое место среди 22 БРР. Однако к 2010 году он покинул список 10 крупнейших стран-получателей ПИИ среди БРР. Хотя в последние 10 лет страна добилась весьма приличных темпов роста ВВП на уровне 4% в год и удерживала стабильную валюту, ограничения в отношении иностранных инвесторов, установленные правительством после финансового кризиса 1997–1998 годов в Азии и позднее, в 2006 году, ослабили доверие зарубежных инвесторов к Таиланду. Аналогичным образом, в 1990-х годах Аргентина была популярным направлением ПИИ, однако в 2000-х годах ПИИ во внутреннюю экономику страны в абсолютном выражении значительно сократились. Валютный кризис начала 2000-х годов и изменения

Заметка 3. Изменение норм регулирования для роста ПИИ: Саудовская Аравия

Потоки ПИИ в Саудовскую Аравию в 2006–2010 годах значительно возросли по сравнению с предыдущими годами. Страна начала либерализацию финансового рынка в 2000 году, а вступление в ВТО в 2005 году стало еще одним фактором, который помог изменить условия инвестирования в королевстве в соответствии с Соглашением о связанных с торговлей инвестиционных мерах (ТРИМС). Например, чтобы обеспечить соответствие правилам ВТО, Саудовская Аравия отменила требования о размере минимальных иностранных вложений для иностранных инвесторов, которые составляли 25 млн риялов для сельскохозяйственных проектов, 5 млн риялов для промышленных проектов и 2 млн риялов для предприятий сферы услуг (Ramady, 2010). По новому закону, передача технологий не является предварительным условием инвестиций. Теперь для иностранных инвестиций в Саудовскую Аравию открыты все сектора экономики, кроме нескольких инвестиционных сфер, таких как разведка, бурение и добыча нефти. Эти изменения, внесенные в нормативную систему страны, способствовали росту иностранных инвестиций, и за 2006–2010 годы объем ПИИ во внутреннюю экономику увеличился в 11 раз по сравнению с 2001–2005 годами (Таблица 1).

в системе регулирования, призванные сохранить львиную долю ренты, полученной от сектора природных ресурсов, для государства, по-видимому, были основными факторами, которые препятствовали потоку ПИИ в Аргентину (EconomyWatch, 2012). И наоборот, потоки ПИИ в Турцию в 1990-х годах были крайне незначительными, но к 2010 году страна превратилась в одного из крупнейших получателей ПИИ среди БРР, чему способствовали быстрый экономический рост, невысокий риск инфляции и относительно низкое отношение государственного долга к ВВП в 2000-е годы. Еще одной страной, где в 2006–2010 годы наблюдался резкий всплеск притоков ПИИ, стала Саудовская Аравия (Заметка 3).

IV. Перспективы: изменение структуры международных потоков капитала в страны БРР



Будущая тенденция потоков ПИИ и государственная политика

Страны БРР с относительно благоприятными перспективами роста по-прежнему могут рассчитывать на притоки международных ПИИ и использовать их преимущества для стимулирования своего экономического роста. Однако они должны в полной мере осознавать потенциальный риск, связанный с уменьшением объема и повышением волатильности потоков ПИИ. Хотя после трехлетнего послекризисного сокращения притоки ПИИ в страны БРР восстановились, их чистая величина в 2010 году составляла лишь две трети от предкризисного максимума, зафиксированного в 2007 году. Учитывая обострение кризиса государственного долга в Европе и вялое восстановление экономики США, в обозримом будущем потоки капитала из развитых стран в страны БРР, скорее всего, не будут расти (или будут снижаться). Кроме того, в 2000-х годах потоки капитала в страны БРР демонстрировали гораздо большую изменчивость, с точки зрения как их совокупного объема, так и распределения между БРР, по сравнению с предыдущими годами (Таблица 1). Поэтому странам БРР необходимо пристально отслеживать тенденцию международных потоков капитала.

Некоторые страны БРР ввели в действие систему регулирования и государственную политику, способствующие притоку ПИИ во внутреннюю экономику (Magud, Reinhart & Végh, 2012). Благоприятствующие меры государственной политики могут способствовать привлечению дополнительных международных потоков капитала и более эффективному использованию ПИИ в стране БРР. Хотя государственная политика в области ПИИ значительно различается по странам БРР, хорошим примером в этом отношении является Китай, получающий больше всего ПИИ среди БРР (Заметка 4). Общий урок, который могут вынести из опыта Китая другие БРР, таков: для привлечения большего объема ПИИ важно, чтобы в стране БРР существовали институциональные,

нормативные и политические условия, способствующие притоку международных инвестиций. И хотя в Китае до сих пор сохраняется жесткое регулирование обменного курса и ограничения на портфельные иностранные инвестиции, за 1995–2010 годы он значительно усовершенствовал свою правовую базу и провел либерализацию торговли и финансовой системы (Qu & Li, 2012). Таким образом, кроме экономических показателей, важнейшими факторами, обеспечивающими привлекательность экономики БРР для иностранных инвесторов, являются институциональное развитие и благоприятная система регулирования.

