



Набегающая ВОЛНА

Частные инвесторы из стран с формирующимся рынком все чаще вкладывают свои средства в зарубежные активы

Дж. Эндрю Кароли, Дэвид Т. Нг, Эсвар С. Прасад

ПО мере того как страны с формирующимся рынком становятся все более значимыми участниками мировой экономики, растет и их доля в глобальных трансграничных потоках финансовых активов. Благодаря стабильным перспективам роста страны с формирующимся рынком привлекали иностранных инвесторов, находившихся в поиске источников более высокой прибыли, особенно в периоды, когда в странах с развитой экономикой были весьма низкие процентные ставки. Потоки также двигались в другом направлении, по мере того как органы государственного управления в странах с формирующимся рынком накапливали свои валютные резервы за счет активных инвестиций в страны с развитой экономикой.

В последнее время постепенно набирает силу еще одно явление: отток частного капитала из стран с формирующимся рынком вызван заинтересованностью инвесторов из этих стран в новых возможностях за рубежом.

Представление об объемах и структуре оттока суверенного и частного капитала и анализ факторов, которые на это влияют, прольет свет на то, каким образом, возможно, изменится характер международных потоков капитала по мере все большей интеграции стран с формирующимся рынком в мировые финансовые рынки. Мы рассматриваем формы оттока капитала из стран с формирующимся рынком и описываем некоторые предварительные результаты наших текущих исследований, которые показывают, что направление портфельных оттоков — сравнительно небольших в настоящее время, но с большим потенциалом в сторону увеличения — в значительной степени зависит от географической близости и осведомленности.

Экспорт капитала

Страны с формирующимся рынком во главе с Китаем в период с 2000 по 2012 годы увеличили свои валютные резервы примерно на 6 трлн долларов США — причем почти вся эта сумма была инвестирована в ценные бумаги, выпущенные странами с ведущими резервными валютами, главным образом, США.

Вполне вероятно, что в предстоящие годы накопление валютных резервов в этих странах с формирующимся рынком будет происходить гораздо более медленными темпами, поскольку многие из них отложили значительные запасы иностранных резервов, предназначенные для сглаживания будущей волатильности потоков капитала.

Мы ожидаем, что по мере снижения темпов накопления резервов отток частного капитала из этих стран будет быстро нарастать. Фактически, динамика подобного оттока уже соответствует росту накопления официальных резервов (см. рис. 1). Китай, в числе прочих, конечно, является важной движущей силой подобных частных потоков, и, если исключить Китай из общей картины, общие показатели будут менее впечатляющими. Но для стран с формирующимся рынком, за исключением Китая, отток частного капитала в настоящее время превышает потоки, которые отражают накопление резервов (см. рис. 2).

Есть множество причин ожидать роста оттока частного капитала. По мере того как домашние хозяйства в странах с формирующимся рынком становятся богаче и достигают более высоких уровней сбережений, они начинают искать возможности диверсифицировать свои портфели за рубежом. Институциональные инвесторы, такие как паевые и пенсионные фонды, уже становятся важными каналами для такого оттока. Корпорации и финансовые организации также, скорее всего, продолжат поиск возможностей для иностранных инвестиций по мере расширения базы своих операций в международных масштабах и выхода на иностранные рынки.

Перемены в Китае

Изменения в структуре потоков капитала в Китае, второй по величине экономике мира, являются наглядной иллюстрацией этих тенденций. В течение последнего десятилетия Китай был крупным чистым экспортером капитала в другие страны мира. Он обеспечивал торговый профицит, экспортируя больше товаров и услуг, чем импортируя, а также профицит счета операций с капиталом, который отражает приток частного капитала.

За этот период Китай добился общего профицита по счету текущих операций. Это свидетельствует о том, что он в чистом выражении является экспортером капитала в остальные страны мира. Данный экспорт капитала преимущественно выражается в накоплении валютных резервов в Народном банке Китая, центральном банке страны; резервами управляет Государственное валютное управление (ГВУ). Подобное накопление является результатом интервенций центрального банка на валютном рынке, который скупает доллары, чтобы ограничить укрепление китайской валюты (юаня) с целью избежать ухудшения конкурентоспособности китайского экспорта. Китай инвестирует значительную долю полученных долларов в иностранные ценные бумаги, например, в казначейские векселя и облигации США. По данным Казначейства США, по состоянию на январь 2013 года официальные авуары Китая в ценных бумагах Казначейства США составляли 1,26 трлн долларов США.

