



Загадка инвестиций в Азии

Контроль за строительством небоскреба в Корее.

Чарльз Крамер

Несмотря на экономический подъем в Азии, затянувшаяся неопределенность, очевидно, сдерживает инвестиции

НАКОПЛЕНИЕ крупных профицитов по счетам текущих операций в Азии в период после финансового кризиса 1997–1998 годов заставило обратить внимание на источники этих дисбалансов, и наибольшую популярность среди экономистов завоевали две точки зрения. В рамках гипотезы «избытка сбережений» утверждается, что Азия наводняет мир чрезмерными сбережениями, заставляя мировые процентные ставки опускаться до искусственно низких уровней и усиливая рост соответствующих внешних дефицитов в США. Согласно точке зрения о «спаде инвестиций», после кризиса в Азии произошло сокращение инвестиций. Эти две точки зрения важны ввиду их различных последствий для экономической политики.

В настоящей статье анализируется возможность того, что существующая ситуация в значительной мере отражает спад инвестиций в странах Азии с

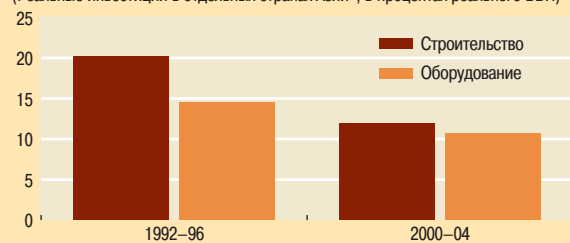
формирующимся рынком. В этих странах, за исключением Китая, совокупные сбережения в последние 10–15 лет были относительно стабильными и, согласно некоторым исследованиям МВФ, в целом соответствовали фундаментальным экономическим условиям (IMF, 2005). Напротив, совокупные инвестиции резко сократились примерно

Рисунок 1

Повсеместное сокращение

Со времени кризиса резко снизились инвестиции как в строительство, так и в оборудование.

(Реальные инвестиции в отдельных странах Азии¹, в процентах реального ВВП)



Источник: CEIC Data Company Ltd; МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики».

¹Включая Корею, Филиппины, Сингапур, Таиланд и Тайвань, провинцию Китая.



в период кризиса и восстановились лишь частично, и по некоторым показателям представляются более низкими, чем они должны быть исходя из базовых экономических детерминант. Несомненно, основополагающие условия сложнее, в особенности структура сбережений (государственных, сбережений домашних хозяйств и корпоративных сбережений), которая со временем менялись, а масштабы и характер спада инвестиций, а также лежащие в его основе факторы различаются по странам. Но повсеместное снижение инвестиций по отношению к ВВП служит основанием для попытки найти объяснение на региональном уровне.

Продолжительное снижение инвестиций

Снижение инвестиций в странах Азии с формирующимся рынком — здесь к ним отнесены Индия, Индонезия, Корея, Малайзия, САР Гонконг, Сингапур, Тайвань (провинция Китая), Таиланд и Филиппины — было продолжительным, значительным по масштабам и повсеместным, отражая сокращение частных инвестиций (IMF, 2006a). Например, по сравнению с 1992–1996 годами, к 2000–2004 годам частные инвестиции снизились в САР Гонконг, Корею, Сингапуре, Малайзии и Таиланде на 5–18 процентных пунктов ВВП (государственные инвестиции оставались сравнительно стабильными). Сокращение инвестиций в Азии в течение прошедших 15 лет было глубоким и по сравнению с другими регионами, хотя и похожим на аналогичный спад в Латинской Америке в период долгового кризиса 1980-х годов.

Снижение инвестиций отражало как резкое падение расходов на недвижимость после бума, так и сокращение инвестиций в оборудование (см. рис. 1). К середине 1990-х годов в нескольких странах стали очевидны признаки «перегрева» в строительной отрасли, когда доля занятой недвижимости снижалась, масштабы кредитования недвижимости быстро увеличивались, а цены на недвижимость продолжали расти. Однако с 1997 года инвестиции в строительство довольно резко сократились, снизившись, например, в Таиланде на 10 процентных пунктов ВВП. Одновременно резко упали цены на недвижимость с сокращением ранее процветавшего кредитования покупки недвижимости. При этом более низкие инвестиции в оборудование были одной из важных причин как сокращения в период кризиса, так и низких темпов роста в посткризисный период. Например, в Таиланде посткризисный спад инвестиций в равной мере был обусловлен инвестициями в оборудование и строительство. В Корее инвестиции в транспортное и машиностроительное оборудование сократились наполовину по сравнению с максимальным показателем 1996 года, составлявшим 14 процентов ВВП, и в последние года оставались на низком уровне, тогда как инвестирование в строительство недавно перешло в фазу умеренного подъема.

