

УДК 339.72

Аспірантка кафедри світового господарства
і міжнародних економічних відносин Т.А. Родіонова
Одеський національний університет імені І.І. Мечникова
Рецензент: доктор економічних наук, професор С.О. Якубовський

СТРУКТУРА ІНОЗЕМНИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ТА РЕПАТРІАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ДОХОДІВ В КРАЇНАХ З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ

У статті досліджено структуру іноземних зобов'язань та масштаби відтоку капіталу у формі доходів від інвестицій іноземних інвесторів країн з ринком, що формується. Виявлена тенденція зростання ролі сальдо інвестиційного доходу у формуванні поточних рахунків платіжних балансів розкриває нові загрози, що постають перед країнами з ринком, що формується.

Ключові слова: країни з ринком, що формується, міжнародна інвестиційна позиція, доходи від іноземних інвестицій.

В статье исследована структура иностранных обязательств и масштабы оттока капитала в форме доходов от инвестиций иностранных инвесторов стран с формирующимся рынком. Выявленная тенденция возрастания роли сальдо инвестиционного дохода в формировании текущих счетов платежных балансов раскрывает новые угрозы, стоящие перед странами с формирующимся рынком.

Ключевые слова: страны с формирующимся рынком, международная инвестиционная позиция, доходы от иностранных инвестиций.

Rodionova T.A.

Post-graduate student of the department of World economy and international economic relations
Odessa National Mechnikov University

STRUCTURE OF FOREIGN LIABILITIES AND REPATRIATION OF INVESTMENT INCOME IN EMERGING MARKETS

The article explores the structure of foreign liabilities and the extent of capital flight in the form of investment income of foreign investors in emerging markets. It is proved that the tendency of growing role of the investment income balance in the formation of the current account balance reveals new threats for the emerging economies.

Keywords: emerging markets, international investment position, income from foreign investments.

Постановка проблеми. В умовах світової економічної кризи, що відродила дебати про доцільність фінансової інтеграції як в країнах з розвинутою економікою, так і в країнах з ринками, що розвиваються, особливу актуальність набувають дослідження структури іноземних зобов'язань країн, від якої залежать розміри відтоку капіталу у формі доходів від інвестицій іноземних інвесторів. Адже від того, яка форма залучення іноземних інвестицій превалює залежить її обслуговування економікою країни.

Основні дослідження з теми. Багато іноземних учених-економістів у своїх працях приділяють увагу впливу припливу іноземних інвестицій на розвиток національних економік. Це, перш за все, Ф. Лейн та Дж. Милезі-Ферретті, Е. Прасад, Н. Рубіні, А. Гош та інші. Серед українських учених-економістів питання впливу потоків капіталу на платіжний баланс країн висвітлено у роботах В.О. Шевчука, вплив прямих іноземних інвестицій на приймаючі країни – у роботах С.О. Якубовського, залучення іноземних кредитів та їх обслуговування – у роботах О.А. Пересада та Т.П. Вахненко.

Незважаючи на численні публікації вчених у дослідженні проблем, що виникають із-за припливу іноземних інвестицій, у вітчизняній економічній літературі поки що не було достатньо приділено уваги аспекту великомасштабного вивозу доходів на вкладені раніше іноземні інвестиції в країнах з ринком, що формується. Тому у статті буде досліджено структуру іноземних зобов'язань та масштаби відтоку капіталу у формі доходів від інвестицій іноземних інвесторів країн з ринком, що формується.

Виклад основного матеріалу. Група країн, що позначається в англійській літературі терміном «emerging markets» в роботах вітчизняних економістів найбільш адекватно перекладається як «країни з ринком, що формується» або просто «ринки, що розвиваються». Згідно з класифікацією, наданою Петровим М. [1] у дану категорію включають провідні країни, що розвиваються, а також постсоціалістичні країни, що досягнули значних успіхів у проведенні ринкових реформ, зміцненні національних фінансово-банківських систем та інтеграції своїх економік у світове господарство, що проявилось, зокрема, в істотному розширенні їх присутності на міжнародних ринках капіталу як імпортерів і експортерів інвестиційних ресурсів.