Давление на юань и обеспокоенность тем, что приток капитала может спровоцировать инфляцию и резкий рост цен на активы, заставляют Китай с осторожностью относиться к допуску в страну иностранного капитала. Иностранные инвесторы ограничены в возможностях активно инвестировать в китайский рынок акций, хотя некоторые каналы для них открыты, — например, в значительной степени увеличенные квоты в рамках программы квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (КИИИ). Рынки облигаций Китая остаются сравнительно неразвитыми. Поэтому значительная часть притока капитала в Китай осуществляется в виде прямых иностранных инвестиций (ПИИ), которые обычно предусматривают приобретение контрольного пакета акций предприятия. По данным МВФ, валовой приток ПИИ в Китай за 2010–2012 годы в среднем достиг 260 млрд долларов США в год. (Эти показатели согласуются с данными ГВУ, но Министерство торговли Китая за этот период приводит данные по притоку всего на 110 млрд долларов США в год.)

Однако более интересно то, что в последние годы существенно увеличился отток частного капитала из Китая. Китай сохраняет жесткие меры контроля над оттоком, но со временем они были смягчены. За период с 2004 по 2012 год отток ПИИ из Китая, по данным МВФ, увеличился фактически с нуля до более чем 100 млрд долларов США. (Данные ГВУ указывают на меньший отток — на уровне 62 млрд долларов США в 2012 году; Министерство торговли данных по оттоку не приводит.)

Фактически Китай поощрял зарубежные инвестиции не только своих корпораций, но и институциональных инвесторов — например, паевых фондов и пенсионных компаний. В 2006 году была даже создана программа квалифицированных внутренних институциональных инвесторов, по аналогии с программой КИИИ, с тем чтобы разрешить инвестирование за рубежом (до известных пределов). В результате принятия подобных мер другие формы оттока быстро догнали официальный отток резервов в иностранной валюте (см. рисунок 3). Предварительные данные за 2012 год показывают, что накопление резервов резко упало, даже несмотря на продолжающийся рост другого оттока, и эта тенденция, скорее всего, сохранится.

Подобное развитие событий вызвало обеспокоенность тем, что растущий отток капитала может отражать озабоченность внутренних инвесторов перспективами экономического роста Китая. В действительности, такой отток может просто отражать формирование более зрелой экономики, где разрешен более свободный отток (и приток) капитала. По мере того как Китай становится более богатой экономикой, а его финансовые рынки становятся все более развитыми, создавая больше возможностей для инвесторов диверсифицировать свои портфели, отток частного капитала, скорее всего, будет расти и дальше. Другие страны с формирующимся рынком, вероятно, пойдут аналогичным путем.

Изменение структуры оттока капитала

Структура оттока частного капитала в стране с формирующимся рынком определяется механизмами контроля над операциями с капиталом, которые установлены официальными органами, а также зависит от уровня развития финансового рынка. Опасения, что всплески оттока капитала могут дестабилизировать национальные финансовые системы, заставили многие из этих стран ограничить отток частного капитала. Тем не менее, некоторые из них проявляют все большую готовность разрешить своим корпорациям инвестировать за рубежом. Объемы сделок по слияниям и поглощениям в странах с формирующимся рынком в последние годы резко увеличились. Иногда при этом компания из одной страны с формирующимся рынком приобретает компанию в другой стране с формирующимся рынком; иногда институциональная структура из страны с формирующимся рынком приобретает компанию в стране с развитой экономикой. Существует множество потенциальных

Рисунок 1

Борт о борт

Отток частного капитала из стран с формирующимся рынком в настоящее время превышает официальный отток для целей накопления валютных резервов.

(В млрд долларов США)



Источник: МВФ, «Статистика платежного баланса».

Примечание. Красная линия отображает изменение валютных резервов стран с формирующимся рынком в период от конца одного года до конца следующего.