Действительно ли инвестиции являются чрезмерно низкими? Из некоторых последних исследований явствует, что это так. В работе Chinn and Ito (2005) установлено, что инвестиции в странах Азии с формирующимся рынком, кроме Китая, особенно в последние годы, значительно ниже, чем прогнозировалось эмпирической моделью. В работе Eichengreen (2006) показано, что резкое падение инвестиций не может объясняться изменениями экономических детерминант. А недавнее исследование МВФ указывает на то, что нормы инвестиций в странах Азии находятся ниже своих долгосрочных уровней (IMF, 2005).

С другой стороны, резкое падение вздутых цен на недвижимость и сокращение чрезмерных инвестиций, несомненно, привели в нескольких странах к снижению инвестиций до более обоснованных уровней. Падение относительных цен на инвестиционные товары, а также повышение их эффектив-

ности могло привести к сокращению вложений в основные средства; однако дефляторы инвестиций не стали существенно ниже по сравнению с дефлятором ВВП, и реальные нормы инвестиций также снизились. И хотя нормы инвестиций в Азии ниже докризисных уровней, они по-прежнему выше, чем в других регионах.

Кроме того, взаимосвязь инвестиций с макроэкономическими детерминантами, по-видимому, также изменилась. Например, корреляция между отношением инвестиций к ВВП и темпом роста ВВП с лагом — простое отношение «акселератора» — после кризиса резко снизилась. Кроме того, представляется, что после кризиса нарушилась взаимосвязь между экспортом и инвестициями, а также между прибылью и инвестициями.

Что может ограничивать инвестиции?

В чем причина сохранения более низкого уровня инвестиций? Заслуживают внимания несколько факторов, в том числе последствия реструктуризации финансового и корпоративного секторов, конкуренция с Китаем и ощущение, что условия для инвестиций являются более рискованными. Рост восприимчивого риска, очевидно, носит всеобщий характер, тогда как остальные факторы в большей мере зависят от особенностей конкретной страны.

Реструктуризация финансового и корпоративного секторов. Напряженность в финансовом и корпоративном секторах и последующая реструктуризация усугубили резкое падение инвестиций после финансового кризиса, но представляется, что эти факторы больше не сдерживают инвестиции. В финансовом секторе резкое снижение платежеспособности и ликвидности банковской системы вследствие кризиса вынудило банки ограничить кредиты с заметными последствиями для инвестиций. Эти последствия были особенно серьезными из-за того, что рынки корпоративных облигаций — которые в периоды финансовой напряженности являются одной из важных резервных альтернатив банковскому кредитованию, — оставались недостаточно развитыми. Позднее показатели деятельности банковской системы значительно улучшились: доля необслуживаемых займов существенно снизилась (хотя в целом она оставалась выше уровней развитых стран), коэффициенты регулятивного капитала повысились, а прибыль на активы возросла. Кроме того, в некоторых странах ослаблению давления на банковские балансы способствовало восстановление цен на недвижимость. Хотя кредиты частному сектору относительно ВВП со времени кризиса оставались без изменений, учитывая снижение ссудных ставок, это, видимо, в большей степени объясняется низким спросом корпораций на финансовые средства, чем затруднениями банковской системы. Действительно, в последние годы отмечается резкое увеличение объемов потребительского кредитования.