За останнє десятиріччя країни з ринком, що формується істотно поглибили свою інтеграцію з світовими фінансовими ринками. На це вказують їх міжнародні інвестиційні позиції, а саме зростаючі запаси міжнародних активів і зобов'язань. Багато країн заохочували капіталопотоки, усуваючи обмеження, дерегулюючи внутрішні фінансові ринки та покращуючи економічне середовище і перспективи шляхом ринково орієнтованих реформ. Зокрема, в 90-х роках країни, що розвиваються і перехідні країни Центральної та Східної Європи, Східної Азії та Латинської Америки усунули обмеження на міжнародні фінансові трансакції та водночас послабили регулювання фінансових операцій на внутрішніх ринках [2].

Прасад Е. відзначає [3], що якщо раніше для країн з ринком, що формується міжнародні потоки капіталу прийнято було розглядати як деструктивну силу, яка збільшує волатильність і викликає руйнівні кризи, а не як сприяючу економічному зростанню або допомагаючу диверсифікувати ризики за рахунок розширення можливостей інвестування, то зараз спостерігаються зміни, які показують, що країни з ринком, що формується можуть бути в більш вигідному положенні, щоб скористатися перевагами від потоків капіталу, але вони зіштовхуються з новим набором ризиків.

Існують, звичайно, значні відмінності в ступені стійкості до потоків капіталу у різних групах країн з ринком, що формується. Наприклад, такі країни в Азії, особливо Китай та Індія, досягли набагато кращих умов, ніж економіки країн Східної Європи.

Раніше зовнішні зобов'язання країн з ринком, що формується, в основному становили собою заборгованість. В даний час переважають прямі іноземні інвестиції (ПІІ) і портфельні інвестиції в акції, разом узяті. У 2010 році на частку ПІІ та портфельних інвестицій в акції припадало більше половини сукупних зобов'язань країн з ринком, що формується [3]. Навпаки, в країнах з розвинутою економікою портфельні інвестиції в боргові зобов'язання (наприклад, облігації, випущені корпораціями) і банківські позики в сукупності, як і раніше становили основну частку зовнішніх зобов'язань.

Короткостроковий зовнішній борг, виражений в іноземних валютах, раніше представляв істотну загрозу для країн з ринком, що формується. Ці країни мали справу не тільки з ризиком виявитися не в змозі рефінансувати заборгованість в разі втрати прихильності міжнародних інвесторів, але також і з подальшими проблемами у разі знецінення валют, що збільшило б вартість боргу в

національній валюті. У дослідженні впливу короткострокових потоків капіталу Родрік та Веласко доводять, що країни з короткостроковими зобов'язаннями перед іноземними банками, які перевищують валютні резерви в три рази частіше відчувають раптові і масові розвороти потоків капіталу. На думку авторів це частка короткострокової зовнішньої заборгованості у резервах, а не у ВВП, що впливає на масштаби кризи [4].

Прасад Е. [3] зазначає, що ПІІ та портфельні інвестиції в акції є набагато більш бажаними формами капіталу, і зовнішній борг цих країн все частіше виражається в їх національних валютах. Якщо вартість таких інвестицій падає або у національній валюті, або через знецінення валюти (або по обох причин), іноземні інвестори беруть на себе частину капітального та валютного ризиків.

Рис. 1 надає загальну картину структури зобов'язань міжнародних інвестиційних позицій країн з ринком, що формується у розрізі інвестицій з фіксованим прибутком – боргових інструментів та інструментів участі у капіталі (англ. equity).

Наприкінці 2010 року з дев'ятнадцяти розглянутих країн, які представляють чотири різні регіональні групи, деякі країни мали значний обсяг зобов'язань, порівнюючи з ВВП: особливо вирізняється Угорщина, в якій як боргові зобов'язання, так і капітальні перевищують 100% ВВП, але інструменти участі у капіталі (ПІІ та портфельні інвестиції в акціонерний капітал) превалюють. Болгарія має значну заборгованість на рівні 100% ВВП за інструментами участі у капіталі, в той час як боргові зобов'язання становлять близько 60% ВВП. Словенія має значні боргові зобов'язання на рівні 100% ВВП, але слід зазначити, що чисті боргові зобов'язання є незначними, так як країна володіє значним запасом боргових активів, що відрізняє її серед інших країн. Чиста міжнародна інвестиційна позиція Словенії становила – 41,2% ВВП у 2011 р, що у порівнянні з іншими сусідніми країнами не є істотним дисбалансом.