Растущее значение потоков инвестиций между странами БРР и подъем таких крупных БРР, как Китай и Индия, несет важные последствия для нынешней модели и перспектив экономического развития БРР. Малые БРР и другие развивающиеся страны могут стать более зависимыми от ведущих стран БРР в плане торговли и потоков ПИИ во внутреннюю экономику. В результате, политика и структура экономики этих стран могут оказаться под более сильным влиянием политики и структуры экономики крупнейших стран БРР. Повышение интенсивности таких взаимодействий со временем приведет к усилению интеграции экономик стран БРР. Крупнейшие БРР (такие как страны БРИК) уже приступили к усилению сотрудничества по различным вопросам, касающимся торговли и инвестиций. В настоящее время степень взаимосвязанности торговых и инвестиционных отношений между БРР все еще гораздо ниже, чем между развитыми странами (например, странами «Большой семерки»); точно так же, более низкой является и общая значимость БРР в международных потоках капитала. Впрочем, если тенденция к интеграции продолжится, в не столь отдаленном будущем БРР в целом могут стать серьезной силой в сфере трансграничных инвестиций, что еще раз подчеркивает важность БРР в создании новых возможностей роста во благо экономического развития мира.

Заметка 4. Надлежащая политика в области иностранных инвестиций: Китай

С тех пор как в начале 1980-х годов Китай стал проводить политику «открытых дверей», иностранным предприятиям, экономическим организациям и частным лицам, которые соблюдают соответствующие принципы и законодательство Китая, было позволено создавать на территории Китая различные виды фирм, включая совместные предприятия и компании, находящиеся в полной иностранной собственности. Обычно в Китае органы государственного управления всех уровней приветствуют ПИИ, полагая, что они могут благотворно повлиять на экономику следующими способами: 1) увеличивая предложение капитала для внутренних инвестиций, 2) покрывая недостаток внутренних сбережений, 3) увеличивая предложение дефицитных продуктов на рынке, 4) принося с собой передовые технологии и практику управления, а также новые организационные структуры для предприятий. Чтобы привлечь ПИИ, Китай установил благоприятную налоговую политику для иностранных инвесторов. В течение первых двух лет после того, как компании с иностранными инвестициями достигают рентабельности, они полностью освобождаются от уплаты налога на доходы, а в течение следующих трех лет уплачивают его по пониженной (на 50%) ставке. Кроме того, Китай вкладывает значительные средства в развитие таких инфраструктур, как телекоммуникации и транспорт, которые являются необходимым условием для более эффективной работы фирм, осуществляющих инвестиции в экономику Китая (Cai et al., 2009).

В 1995–2010 годах годовые темпы роста потоков иностранного капитала в Китай составили примерно 8%, а по их совокупному объему Китай занял второе место в мире, уступая только США. Традиционно значительная часть огромных притоков ПИИ в Китай направлялась в трудоемкий обрабатывающий сектор в стремлении извлечь выгоду из дешевизны рабочей силы в Китае. Со второй половины 2000-х годов потоки ПИИ в Китай стали более диверсифицированными: в распределении ПИИ по секторам доля обрабатывающей промышленности уменьшилась в пользу других более капиталоемких или высокотехнологичных отраслей, таких как финансовый сектор. Например, доля обрабатывающего сектора в совокупных потоках ПИИ во внутреннюю экономику Китая сократилась с 70% в 2005 году до примерно 47% в 2010 году. Судя по всему, в будущем эта тенденция продолжится, учитывая повышение затрат на рабочую силу и другие факторы производства в Китае. Вероятно, промышленная политика Китая также сыграла важную роль в стимулировании ПИИ в определенные приоритетные секторы, тем самым помогая Китаю сформировать более современную отраслевую структуру. Например, официальные документы правительства Китая предусматривают предоставление дополнительных налоговых и иных льгот, если иностранные инвестиции направляются в следующие сферы: 1) проекты, обеспечивающие развитие технологий сельского хозяйства, 2) проекты, связанные с внедрением технологий, остро необходимых государству для улучшения характеристик продукции, экономии энергии и сырья, уменьшения загрязнения окружающей среды и расширения международного рынка, 3) проекты, связанные с внедрением новой технологии или новых материалов, позволяющих ликвидировать дефицит на внутреннем рынке, и 4) проекты, связанные с применением новых технологий, позволяющих полностью использовать ресурсы и восстанавливать ресурсы. Эти дифференцированные меры государственной политики в отношении ПИИ корректируются по мере изменения экономических условий.