В корпоративном секторе произошло значительное улучшение состояния балансов и повышение прибыли. За время кризиса соотношение между заемными и собственными средствами резко возросло (частично в результате снижения стоимости валюты, которое вызвало рост выраженной в национальной валюте стоимости обязательств), а процентное покрытие (отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к процентным расходам) и норма прибыли на собственный капитал существенно уменьшились. Вследствии сократили инвестиции в ходе восстановления балансов и реструктуризации операций. Однако в последние годы соотношение заемных и собственных средств вернулось примерно к докризисному уровню, процентное покрытие возросло до рекордных за последние 10 лет показателей, а рентабельность приблизилась к докризисным уровням. Приведенные факты указывают на то, что корпоративный

сектор стран Азии с формирующимся рынком избрал достаточно консервативный курс финансовой политики, что, возможно, объясняется ощущением повышенного риска. Более того, в странах Группы семи также отмечался рост корпоративных сбережений, частично обусловленный аналогичными причинами (IMF, 2006). Консервативная финансовая политика может также объясняться соображениями корпоративного управления; то есть низкое соотношение заемных и собственных средств и высокая ликвидность могут свидетельствовать о готовности к выкупу акций или принятию иных мер, с тем чтобы воспрепятствовать поглощениям. Таким образом, в условиях, когда балансы корпораций находятся по крайней мере в столь же здоровом состоянии, что и в начале 1990-х годов, недостатки корпоративного сектора вряд ли могут быть причиной сдерживания инвестиций на региональном уровне.

Однако эта общая картина скрывает характерные слабые места корпоративного сектора. Например, проанализированные выше данные включают только компании, зарегистрированные на бирже, а потому не учитывают множество малых и средних предприятий (МСП), слабость положения которых стала существенным тормозом для инвестиций в некоторых странах, особенно в Корее (см. вставку). Кроме того, резкое падение вздутых цен в сфере информационных технологий на глобальном уровне в начале текущего десятилетия оказало

сильное неблагоприятное воздействие на технологические компании, которые одновременно оказались перед лицом нарастающей глобальной конкуренции.

Конкуренция со стороны Китая. Значительные успехи Китая в привлечении прямых иностранных инвестиций (ПИИ) поставили вопрос о том, не достигаются ли эти успехи за счет других стран. Приток прямых инвестиций в Китай с начала 1990-х годов увеличился почти в 10 раз, превратив его в одного из крупнейших получателей ПИИ в мире. Но в то же время рост внутреннего рынка Китая и его экспорта привел к спросу на товары из других стран, создав тем самым новые возможности для торговли и инвестиций — в том числе, возможности для других стран инвестировать средства в Китай и участвовать в его расширяющейся производственной цепи.

Существуют свидетельства переориентации инвестиций в отдельных странах и отраслях. Например, в 2002–2004 годы в Корею чистые инвестиции за рубежом возрастали на 42 процента ежегодно; в этот период почти 43 процента таких инвестиций направлялось в Китай. На долю МСП приходилось почти 40 процентов этих инвестиций — вдвое больше, чем в начале 1990-х годов. После осуществления инвестиций за рубежом МСП обычно сокращают свои внутренние инвестиции, тогда как крупные компании одновременно увеличивают инвестиции по обоим направлениям. Таким образом, с ростом доли зарубежных инвестиций, осуществляемых МСП, рост инвестиций корейских компаний в Китай мог вытеснить некоторую часть внутренних инвестиций. В секторе электроники в Китае значительно увеличились инвестиции в сборочные предприятия, тогда как в Юго-Восточной Азии отмечалось их резкое сокращение.

Вместе с тем в результате недавно проведенных исследований на основе формальных методов не удалось выявить систематических доказательств того, что Китай отвлекает ПИИ от других стран Азии (Chantasawat et al. 2004; Mercereau, 2005; и Eichengreen and Tong, 2005). Действительно, при фиксированных значениях других факторов в ряде исследований было установлено, что приток ПИИ в большинство стран Азии *положительным образом* связан с их притоком в Китай, свидетельствуя об их взаимодополняемости. Такое сочетание положительного и отрицательного воздействия может частично объяснить ограниченные данные об эффекте переориентации.