Лінія в 45⁰ на рис. 1 відділяє вісім з розглянутих країн, для яких зобов'язання по ПІІ та портфельних інвестиціях в акції превалюють. Це, передусім, країни Латинської Америки, частина країн ЦСЄ та Росія. Ще п'ять країн мають більш менш однаковий розподіл об'єму зобов'язань за двома типами залучених інвестицій: Польща, Словаччина, Аргентина, Грузія та Македонія. Нарешті, для шести країн переважають боргові зобов'язання: це більшість країн Балканської групи, пострадянські країни та Румунія.

Важливо при цьому зазначити, що для тих країн, які залучають значні обсяги боргового фінансування існують істотні ризики підвищення світових відсоткових ставок і, як наслідок, суттєвого подорожчання обслуговування зовнішніх боргів. Очікується, що в умовах зростання цін в США і ЄС, викликаного вкрай ліберальною грошово-кредитною політикою США і ЄЦБ, регулятори скоро будуть змушені підняти процентні ставки, що істотно збільшить вартість обслуговування боргу для деяких країн з ринком, що формується.

В той же час для країн з високою часткою ПІІ у структурі зовнішніх зобов'язань може постати проблема більш високого доходу, який потрібно виплачувати іноземному інвестору, так як такі інвестиційні інструменти потребують премію за ризик і тому мають, в середньому, більш високу і більш волатильну дохідність, ніж боргові інструменти. При цьому постійневивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень може призвести до того, що репатріація прибутків перевищить отримані інвестиції.

Аналіз припливу іноземного капіталу і зростання зовнішньої заборгованості у країнах ЦСЄ показує, що країни регіону потрапили в залежність від іноземного фінансового капіталу, що в

умовах світової фінансової кризи призвело до їх уразливості. Поряд зі зростанням банківських і корпоративних зовнішніх запозичень країн, дефіцити поточних рахунків платіжного балансу різко збільшились до нестійкого рівня, який після «раптової зупинки» припливу капіталу призвів до розвороту поточного рахунку і девальвації національних валют.

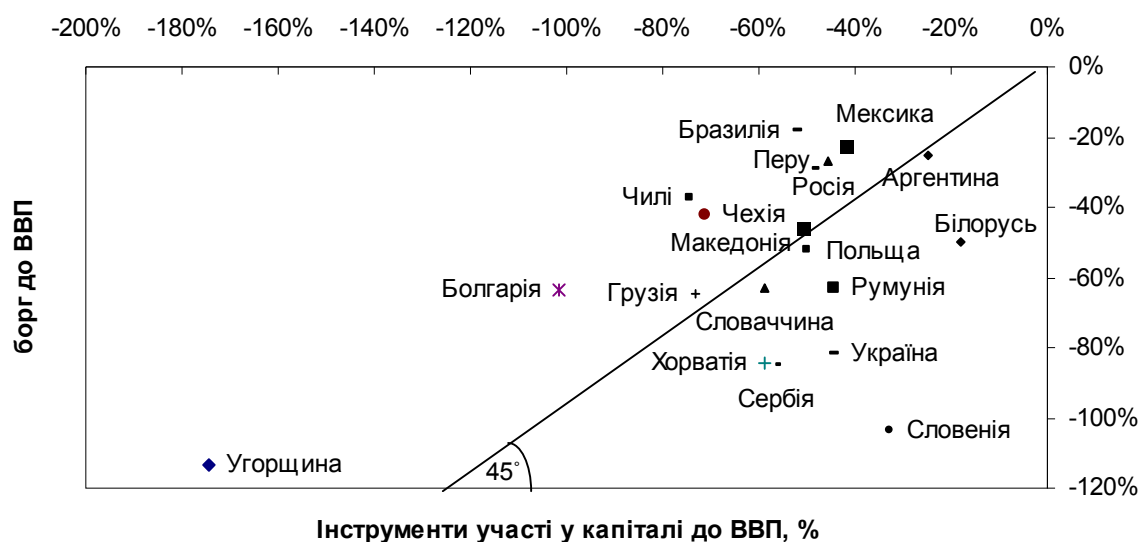


Рис. 1. Структура зобов'язань МПП: боргові зобов'язання та інструменти участі у капіталі (% від ВВП) країн з ринком, що формується, 2010 р.