Потоки ПИ в страны БРР: воздействие, современная тенденция и варианты политики

По сравнению с потоками ПИИ, вопрос о воздействии потоков ПИ на макроэкономические показатели принимающих стран является спорным. Потоки ПИ могут иметь как положительные, так и отрицательные последствия. Если говорить о положительных аспектах, портфельные потоки из-за границы могут обеспечить дополнительный источник финансирования, вливание ликвидности во внутренние финансовые рынки и возможность диверсификации рисков в принимающей стране. В результате эффективность финансовых рынков повышается, и у фирм в странах БРР может появиться больше возможностей для привлечения финансирования и увеличения своих инвестиций. Если говорить об отрицательных аспектах, то, в отличие от ПИИ, связанных с инвестициями в реальный сектор экономики принимающей страны, ПИ ча-

По сравнению с потоками ПИИ, вопрос о воздействии потоков ПИ на макроэкономические показатели принимающих стран является спорным

сто имеют более короткий срок погашения, и в тяжелые времена от таких вложений быстро избавляются. Стремительные притоки ПИ (и неожиданные оттоки этих инвестиций) могут быть связаны с повышенными финансовыми рисками в принимающей стране, такими как повышающее давление на обменный курс, растущая доходность в результате увеличения стоимостной оценки активов и возникновение финансовых пузырей (МВФ, 2010).

Беспрецедентно низкие процентные ставки в ведущих промышленно развитых странах и несколько раундов политики «количественного смягчения» в США создали

Рисунок 7. Чистые потоки средств в страны с быстроразвивающимися рынками (2010–2012 гг.)



Обозначения: Чистые потоки средств в страны с быстроразвивающимися рынками

Примечание. Недельные потоки, включающие инвестиции фондов акций и инвестиции фондов облигаций; единица измерения: млрд долл. США (в текущих ценах).

Источники: МВФ и расчеты IEMS.

во всем мире избыток ликвидности и стали причиной огромных потоков ПИ в страны БРР с 2008 года. Поскольку основную часть этих потоков составляют портфельные инвестиции в акции и инструменты с фиксированным доходом, они привели к повышению стоимостной оценки активов, в том числе акций. Например, в недавнем докладе МВФ показано, что растущие потоки капитала в страны с быстроразвивающимися рынками связаны с повышением доходности акций и снижением реальных процентных ставок в странах-получателях в 2003–2009 годах. Проведенный нами анализ с использованием индексов акций S&P также свидетельствует о значительной положительной корреляции между притоками ПИ (рассчитанных по ВВП) и доходностью акций в 22 странах БРР в 1995–2010 годах, тогда как данные о потоках ПИИ указывают на отсутствие значимой связи с доходностью рынка акций. Дальнейшие тесты с четырьмя разными географическими группами стран (Развивающаяся Азия, Африка и Ближний Восток, Южная и Центральная Америка, а также Восточная Европа) выявили аналогичные взаимосвязи в каждой из этих четырех групп. Эти результаты, наряду с докладом МВФ, подкрепляют точку зрения, согласно которой потоки ПИИ оказывают долгосрочное воздействие на страны БРР, тогда как влияние притоков ПИ заключается в стимулировании роста краткосрочной доходности финансовых активов в принимающей стране.

Хотя в обозримом будущем БРР по-прежнему будут занимать важное место в глобальном распределении портфельных инвестиций, директивным органам стран БРР необходимо обратить пристальное внимание на изменчивые потоки ПИ и проанализировать потенциальное воздействие неожиданного прекращения этих потоков в свои финансовые рынки. Судя по последним данным, с 2011 года, происходит отток портфельного капитала из стран с быстроразвивающимися рынками, как видно из Рисунка 7. В упомянутом выше докладе МВФ (2010 года) с использованием панельной регрессионной модели показано, что уменьшение роста гло-

бальной ликвидности на 10% связано с двухпроцентным снижением доходности акций в странах-получателях капитала.