Инвестиционный риск. Воспринимаемые макроэкономические и микроэкономические риски выше, чем в докризисный период. Например, возросли риски, связанные с дальнейшими перспективами развития. Согласованные обследования показывают 60-процентное увеличение дисперсии перспективных оценок роста ВВП в различных прогнозах при сравнении 1996–1998 годов с последними тремя годами (см. рис. 2) наряду с резким падением ожидаемых темпов экономического роста. В посткризисный период инвестиции могли подавляться вследствие как более высокой неопределенности, так и более низких ожидаемых темпов экономического роста. В самом деле, современные теории инвестиций утверждают, что неопределенность игра-

Ярко проявление проблем инвестиций в Корее

Со времени кризиса инвестиции в транспортное и машиностроительное оборудование в Корее оставались вялыми, что в значительной мере отражало слабость положения малых и средних предприятий (МСП). Например, в 2003–2004 годы резкое падение инвестиций МСП в средства производства компенсировало быстрый рост таких инвестиций в крупных компаниях (см. рисунок). Это может объясняться сравнительно более прочным положением крупных компаний, а также сложными условиями деятельности МСП в условиях растущей глобализации и слабости национальной экономики.

По оценкам, в условиях слабой национальной экономики одна из четырех компаний была не в состоянии покрывать процентные расходы за счет операционной прибыли. Вместе с тем имеются и структурные проблемы: усиление конкуренции со стороны Китая повысило давление на трудоемкие МСП, особенно в низкотехнологичных отраслях обрабатывающей промышленности. Кроме того, МСП в обрабатывающей промышленности, вероятно, пострадали от избыточных производственных мощностей, а в секторе услуг, где функционирует множество МСП, инвестиции также сдерживались наличием избыточных мощностей и низкой производительностью. Сохраняющаяся негибкость рынка труда усложняла управление рабочей силой и повышала его стоимость для компаний, вынуждая их искать возможности расширения деятельности за пределами своих стран.

Сдерживать инвестиции могло также быстрое увеличение объема государственных гарантий по кредитам МСП.

С 1997 года объем таких гарантий увеличился втрое — примерно до 6 процентов ВВП. Поскольку подобные гарантии получают, главным образом, уже существующие МСП, они создают препятствия для вхождения на рынок (и выхода с него) и сдерживают необходимую реструктуризацию. Для устойчивого восстановления инвестиций в средства производства фундаментальное значение будет иметь реструктуризация МСП и оживление сектора услуг посредством дальнейшего дерегулирования и реформы финансового сектора.

Задержка роста

Со времени кризиса инвестиции МСП оставались ограниченными.

(Процентный годовой рост в отраслях транспортного и машиностроительного оборудования в Корее)



Источник: Lim and Kim (2005).



Рисунок 2

Прогнозы более высоких рисков

Большая дисперсия прогнозов позволяет сделать вывод о повышении воспринимаемого риска в Азии со времени кризиса 1997–1998 годов.



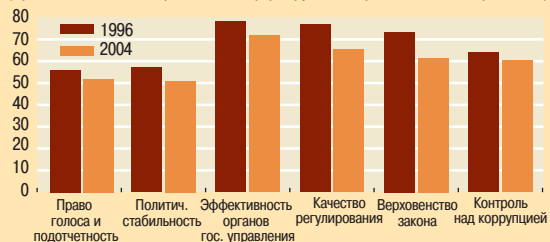
Источник: Consensus Economics.
Примечание. Простая средняя по Индонезии, Корее, Малайзии, Сингапуре и Таиланду.
Прогнозы составлены в январе на последующий год (например, «1996» представляет собой составленный в январе 1995 года прогноз роста на 1996 год).

Рисунок 3

Отставание

Со времени кризиса оценки качества государственного управления в Азии снизились.

(Среднее значение по странам Азии с формирующимся рынком¹; высший ранг=100)



Источник: Всемирный банк.
¹За исключением Китая.

ет важнейшую роль, поэтому повышение неопределенности сдерживает инвестиции. Повышение ощущаемой макроэкономической неопределенности могло определяться разными факторами. Например, кризис мог послужить сигналом тревоги, который вывел инвесторов из состояния благодушно-спокойствия относительно рисков и факторов уязвимости, в особенности связанных с потоками капитала.