Джерело: *Balance of Payments Statistics, розрахунки автора*

Аналіз статистичних даних свідчить про те, що протягом останніх років позиція по чистих зовнішніх активах для країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) була від'ємною та погіршувалась, що робить ці країни в значній мірі уразливими до стану міжнародних фінансових ринків. О ступені заборгованості можна робити висновок із частки чистого боргу до ВВП: найгірша ситуація спостерігається в Угорщині, для якої у результаті постійних значних дефіцитів рахунку поточних операцій сума чистих іноземних зобов'язань сягнула свого піку 118% ВВП у 2009 році, дещо знизившись наприкінці 2011 року до 105%. Чиста міжнародна інвестиційна позиція була від'ємною і становила в Болгарії – 85,3% ВВП (що є покращенням, порівнюючи з показником 2009 року – 101,8% ВВП), у Словаччині – 64,5% ВВП, в Румунії – 61,6%, у Польщі – 63,7% ВВП, в Чехії – 49,7% у 2011 році. [5]

З цього випливає, що країнам ЦСЄ доведеться накопичувати у майбутньому профіцити балансу товарів, послуг та трансфертів для стабілізації їх чистої зовнішньої позиції. Країни ЦСЄ не є однорідним блоком. Угорщина, Болгарія і Румунія, зокрема, слідували аналогічній бум-спад траєкторії: зовнішні дисбаланси в цих країнах перевищували в деякий момент максимально допустимі значення. Дефіцити поточного рахунку в Румунії, Болгарії перевищували 10% ВВП в 2008 році. В Болгарії діє система фіксованих обмінних курсів, і одне з ключових питань полягає в тому, чи похитне криза віру у валютне правління Болгарії і твердий намір приєднатися до зони євро. Румунія та Угорщина хоч і мають гнучкий обмінний курс, звернулися до МВФ за допомогою. Враховуючи великі торгові дефіцити Болгарії та Румунії, необхідні зміни в торговому балансі для стабілізації їх чистої зовнішньої позиції є істотними. Інші країни в регіоні – Чехія, Польща, Словаччина – теж

накопили дисбаланси в останні роки. Тим не менш, ці дисбаланси не сягнули таких масштабів, як в Угорщині, Болгарії і Румунії. В цілому, їх економіка є більш захищеною.

На відміну від країн ЦСЄ, поєднання глобальних умов на даний час створило два дуже сильних стимулюючих фактора, що допомагають Латинській Америці, – легкий доступ до зовнішнього фінансування і високі ціни на сировинні товари. При надзвичайно низьких процентних ставках у країнах, що випускають резервну валюту, і відновлення у глобальних інвесторів готовності до прийняття ризиків, зовнішнє фінансування на сьогоднішній день дешево і широко доступно в багатьох країнах регіону. Однак з часом, у міру нормалізації грошово-кредитної політики в розвинених країнах, процентні ставки неминуче зростуть щодо цих низьких рівнів. Щодо цін сировинних товарів на багато ключових видів експорту в регіоні в даний час – вони надзвичайно високі, що викликано значною мірою стійким зростанням попиту на сировинні товари, особливо в азіатських країнах з ринком, що формується. Хоча деяка частина цього непередбаченого доходу може носити стійкий або навіть постійний характер, передбачається, що високі націнки на багато сировинних товарів приведуть до збільшення їх пропозиції, що, в кінцевому рахунку, призведе до зниження цін.