Перечень ответных мер экономической политики, позволяющих смягчить риски, связанные с резким увеличением притоков ПИ и их неожиданным оттоком, включает инструменты налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, корректировку обменного курса, накопление резервов, пруденциальное регулирование и, иногда, меры контроля за операциями с капиталом (IMF, 2010). Например, гибкий валютный режим может уменьшить притоки капитала, привлеченные ожиданиями повышения обменного курса. Смягчение денежно-кредитной политики может уменьшить разницу между внешними и внутренними процентными ставками и, тем самым, ослабить стимулы к процентным арбитражным операциям. Ужесточение налогово-бюджетной политики может способствовать поддержанию денежно-кредитной политики путем снижения бюджета и внутренних процентных ставок. Соответствующий контроль за соблюдением пруденциальных норм помогает сдерживать системный риск в финансовом секторе. Если большинство из перечисленных выше вариантов политики были предметом широких обсуждений и доказали свою эффективность в результате естественных экспериментов в условиях кризисов (например, финансового кризиса 1997–1998 годов в Азии), то введение контроля за операциями с капиталом является более спорной мерой. Некоторые данные указывают на то, что контроль за операциями с капиталом может увеличить срок погашения кредитов и создать больше возможностей для проведения независимой денежно-кредитной политики. Вместе с тем установление контроля за операциями с капиталом в одной стране БРР может стать толчком для введения подобных мер в других странах БРР, и в результате широкое распространение практики контроля за операциями с капиталом может отсрочить реализацию более важных и необходимых мер по корректировке экономических показателей этих стран.



V. Заключение



Возрастающее значение стран БРР на мировом рынке капитала имеет важные последствия для существующей модели и перспектив глобального экономического развития. Крупнейшие в мире БРР, представленные странами БРИК, стали важными центрами концентрации мирового капитала, куда в последнее десятилетие стекались крупные притоки капитала. И хотя в течение глобального финансового кризиса 2007–2008 годов притоки ПИИ и ПИ в страны БРР уменьшились, после его окончания их динамика быстро восстановилась.

Среди 22 ведущих БРР Китай, безусловно, является крупнейшим получателем ПИИ, и его экономика больше всего выиграла от притоков ПИИ в 1995–2010 годах. Для сравнения: Индия получила незначительную долю чистых притоков ПИИ, хотя на сегодняшний день она является второй по размеру экономики страной БРР в мире. Интересно отметить, что некоторые страны БРР (например, Южная Корея) из чистых получателей ПИИ со временем превратились в чистых поставщиков ПИИ. ПИИ из стран с развитыми рынками, которые традиционно являются основными поставщиками ПИИ в страны БРР, с 2007 года демонстрируют понижающую тенденцию, что объясняется глобальным финансовым кризисом и вялым восстановлением экономики этих стран. Напротив, потоки ПИИ за границу из БРР, прежде всего стран БРИК, за тот же период существенно возросли. Растущее значение потоков инвестиций между странами БРР имеет важные последствия для существующей модели и перспектив мирового экономического развития. Малые БРР и другие развивающиеся страны могут попасть в большую зависимость от ведущих стран БРР (например, БРИК) в плане торговли и ПИИ во внутреннюю экономику. Результатом может стать сближение их политики и экономической деятельности с политикой и экономической деятельностью крупнейших стран БРР.

Экономические показатели принимающих стран тесно связаны с международными потоками капитала в страны БРР. На-

пример, инвесторы отдают предпочтение крупным БРР (таким как Китай и Бразилия), поскольку в крупных странах, как правило, внутренние рынки более стабильны, а страновые риски инвестиций ниже, чем в небольших странах. Мы также обнаружили, что инвесторов в большей степени привлекают БРР с более низкими премиями за страновой риск (такие как Китай и Польша). К тому же, слабая валюта страны БРР уменьшает стоимость инвестиций для иностранных инвесторов и, тем самым, стимулирует увеличение притоков капитала в страну. Этот эффект более ярко выражен в случае потоков ПИИ, оставаясь незначительным для потоков ПИ. Как и ожидалось, недавний глобальный финансовый кризис привел к значительному сокращению совокупных потоков капитала в страны БРР. При этом кризис оказал гораздо более серьезное негативное воздействие на притоки ПИ, чем на притоки ПИИ. Наше исследование показывает, что сильные государственные институты помогают привлечь больше потоков капитала в экономику страны БРР. Мы пришли к выводу, что среди различных институциональных факторов важнейшим является защита прав собственности. И последнее, но не менее существенное обстоятельство: важным фактором, определяющим потоки иностранных инвестиций в страну БРР, является система регулирования, благоприятствующая этим инвестициям. Международный капитал старается избегать тех стран, которые ограничивают размер инвестиций.

Временной тренд потоков капитала в отдельные страны БРР тесно связан с динамикой экономических показателей и развитием систем регулирования в этих странах. На протяжении всего периода 1995–2010 годов Китай и Бразилия оставались популярными направлениями потоков ПИИ во внутреннюю экономику. Некоторые страны, которым иностранные инвесторы ранее отдавали предпочтение, со временем потеряли часть своей привлекательности (например, Таиланд и Аргентина). Наоборот, потоки ПИИ в Турцию и Саудовскую Аравию в 1990-е годы были крайне незначительны-

ми, но к 2010 году эти страны превратились в крупных получателей ПИИ среди БРР. Благоприятствующие меры государственной политики могут помочь стране БРР в привлечении дополнительных международных потоков капитала и в более эффективном использовании ПИИ. Хотя государственная политика в области ПИИ значительно различается по странам БРР, хорошим примером в этом отношении является Китай, получающий больше всего ПИИ среди БРР. Для привлечения большего объема ПИИ страны БРР должны создавать и поддерживать институциональные, нормативные и политические условия, способствующие притоку международных инвестиций.