Возросли и микроэкономические риски компаний. Например, во многих случаях гарантии отзывались (соответственно условиям), в том числе прямые государственные гарантии и перекрестные гарантии банков и аффилированных структур. Кроме того, представление о качестве государственного управления имеет более низкую оценку, чем до кризиса. По шести различным параметрам — право голоса и подотчетность, политическая стабильность, эффективность органов государственного управления, качество регулирования, верховенство закона и контроль над коррупцией — страны Азии с формирующимся рынком в 2004 году имели более низкую оценку, чем в 1996 году (см. рис. 3). Это указывает на потенциально важное изменение инвестиционной среды, поскольку качество управления является весомым определяющим фактором ПИИ (Mersegeau, 2005). А с перемещением в Китай обрабатывающих производств с низкой добавленной стоимостью из некоторых секторов, например, текстильной промышленности, некоторым странам Азии в настоящее время

приходится конкурировать за долю на рынках более высокотехнологичной электроники, где риск инвестиций более высок из-за постоянно меняющейся технологии и предпочтений потребителей.

Осознаваемое повышение риска, невзирая на принятые после кризиса меры по сокращению уязвимых мест, может частично отражать более реалистичные представления и изменение в распределении риска. После кризиса валютные режимы стали более гибкими, надежность банковских и корпоративных секторов повысилась, и были накоплены значительные запасы валютных резервов — все это в совокупности сделало Азию менее уязвимой. Вместе с тем перед кризисом инвесторы, скорее всего, недооценивали инвестиционные риски; в условиях отзыва гарантий инвесторы, соответственно, приняли на себя больше таких рисков. Поэтому представления инвесторов могут быть в некоторой степени более реалистичными, чем до кризиса. Но осознаваемое увеличение риска не обязательно является продуктом кризиса; оно может также отражать изменения в структуре торговли и производства, которые с большой вероятностью сохранятся и в будущем, в частности, смещение производства в направлении рынков высокотехнологичной электроники, одного из наиболее изменчивых секторов глобальной экономики.

Воздействие на инвестиции

Принимая во внимание возросшие уровни риска и неопределенности, что можно сказать о будущей динамике инвестиций? Среднесрочные перспективы в странах Азии с формирующимся рынком значительно различаются по субрегионам. По прогнозам, в новых индустриальных странах норма инвестиций останется в целом без изменений. Ожидается, что в таких странах Юго-Восточной Азии, как Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины, норма инвестиций будет умеренно повышаться, но останется существенно ниже докризисного пика. В Индии, напротив, прогнозируется, что норма инвестиций поднимется существенно выше уровня середины 1990-х годов.

Посткризисный спад инвестиций частично отражал крах перегретых рынков недвижимости, на которые в ряде стран приходилась наиболее значительная часть общего падения инвестиций, и это означает, что возврат ко вздутому докризисным уровням инвестиций маловероятен и необоснован. Кроме того, технологические нововведения, создавая более эффективные средства производства, в принципе могут снизить оптимальную норму инвестиций, хотя существует тенденция быстрого обесценивания такой продукции, и совокупный эффект, по-видимому, будет незначительным. Частично по указанным причинам невозможно сколь угодно точно определить «надлежащий» уровень инвестиций. Акценты рекомендаций по экономической политике должны зависеть от условий в конкретных странах. Вместе с тем, принимая во внимание очевидный потенциал для улучшения инвестиционной среды, можно предложить несколько способов достижения этой цели.

- Следует продолжать проводить пруденциальную денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику, которая способствовала ограничению роста воспринимаемого макроэкономического риска (и активизировать ее в тех ситуациях, где есть возможности для совершенствования).

- В некоторых случаях также полезно добиться структурного улучшения инвестиционной среды на микроэкономическом уровне, особенно в системах систем управления, для решения проблем неопределенности, повышения ожидаемых норм прибыли, а также улучшения конкурентоспособности в условиях глобализации. Ключевые элементы могут включать либерализацию торговли, дерегулирование и совершенствова-

ние инфраструктуры. (В то же время следует избегать субсидий и гарантий, которые искажают инвестиционные решения.)

• **Необходимо углублять и расширять финансовые системы**, особенно путем содействия дальнейшему развитию рынков корпоративных облигаций, которые способствуют формированию дополнительных каналов инвестиционного финансирования и служат резервным механизмом для банковских систем в случае возникновения напряженности. В то же время более совершенные финансовые системы могут помочь компаниям лучше работать в условиях неопределенности, облегчая задачу управления инвестиционными рисками и их диверсификации на финансовых рынках.