Рисунок 2

Динамика оттока капитала

Если не учитывать Китай, отток частного капитала из стран с формирующимся рынком превышает накопление валютных резервов более чем на 100 млрд долларов США.

(В млрд долларов США)



Источник: МВФ, «Статистика платежного баланса».

Примечание. Красная линия отображает изменение валютных резервов стран с формирующимся рынком в период от конца одного года до конца следующего.

факторов, влияющих на подобную деятельность, в том числе стремление компаний из стран с формирующимся рынком диверсифицировать свою производственную базу и расширить проникновение на другие рынки. Приобретение иностранных компаний также может способствовать получению технологий, которые затем могут использоваться внутренними компаниями для модернизации своих производственных мощностей. С середины последнего десятилетия наблюдалось заметное увеличение оттока ПИИ из таких стран (см. рис. 4).

Ограничения развития финансового рынка в странах с формирующимся рынком являются важным препятствием для портфельных инвестиций домашних хозяйств за рубежом. Например, в Китае и Индии в настоящее время частным лицам разрешается ежегодно направлять за рубеж крупные суммы (50 000 долл. США в Китае; 200 000 долл. США в Индии). Однако финансовые рынки в этих странах недостаточно развиты, поэтому у большинства домашних хозяйств нет свободного доступа к таким инвестиционным механизмам, как паевые фонды, которые позволили бы им приобретать иностранные инструменты участия в капитале или облигации. Быстрое развитие финансовых рынков в этих странах — наряду с растущим присутствием институциональных инвесторов, например, пенсионных фондов, страховых компаний и даже паевых фондов, — вероятно, создаст больше каналов для портфельных оттоков.

Почему инвесторы в странах с формирующимся рынком стремятся инвестировать за рубежом, если экономика их стран растет гораздо быстрее, чем в странах с развитой экономикой? Теоретически международные инвестиции обеспечивают розничным инвесторам в странах с формирующимся рынком возможность диверсифицировать риски своих портфелей. Кроме того, в финансовых системах некоторых из этих стран по-прежнему преобладают банки, которые традиционно выплачивают относительно низкие процентные ставки по сберегательным депозитам (особенно если учесть инфляцию). Фондовые рынки в некоторых странах с формирующимся рынком по-прежнему сравнительно малы, менее ликвидны по сравнению с такими рынками в странах с развитой экономикой, а стоимостные оценки часто высоко волатильны. Все эти факторы определяют стремление институциональных инвесторов, например, пенсионных фондов, паевых фондов и страховых компаний инвестировать за рубежом, а также влияют на потоки портфельных инвестиций в инструменты участия в капитале.

Потоки портфельных инвестиций в инструменты участия в капитале

В связи с высоким потенциалом роста стран с формирующимся рынком и быстрым открытием их рынков инструментов участия в капитале для международных инвесторов эти страны стали важным пунктом назначения для глобальных потоков портфельных инвестиций в инструменты участия в капитале (в том числе и из других стран с формирующимся рынком). Так, в 2000 году на долю стран с формирующимся рынком приходилось 3 процента мировых объемов иностранных портфельных инвестиций в инструменты участия в капитале. К 2010 году эта доля возросла до 16 процентов. В связи с этим появляется все больше научных работ, в которых рассматриваются структура и определяющие факторы притока иностранных инвестиций в страны с формирующимся рынком. Гораздо меньше внимания уделяется менее яркому, но становящемуся все более заметным явлению: инвестициям из стран с формирующимся рынком в иностранные ценные бумаги.

Одним из показателей сравнительной значимости стран с формирующимся рынком в международных финансах является их доля в мировых внешних портфельных активах в виде инструментов участия в капитале — эта доля увеличилась с 1 процента в 2000 году до 5 процентов в 2010 году. В абсолютных цифрах это означает рост внешних портфельных активов в виде инструментов участия в капитале, принадлежащих инвесторам из стран с формирующимся рынком, с 67 млрд долларов США до 643 млрд долларов США. Приток капитала из стран с формирующимся рынком играет все более заметную роль во внешних портфельных обязательствах даже ведущих стран с развитой экономикой. Рассмотрим, к примеру, относительную значимость стран с формирующимся рынком в иностранных портфельных инвестициях в США. По данным Координированного обследования портфельных инвестиций МВФ, доля иностранных авуаров в виде инструментов участия в капитале США, принадлежащих инвесторам из стран с формирующимся рынком, возросла с 2 процентов в 2002 году до 7 процентов в 2011 году. Данные Казначейства США рисуют аналогичную картину.