На начальном этапе посткризисного периода притоки ПИ в страны БРР достигли исторических максимумов, что, по крайней мере отчасти, объяснялось близкими к нулю процентными ставками в крупнейших промышленно развитых странах. Однако, по сравнению с ПИИ, потоки ПИ в страны БРР демонстрировали гораздо большую изменчивость, особенно на протяжении последних десяти лет, и есть свидетельства того, что с 2011 года происходит отток портфельного капитала из стран с быстроразвивающимися рынками. Кроме того, данные о воздействии потоков ПИ на реальный сектор экономики стран БРР являются неоднозначными. Огромные потоки ПИ в страны БРР, наблюдающиеся с 2008 года, связаны с повышением стоимостной оценки активов в некоторых странах БРР. Директивным органам стран БРР необходимо обратить пристальное внимание на изменчивые потоки ПИ и проанализировать потенциальное воздействие неожиданного прекращения этих потоков на свои финансовые рынки, особенно в странах, которые традиционно в большей степени рассчитывали на притоки ПИ (например, Бразилия и Индия). Конкретные обстоятельства, с которыми сталкиваются страны БРР, и доступные для них варианты экономической политики разнообразны, так же, как и надлежащие ответные меры. Перечень ответных мер экономической политики, позволяющих смягчить риски, свя-

занные с резким увеличением притоков ПИ и их неожиданным оттоком, включает меры бюджетной и кредитной политики, корректировку обменного курса, накопление резервов, пруденциальное регулирование и, иногда, меры контроля за операциями с капиталом. Вместе с тем при введении политики контроля за операциями с капиталом следует проявлять осторожность, поскольку подобные меры могут привести к удлинению сроков погашения ПИ, а могут и не оказать значительного влияния на совокупный объем потоков капитала (Baba & Kokenyne, 2011).

Литература

- Alexey, Kuznetsov, 2011. Outward FDI from Russia and its policy context, update 2011. Value Columbia Center on Sustainable International Investment.
- Baba, Chikako and Kokenyne, Annamaria, 2011. Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. IMF working paper No. WP/11/281.
- Cai, F., Lin, J.Y., and Cao, Y., 2009. The Chinese Economy: Reform and development. McGraw-Hill Education (Asia).
- EconomyWatch, 2010. Foreign direct investment in Brazil. 30 June 2010.
- Eichengreen, B. and Fishlow, A., 1996. Contending with Capital Flows: What is Different about the 1990s. Occasional Paper, Council on Foreign Relations.
- Ernst & Young, 2011. Rapid-growth markets: Ernst & Young rapid-growth markets forecast, Autumn edition - October 2011.
- Fernandez Arias, E. and Montiel, P., 1996. The surge of capital inflows to developing countries: an analytical overview. The World Bank Economic Review, 10, Issue 1, January, 51–77.
- Giovanni, J., Faria, A., Kose, A., Mauro, P., Ostry, J., Schindler, M., and Terrones, M., 2008. Reaping the Benefits of Financial Globalization, IMF Occasional Paper No. 264 (Washington: International Monetary Fund).
- Goldstein, I. and Razin, A., 2005. Foreign direct investment vs. foreign portfolio investment. NBER working paper No. 11047.
- IMF, Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System, April 2010.
- Kaminsky, G., Reinhart, C., and Végh, C., 2004. When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies. NBER Working Paper 10780.
- Kose, M.A., Prasad, E., Rogoff, K., and Wei, S., 2009. Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 1, pp. 8–62.
- Magud, N., Reinhart, C., and Vesperoni, E., 2012. Capital inflows, exchange rate flexibility, and credit booms. IMF working paper No. WP/12/41.
- Montiel, P. and Reinhart, C., 2001. The dynamics of capital movements to emerging economies during the 1990s, in Stephany Griffith-Jones, Manuel Montes, and Anwar Nasution (eds.) “Short-term Capital Flows and Economic Crises”, Oxford: Oxford University Press, 2001, 3–28.
- Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M., and Kokenyne, A., 2011. Managing capital inflows: What tools to use. IMF Staff Discussion Note 11/06 (Washington: International Monetary Fund).
- Qu, B., and Li, Y., 2012. China’s financial development under Hu-Wen leadership: The unfinished revolution, in Joseph Y.S. Cheng (ed.) “China: A New Stage of Development for an Emerging Superpower”, City University of Hong Kong Press, 2012.
- Rajan, R., Rongala, S., and Ghosh, R., 2008. Attracting foreign direct investment (FDI) to India. George Mason University, working paper.
- Ramady, M., 2010. The Saudi Arabian economy: Policies, achievements, and challenges. Springer, second edition, September 17, 2010.
- Reinhart, C. and Reinhart, V., 2008. Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. NBER Working Paper 14321.
- Satyanand, P.N. and Raghavendran, P., 2011. Outward FDI from India and its policy context. Value Columbia Center on Sustainable International Investment.
- Sauvart, K., 2005. New sources of FDI: The Brics. Journal of World Investment and Trade, 6 (5), pp. 639-709.
- UNCTAD, 2006. World investment report 2006: FDI from developing and transition economies: Implications for development. Geneva: UNCTAD.