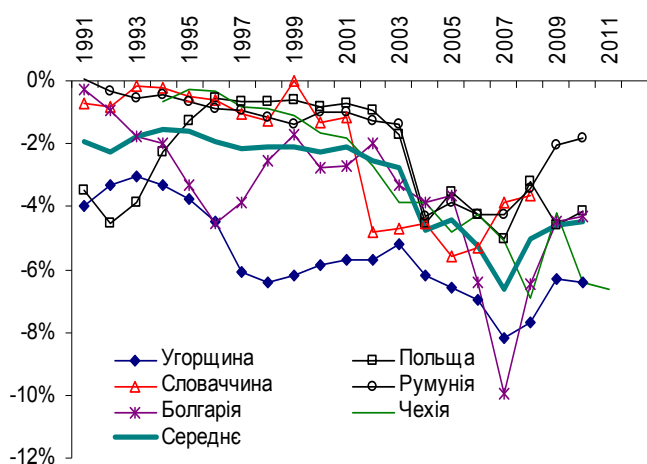
Так, внаслідок буму цін з початку 2000-х років на сировинні товари, які експортуються Латиноамериканськими країнами (Бразилія, Перу і Чилі), тривале негативне сальдо торгового балансу стало додатнім, але ще більш важливим був постійно зростаючий чистий відтік інвестиційного доходу. Очевидно, що інвестори в сировинних секторах перестали реінвестувати свої доходи, і все частіше їх репатріювали або інвестувати їх за кордоном. Динаміка поточних рахунків цих країн була дзеркально протилежною динаміці поточних рахунків країн ЦСЄ як протягом років що передували кризі, так і після її початку: з 2004 по 2008 роки сальдо поточних рахунків було додатнім, а з 2008 стало від'ємним. Особливо примітна тенденція погіршення поточних рахунків країн внаслідок Світової фінансової кризи, коли світовий попит на експорт Латиноамериканських країн (ЛА) країн скоротився, що тут же позначилось на погіршенні торгового балансу, а чистий відтік інвестиційного доходу створював як ніколи негативний тиск на поточні рахунки.

Аналіз статистичних даних свідчить про те, що протягом останніх років позиція по чистих зовнішніх активах для країн Латинської Америки за виключенням Аргентини була від'ємною і значно погіршувалась у Бразилії, в якій чиста від'ємна міжнародна інвестиційна позиція (ЧМІП) сягнула 878 млрд. дол. у 2010 р., погіршившись на 200% у порівнянні з 2008 роком (280 млрд. дол.). Мексика теж є дебітором, від'ємна ЧМІП складає 337 млрд. дол., але порівнюючи з Бразилією, її динаміка є значно стабільнішою. Чилі та Перу мають від'ємну ЧМІП, яка набуває значень у діапазоні від 0 до 40 млрд. дол. протягом 2005-2011 рр., а Аргентина взагалі має додатну ЧМІП, яка у 2011 р. становила 48 млрд. дол. Тим не менш, не можна порівнювати ситуацію країн ЛА з країнами ЦСЄ, якщо роздивитись показники ЧМІП у відношенні до ВВП. У 2011 р. в жодній з розглянутих країн показник ЧМІП / ВВП не перевищував 30%, а у Чилі – 10%. В Аргентині показник ЧМІП / ВВП був додатним і становив 10%. У той же час більшість країн ЦСЄ мали від'ємний показник ЧМІП / ВВП на рівні 60% і більше, що свідчить як про їх більшу фінансову відкритість, так і більшу уразливість до іноземних потоків капіталу.

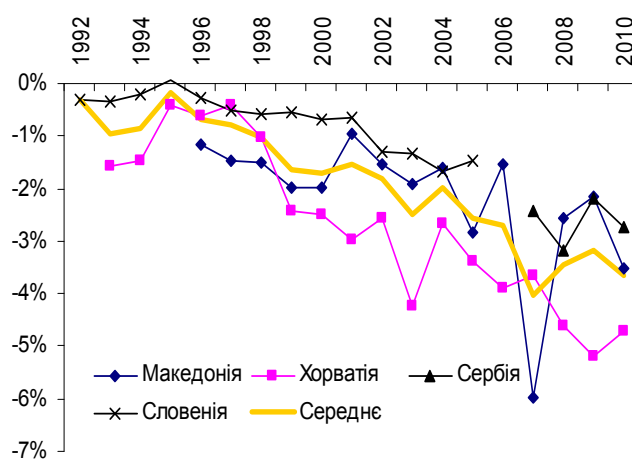
Одночасно з припливом капіталу в країнах, що розвиваються, йде великомасштабний вивіз доходів на вкладені в їхню економіку раніше іноземні інвестиції. Зі збільшенням навантаження виплат інвестиційного доходу і основного капіталу з часом, країни-позичальники повинні гаран-

тувати, що активне сальдо торгового балансу дозволить стабілізувати зовнішню чисту позицію або зменшити її стосовно розміру економіки. Розмір необхідних позитивних сальдо торгового балансу залежить не тільки від накопичених непогашених зобов'язань і темпів зростання економіки, а й від очікуваної норми прибутку на іноземні активи і зобов'язання країни, на які буде значно впливати склад її міжнародної інвестиційної позиції.