Эти данные указывают на все более заметную роль стран с формирующимся рынком в трансграничных портфельных потоках — явление, которое, скорее всего, будет все ощутимее, по мере того как страны с формирующимся рынком становятся богаче, открывают свои счета операций с капиталом и развивают свои финансовые рынки. Каковы вероятные объемы

Рисунок 3

Частные инвестиции Китая растут

В последние годы Китай поощрял инвестиции своих компаний за рубежом, и в результате отток частного капитала приближается к объему накопления суверенных резервов.

(В млрд долларов США)



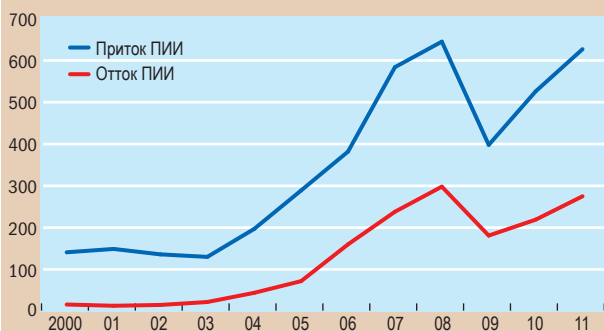
Источник: МВФ, «Статистика платежного баланса».

Рисунок 4

Поток прямых инвестиций

С середины прошлого десятилетия отмечался рост прямых иностранных инвестиций из стран с формирующимся рынком.

(В млрд долларов США)



Источник: МВФ, «Статистика платежного баланса». Примечание: ПИИ — прямые иностранные инвестиции.

оттока иностранных инвестиций из стран с формирующимся рынком? Теория финансов предлагает один из способов определения оптимального уровня иностранных инвестиций: чтобы обеспечить максимальную диверсификацию выгод и добиться наиболее оптимального соотношения риска и доходности, вместо инвестирования только в свой внутренний фондовый рынок инвесторам в принципе следует владеть широко диверсифицированным международным портфелем, весовые коэффициенты в котором основаны на рыночной капитализации фондового рынка каждой соответствующей страны. В условиях, когда на страны с формирующимся рынком еще приходится всего 8 процентов капитализации мирового рынка, инвесторам из этих стран в принципе следует вкладывать значительно большую долю своих инвестиций на фондовых рынках стран с развитой экономикой.

В действительности, инвесторы не достигают диверсификации в масштабах, сколько-нибудь приближающихся к уровню, предлагаемому стандартными моделями. Инвесторы практически в каждой стране, в том числе и в странах с открытыми счетами операций с капиталом и хорошо организованными финансовыми рынками, склонны демонстрировать высокую степень *национальных предпочтений* (непропорционально инвестируя во внутренние фондовые рынки). Такие национальные предпочтения объясняются информационной асимметрией (инвесторы знают больше о местных акциях, чем об иностранных), трейдинговыми издержками и недостаточным развитием финансового рынка. С учетом гигантского роста трансграничных потоков инструментов участия в капитале за последнее десятилетие и в условиях сглаживания таких препятствий, как информационная асимметрия и трейдинговые издержки, можно ожидать снижения уровня национальных предпочтений. Однако, как показывают исследования, за последнее десятилетие снижения уровня предпочтений не наблюдалось.

Тем не менее, по мере более глубокой интеграции мировых финансовых рынков и сокращения информационных барьеров, расширяющаяся диверсификация портфеля может повлиять на другие сопутствующие предпочтения. Например, было отмечено, что распределение портфеля по внешним рынкам зависит от *региональных иностранных предпочтений* (и выражается в непропорционально крупных инвестициях в фондовые рынки соседних стран). Инвесторы также непропорционально размещают средства в странах, с которыми их государства ведут интенсивную торговлю, или в странах, хорошо знакомых им в связи с колониальным наследием или языковой близостью. На эти решения могут повлиять и другие факторы, например, политическая стабильность. Теория не дает четких указаний в отношении того, каким образом некоторые из этих переменных должны влиять на распределение портфеля. Например, страна с низким качеством управления должна быть менее привлекательна для международных инвесторов, но сходные характеристики корпоративного управления в стране происхождения и принимающей стране в действительности могут увеличивать двусторонние потоки благодаря эффекту «осведомленности». Теория также не в состоянии дать представление о том, исчезнут ли такие иностранные предпочтения при расширении потоков капитала, и каким образом это произойдет. Эти вопросы предстоит решить методами эмпирического анализа.