Приложение

Таблица 1 приложения. Сводные статистические характеристики переменных

Переменная	Число набл.	Среднее	Станд. откл.	Минимум	Максимум
Чистые ПИ/ВВП	342	0,0041	0,0436	-0,2514	0,2104
Чистые ПИИ/ВВП	351	0,0351	0,0446	-0,056	0,3516
(Чистые ПИИ + чистые ПИ)/ВВП	351	0,0391	0,0541	-0,2276	0,3478
Log ВВП	352	12,0434	1,0726	9,6914	14,9929
Темпы роста ВВП	336	0,0433	0,0427	-0,148	0,142
Доходность акций	293	0,2037	0,5257	-0,8423	2,84
Международная процентная ставка (США)	352	0,0334	0,0223	0,0013	0,065
Международная процентная ставка (ЕС)	352	0,0334	0,0156	0,0048	0,0682
Внутренняя процентная ставка	241	0,137	0,1884	0,0074	1,9043
Обесценение национальной валюты	330	0,0773	0,3253	-0,2897	3,4755
Ограничения на инвестиции	348	3,8721	0,3564	2,3026	4,3820
Защита прав собственности	348	3,8024	0,4828	2,3026	4,4998

Примечание. В регрессиях используются натуральные логарифмы ВВП, показателя ограничений на инвестиции и показателя защиты прав собственности. Темпы роста ВВП, доходность рынка акций, процентные ставки и темпы обесценивания национальной валюты представлены в годовом выражении. Выборка охватывает период 1995–2010 годов.

Источники: CEIC, МВФ, Heritage Foundation и расчеты IEMS.

Таблица 2 приложения. Результаты оценивания (модели с фиксированными эффектами)

	Зависимая переменная: чистые ПИИ + чистые ПИ	Зависимая переменная: чистые ПИИ	Зависимая переменная: чистые ПИ	Зависимая переменная: ПИИ + ПИ во внутреннюю экономику
	(1)	(2)	(3)	(4)
Log ВВП	0.0625*** (0.0219)	0.0051 (0.0145)	0.0574*** (0.0184)	0.1336*** (0.0204)
Темпы роста ВВП	0.0642 (0.0729)	-0.0122 (0.0482)	0.0764 (0.0613)	0.0201 (0.0678)
Доходность рынка акций	0.0033 (0.006)	0.0011 (0.004)	0.0022 (0.0051)	0.0035 (0.0056)
Дифференциал внутренних и международных процентных ставок	-0.0834** (0.037)	-0.0778*** (0.0245)	-0.0056 (0.0311)	-0.0606* (0.0344)
Обесценение валюты	0.0213* (0.0124)	0.0131* (0.0076)	0.0082 (0.0104)	0.0138 (0.0115)
Условная переменная для финансового кризиса	-0.0476*** (0.0123)	0.0078 (0.0082)	-0.0554*** (0.0104)	-0.0433*** (0.0115)
Ограничения на инвестиции	-0.044** (0.0175)	-0.027** (0.0116)	-0.0171 (0.0147)	-0.0439*** (0.0163)
Защита прав собственности	0.0639*** (0.0179)	0.0361*** (0.0119)	0.0278* (0.0151)	0.0623*** (0.0169)
Константа	-0.8004** (0.3183)	-0.0648 (0.2106)	-0.7356*** (0.2675)	-1.6379*** (0.296)
Фиксированные эффекты	Included	Included	Included	Included
Число наблюдений	223	223	223	223
R-квадрат (в рамках группы)	0.2139	0.1295	0.1947	0.3702
F-статистика	6.73	3.68	5.99	14.55