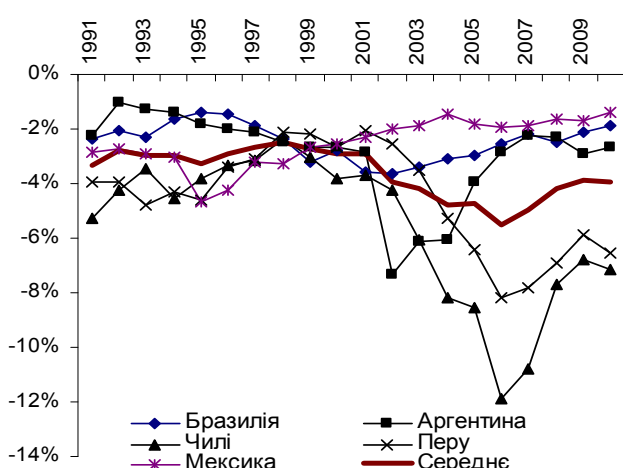
Графічне представлення динаміки відношення від'ємного сальдо інвестиційних доходів до ВВП для чотирьох груп країн: ЦСЄ, Латинської Америки, Балканських та пострадянських країн, дозволяє виявити певні спільні риси та відмінності. Спільною для усіх чотирьох груп країн є часова тенденція до погіршення від'ємного сальдо інвестиційних доходів, що робить країни нетто-боржниками та створює негативний тиск на поточні рахунки платіжних балансів. Діапазон коливання показників від'ємного сальдо інвестиційних доходів становить від 0 до -11,8% (Чилі у 2006 році). Різке погіршення статті інвестиційних доходів платіжних балансів перед розгортанням світової фінансової кризи спостерігалось в Болгарії, Чилі, Македонії, Грузії, та Україні.



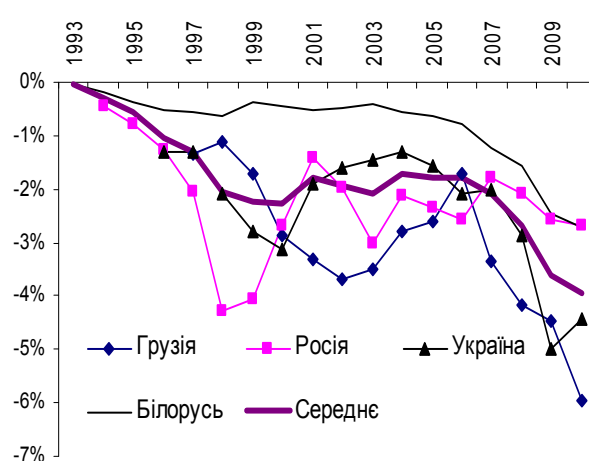
а) країни ЦСЄ



в) Балканські країни



б) країни Латинської Америки



г) пострадянські країни

Рис 2. Аналіз динаміки сальдо інвестиційних доходів (% від ВВП) країн з ринком, що формується, 1991–2010 роки

Джерело: IMF IFS, розрахунки автора

Були також розраховані середньозважені показники відношення інвестиційного доходу до ВВП для груп країн за 17-20 років: так, для країн Латинської Америки та ЦСЄ ці показники достатньо схожі і становлять 3,6% та 3,11% відповідно, тоді як для пострадянських та Балканських країн дане співвідношення становить 1,84% та 1,86% відповідно. Якщо розглянути окремо два періоди: з початку до кінця 1990-х років, та перше десятиріччя 21 століття, то можна прослідити динаміку змін даних співвідношень.