Особое внимание к деятельности институциональных инвесторов

Мы изучили совокупные портфельные инвестиции в инструменты участия в капитале стран с формирующимся рынком за рубежом, а затем более подробно проанализировали отток через паевые фонды и через других институциональных инвесторов. Наш анализ опирается на широкое эмпирическое исследование, которое охватывает период с 2000 по 2011 год и использует стандартную теорию портфеля в качестве основы для

интерпретации результатов; тестирование конкретной теоретической модели портфельного распределения не проводилось.

В нашем анализе использовалось два набора данных. Первый основан на Координированном обследовании портфельных инвестиций МВФ, содержащем информацию о двусторонних трансграничных портфельных авуарах в виде инструментов участия в капитале (запасы, но не потоки). Мы также используем базу данных индивидуальных институциональных инвесторов в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком, чтобы дать более дезагрегированные данные, свидетельствующие о том, что определяет трансграничные портфельные потоки инструментов участия в капитале. Один из интересных выводов нашего предварительного исследования заключается в том, что переменные «притяжения» (называемые так, поскольку содержат компоненты массы и расстояния, подобно гравитационным взаимодействиям в физике Ньютона), которые отражают «близость» или «приближение» с точки зрения географического расстояния, общего языка, колониального прошлого и общей зоны свободной торговли, являются важными определяющими факторами трансграничных портфельных потоков инструментов участия в капитале. Значение перечисленных факторов уже отмечалось в литературе, посвященной инвесторам в странах с развитой экономикой; мы полагаем, что инвесторы в странах с формирующимся рынком в своих иностранных инвестициях, по-видимому, опираются на сходные соображения. Одна из возможностей связана с тем, что эти переменные, которые, как оказалось, играют важную роль в определении характера трансграничных торговых потоков, просто отражают тот факт, что финансовые потоки связаны с торговыми потоками. Вместе с тем мы установили, что значение переменных притяжения для объяснения двусторонних портфельных потоков инструментов участия в капитале остается неизменным, если непосредственно контролировать двусторонние торговые взаимоотношения. Одно из следствий наших предварительных результатов состоит в том, что портфельный отток из стран с формирующимся рынком приведет к более глубокой региональной финансовой интеграции, по крайней мере, на первоначальных этапах расширения такого оттока.

Рост оттока капитала

Одним из важных, но малоизученных аспектов растущего присутствия стран с формирующимся рынком является отток инвестиций из этих стран за рубеж. Несмотря на то, что такой отток все еще носит сравнительно умеренный характер, он продолжает нарастать быстрыми темпами. По мере того как эти страны становятся богаче, развивают свои финансовые рынки и проводят либерализацию трансграничных потоков капитала, розничные и институциональные инвесторы из этих стран будут, стремясь к диверсификации, все активнее искать возможности инвестирования за рубежом. Предварительные данные показывают, что инвесторы в этих странах, по-видимому, демонстрируют национальные и иностранные предпочтения, связанные с географической близостью и осведомленностью, подобно тем, которые отмечаются у инвесторов в странах с развитой экономикой. Это могло бы стимулировать более глубокую региональную интеграцию финансовых рынков и сформировать более интенсивные портфельные потоки инструментов участия в капитале среди самих стран с формирующимся рынком. ■

Эндрю Кароли является профессором Высшей школы управления им. Джонсона Корнельского университета. Дэвид Нг и Эсвар С. Прасад — доцент и профессор, соответственно, Высшей школы прикладной экономики и управления им. Дайсона Корнельского университета. Нг является приглашенным научным сотрудником Гонконгского института денежно-кредитных исследований. Прасад также является старшим научным сотрудником Института Брукинга.