Примечание. Регрессионный анализ проводился на основе следующей модели оценивания с фиксированными эффектами: $F_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma Crisis_t + \theta C_i + \epsilon_{it}$, где F_{it} — потоки капитала в страну i в период t . Использовались четыре зависимые переменные: чистые притоки ПИИ, чистые притоки ПИ, сумма чистых ПИИ и ПИ и сумма ПИИ и ПИ во внутреннюю экономику. X — группа макроэкономических и институциональных показателей. $Crisis_t$ — условная переменная для глобального финансового кризиса 2007–2008 годов. C — фиксированные страновые эффекты. Остаточные члены ϵ_{it} представляют собой независимо распределенные случайные величины с нулевым средним значением и дисперсией σ^2_{ϵ} . Зависимые переменные рассчитаны по ВВП (в долларах США, в ценах 2000 года). В регрессиях используются натуральные логарифмы ВВП, показателя ограничений на инвестиции и показателя защиты прав собственности. Процентные ставки — это ставки денежного рынка. Дифференциал внутренних и международных процентных ставок рассчитывается как разница между ставкой внутреннего денежного рынка и средним значением ставок США и ЕС. Обменный курс национальной валюты оценивается по отношению к доллару США (число единиц национальной валюты за 1 долл. США). Доходность рынка акций основана на индексе акций S&P. Условная переменная для финансового кризиса принимает значение «единица» в 2008 году и «ноль» в остальные годы. *, ** и *** обозначают уровни значимости 10%, 5% и 1% соответственно. В скобках приведены стандартные отклонения. Источники: CEIC, МВФ, Heritage Foundation и расчеты IEMS.

ОБЗОРЫ IEMS

- Номер 09-01 «Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).
- Номер 09-02 «Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).
- Номер 09-03 «Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).
- Номер 09-04 «Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).
- Номер 09-05 «Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009).
- Номер 09-06 «Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).
- Номер 09-07 «Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).
- Номер 10-01 «Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).
- Номер 10-02 «К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).
- Номер 10-03 «Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).
- Номер 10-04 «Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).
- Номер 10-05 «Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).
- Номер 10-06 «Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).
- Номер 10-07 «Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).
- Номер 11-01 «Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).
- Номер 11-02 «За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).
- Номер 11-03 «Все дороги ведут в Рим: высокорезультативные фирмы в Китае и России» (июнь 2011).
- Номер 11-04 «Развитие и результаты функционирования фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками» (июль 2011).
- Номер 11-05 «Политическое измерение добрых дел: управление отношениями с государством посредством КСО в России и Китае» (август 2011).
- Номер 11-06 «Цены на продовольствие: движущие факторы и воздействие на благосостояние в странах с быстроразвивающимися рынками» (сентябрь 2011).
- Номер 11-07 «Стремительный рост влияния финансовых рынков быстроразвивающихся стран» (сентябрь 2011).
- Номер 11-08 «Мировой финансовый кризис и результативность банков стран с быстроразвивающимися рынками: исследование эффективности банков» (сентябрь 2011).
- Номер 11-09 «Рост затрат на ведение бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками: оценка вероятного воздействия на предпринимателей в тяжелые экономические времена» (октябрь 2011).
- Номер 11-10 «Мучитель, жертва или кто-то еще: объяснение публичных кризисов с транснациональными корпорациями в Китае и России» (ноябрь 2011).

Номер 11-11	«Становление африканских львов» (декабрь 2011).
Номер 12-01	«Индекс «мягкой силы» IEMS для стран с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2012).
Номер 12-02	«Рискованность банков стран БРИК в рискованном мире» (май 2012).
Номер 12-03	«Скрывать или бороться: представление недостоверной информации о прибыли в странах с быстроразвивающимися рынками — Китае и России» (июнь 2012).
Номер 12-04	«Дивный новый мир. Индекс быстроразвивающихся рынков 2011-2012 гг.» (август 2012).
Номер 12-05	«Навстречу Евразийскому Союзу: Возможности и Угрозы в Регионе СНГ» (октябрь 2012)
Номер 12-06	«Сырьевые товары и быстрорастущие рынки: неразрывная связь?» (ноябрь 2012)
Номер 12-07	«Потоки капитала и быстрорастущие рынки: 1995–2010 годы» (декабрь 2012).

ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ IEMS

Номер 10-01	«Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).
Номер 10-02	«Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).
Номер 10-03	«Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).
Номер 10-04	«Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).
Номер 11-01	«Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — но-вая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).
Номер 11-02	«Новая география потоков капитала» (март 2011).
Номер 11-03	«Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).





Московская школа управления СКОЛКОВО — совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения. Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Премьер-министр Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев. С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена — программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа Full-time MBA.