Для країн ЦСЄ та Латинської Америки протягом 90-х років співвідношення інвестиційного доходу становило 1,9% та 2,9% відповідно, тобто країни Латинської Америки були у той період більш інвестиційно привабливими і відповідно з них іноземні інвестори вивозили більше прибутків, тоді як країни ЦСЄ були у процесі подолання труднощів трансформаційного спаду та структурної перебудови. Але починаючи з періоду підготовки та безпосередньо приєднання країн ЦСЄ до ЄС, темпи вивозу доходів від іноземних інвестицій зросли у цій групі країн, і зрівнялись з відповідними показниками країн Латинської Америки: за період з 2000 до 2010 рр. співвідношення інвестиційного доходу становило 4,26% для країн ЦСЄ і 4,3% для країн Латинської Америки. Що до пострадянських та балканських країн, то протягом 90-х років в обох групах країн спостерігались незначні співвідношення сальдо інвестиційних доходів до ВВП: 1% та 0,9% відповідно, а протягом першого десятиріччя 21 століття дані показники сягнули 2,3% та 2,7% відповідно, що все ж значно нижче, ніж аналогічні показники для країн ЦСЄ та Латинської Америки.

Якщо розглянути приклад зростання ролі інвестиційного доходу серед розвинених країн, то Японія показує найбільше значення чистого припливу інвестиційного доходу серед усіх країн світу. За період 1995-2005 років приплив інвестиційного доходу в Японію робив більший внесок у додатне сальдо рахунку поточних операцій, ніж чисті потоки торгівлі. Така тенденція була спричинена значними доходами від прямих іноземних інвестицій та портфельних інвестицій за кордон. У 2009-2011 роках Японія була найбільшим у світі кредитором, чисті іноземні активи склали 3,2 трлн. дол. у 2011 р. Але якщо порівняти номінально доходи і виплати за іноземними інвестиціями, то Японія поступається США, які є світовим лідером за даним показником, Великобританії, Німеччині, Франції. Так, у 2009 р. загальні доходи від іноземних інвестицій склали у США 585 млрд. дол., а у Японії тільки 175 млрд. дол.

Протилежна ситуація спостерігається у США, де постійно додатне сальдо інвестиційних доходів (за період 2007-2009 рр. чисті інвестиційні доходи склали більше 100 млрд. дол.), не може покрити виключний торговельний дефіцит та стабільний значний чистий відтік переказів. США є найбільшим у світі дебітором, чисті іноземні пасиви склали 4 трлн. дол. у 2011 р. Їх додатну позицію за інструментами участі у капіталі набагато переважала від'ємна позиція за борговими інструментами, близько 10 відсотків ВВП. Тим не менш, за останнє десятиліття спостерігається тенденція зростання чистого додатного доходу від американських інвестицій за кордоном, який перш за все залежить від розвитку фондових ринків країн.

Висновки. Отже, результати проведеного дослідження свідчать про наступне. В більш розвинених країнах ЦСЄ та Латинської Америки зобов'язання за інструментами участі у капіталі преважують, тоді як у структурі зовнішніх зобов'язань Балканських і пострадянських країн преважує борг. Очікуючи збільшення процентних ставок на міжнародних кредитних ринках і відповідний негативний вплив обслуговування боргу на державний бюджет (державний борг) і сальдо рахунку

поточних операцій, урядам цих країн необхідно створити умови для зменшення загального обсягу зовнішніх запозичень і знизити витрати на його обслуговування.

Таким чином, отримані результати спонукають до визначення доцільності існуючих масштабів отримання іноземних інвестицій та, можливо, необхідності їхнього обмеження. Для отримання остаточного висновку у подальших дослідженнях слід емпірично дослідити співвідношення корисності та втрат, до яких призводить залучення іноземних інвестицій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:

1. Петров М. Трансформація глобальних фінансов [Текст] / М. Петров, Д. Плисецький // *Мировая экономика и международные отношения.* – 2010. – № 7. – С. 3-22.
2. Шишков Ю. «Невозможное триединство» в эпоху финансовой глобализации [Текст] // *Мировая экономика и международные отношения.* – № 5. – 2012. – С. 3-14.
3. Прасад Э. Смена ролей [Текст] // *Финансы & Развитие.* – 2011. – 48 – №.4.
4. Rodric D., Velasco A. *Short-term Capital Flow.* NBER Working Paper № 7364. – P.20. – Cambridge, Massachusetts: NBER, 1999.
5. *Євростат, 2011* // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tipsii10>
6. Міжнародний валютний фонд, 2011. «Balance of Payments Statistics.» // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bop.htm>.

Стаття надійшла до редакції 13.12.2012