Но следует ли отрицать роль сбережений в процессе корректировки сальдо счетов текущих операций? Нет, не следует. В действительности макроэкономические и микроэкономические условия, характеризующиеся большим риском, могли не только сдерживать инвестиции, но и подталкивать компании и домашние хозяйства к увеличению сбережений из предосторожности. Если это так, то меры по смягчению воспринимаемых рисков макроэкономического и микроэкономического характера могут привести как к сокращению сбережений, так и к подъему инвестиций, способствуя уменьшению дисбалансов счетов текущих операций по обоим направлениям. ■

Чарльз Крамер — заместитель начальника отдела Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ.

Литература:

Chantasawat, Busakorn, K.C. Fung, Hitomi Iizaka, and Alan Siu, 2004, "Foreign Direct Investment in China and East Asia," Stanford Center

for International Development Working Paper 233 (Stanford, California: Stanford University).

Chinn, Menzie D., and Hiro Ito, 2005, "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Savings Glut'," NBER Working Paper 11761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Eichengreen, Barry, 2006, "Global Imbalances: The Blind Men and the Elephant," *Issues in Economic Policy* No. 1 (Washington: Brookings Institution).

———, and Hui Tong, 2005, "Is China's FDI Coming at the Expense of Other Countries?" (mimeo; University of California, Berkeley, and Bank of England).

International Monetary Fund, 2005, World Economic Outlook, September 2005, Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective, *World Economic and Financial Surveys* (Washington), pp. 91–124.

———, 2006a, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, May, *World Economic and Financial Surveys* (Washington).

———, 2006b, World Economic Outlook, April 2006, *World Economic and Financial Surveys* (Washington).

Kramer, Charles, Reza Siregar, Giovanni Dell'Ariccia, Alain D'Hoore, Leif Eskesen, Roberto Guimaraes-Filho, Kenneth Kang, and Olaf Unteroberdoerster, "Analyzing Asia's Investment Decline" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).

Lim, Kyung-Mook, and Dong-Suk Kim, 2005, "Recent Facility Investment Trends," *Quarterly Economic Outlook*, (July) (Seoul: Korea Development Institute).

Mercereau, Benoît, 2005, "FDI Flows to Asia: Did the Dragon Crowd Out the Tigers?" IMF Working Paper 05/189 (Washington: International Monetary Fund).

• ЕЖЕГОДНЫЕ СОВЕЩАНИЯ • 2006 ГОДА •



ПРОГРАММА

СЕМИНАРА

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД • ГРУППА ВСЕМИРНОГО БАНКА

КОГДА: 16–18 сентября, 2006 года

ГДЕ: Гостиница «Пан-Пасифик», Сингапур

За дополнительной информацией просьба обращаться по адресу:
Программа семинаров Ежегодных совещаний МВФ — Группа Всемирного банка
Вашингтон, округ Колумбия, 20431 США

Телефон: [1](202) 473-3394
Факс: [1](202) 623-4100
Эл. почта: seminars@worldbank.org
Website: www.worldbank.org/pos

Азия в мире, мир в Азии

СПЕШИТЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАТЬСЯ

Заставляет задуматься —>

Определяет программу —> Побуждает к действиям

Программа семинаров — ведущий глобальный форум, на котором вы сможете присоединиться к влиятельным руководителям из частного сектора различных стран мира, высокопоставленным лицам, определяющим экономическую политику, из 184 стран и другим передовыми мыслителям в области международного развития и финансов для участия в активном и конструктивном диалоге в целях укрепления сети сотрудничества в глобальной экономике.

Основные темы Программы семинаров 2006 года

- ◆ Азия на подъеме: мифы и реальность
- ◆ Торговля и инвестиции
- ◆ Рынки капитала и финансовый сектор в странах с формирующимся рынком
- ◆ Энергоресурсы и безопасность
- ◆ Коррупция, гос. управление и эконом. рост
- ◆ Эконом. рост и справедливость
- ◆ Инфраструктура для XXI века
- ◆ Региональная экономика и финансовая интеграция
- ◆ Значение инвестиционного климата
- ◆ Инновации и технология