Московская школа управления СКОЛКОВО
143025, Россия, Московская область
Одинцовский район
дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68
E-mail: info@skolkovo.ru
Website: www.skolkovo.ru

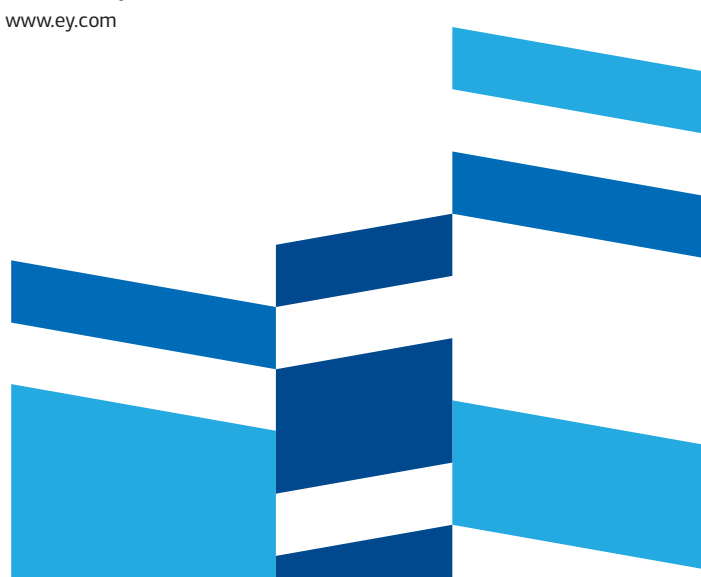


«Эрнст энд Янг» является международным лидером в области аудита, налогообложения, сопровождения сделок и консультирования. Коллектив компании насчитывает 144 000 сотрудников в разных странах мира, которых объединяют общие корпоративные ценности, а также приверженность качеству оказываемых услуг. Мы создаем перспективы, раскрывая потенциал наших сотрудников, клиентов и общества в целом.

С открытием нашего московского офиса в 1989 году мы стали первой международной фирмой по оказанию профессиональных услуг в России и Содружестве Независимых Государств. Мы постоянно расширяем наши услуги и ресурсы с учетом потребностей клиентов в различных регионах СНГ. В 16 офисах нашей фирмы (в Москве, Санкт-Петербурге, Новосибирске, Екатеринбурге, Тольятти, Южно-Сахалинске, Алматы, Астане, Атырау, Баку, Киеве, Донецке, Ташкенте, Тбилиси, Ереване и Минске) работают 3400 специалистов.

Специалисты «Эрнст энд Янг» являются признанными лидерами в своих профессиональных областях, они применяют передовые ноу-хау во всех отраслевых направлениях нашей деятельности. Мы оказываем содействие клиентам в области управления бизнес-рисками, а также в поиске действенных решений и новых возможностей для развития их компаний. Накопленный нами более чем 20-летний опыт работы в странах СНГ позволяет нам предоставлять клиентам наиболее ценную информацию и, опираясь на проверенные ресурсы нашей организации, создавать основу для улучшения показателей деятельности и повышения прибыльности компаний.

Ernst & Young
Россия, 115035, Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1
Тел: +7 (495) 755 9700
Факс: +7 (495) 755 9701
E-mail: moscow@ru.ey.com
Website: www.ey.com



Институт исследований развивающихся рынков бизнес-школы СКОЛКОВО – «Эрнст энд Янг» (IEMS) – совместный проект Московской школы управления СКОЛКОВО и компании «Эрнст энд Янг». IEMS – международный исследовательский центр, основное направление научной деятельности которого – анализ вопросов управления и экономики в развивающихся странах. Наша миссия – проведение исследовательской работы, которая обладает практическим эффектом и направлена на анализ ключевых проблем роста стран с развивающейся экономикой.

Научные сотрудники Института, во взаимодействии с международной сетью высших учебных заведений, проводят комплексные, практические и сравнительные исследования. Результаты научной работы распространяются среди политических деятелей, предпринимателей, представителей деловых кругов и научного сообщества по всему миру. Ключевые направления и виды нашей исследовательской деятельности:

- Оценка экономических, социальных и корпоративного управления
- Прикладные и проектные исследования
- Всесторонние и междисциплинарные исследования
- Сравнительный анализ стран с формирующейся рыночной экономикой
- Научные исследования, обладающие практической ценностью и обширной областью применения

В настоящее время у нас открыты офисы в Москве и Пекине, в будущем, мы планируем открыть региональные отделения во всех крупных развивающихся странах, включая Индию, Ближний Восток, Южную Африку и Бразилию.

Институт исследований развивающихся рынков (IEMS)
Китай, 100101, Пекин
Unit 1608 North Star Times Tower
No. 8 Beichendong Rd., Chaoyang
тел. +86 10 6498 1634, факс +86 10 6498 1634 (#208)

Институт исследований развивающихся рынков (IEMS)
143025, Россия, Московская область
Одинцовский район, дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел. +7 495 580 30 03, факс +7 495 994 46 68

E-mail: iems@skolkovo.ru
Website: www.skolkovo.ru/iems

