

# История одного капитала

**Резкое увеличение притока частных инвестиций в страны с низким уровнем дохода нерассказанная история успеха в развитии**

*Томас Дорси*

**Р**ЕЗКОЕ увеличение притока частного капитала в страны с низким уровнем дохода (СНУД) во всем мире в последние четверть века является одним из положительных факторов для развития. Потоки капитала и подобных капиталу ресурсов, например грантов для оказания помощи и денежных переводов от лиц, работающих за границей, которые могут заменять потоки капитала, достигают рекордных уровней, и особенно сильно выросли прямые иностранные инвестиции в страны СНУД.

Хотя межправительственные гранты и кредиты этим развивающимся странам увеличивались лишь в соответствии с ростом их ВВП, начиная с 1980-х годов приток частных ресурсов относительно ВВВ стран СНУД повысился в четыре раза, а прямые иностранные инвестиции (ПИИ) выросли в еще большей степени, что помогало стимулировать развитие. Это усиление притока ресурсов происходит в то время, как обещанное крупное увеличение официальной помощи бедным странам до сих пор не материализовалось, а Цели в области развития, поставленные в Декларации тысячелетия ООН, включающие сокращение бедности и повышение жизненного уровня, упорно остаются недостижимыми.

Страны СНУД представляют собой разнородную группу стран, общей чертой которых является только низкий доход на душу населения. Крупнейшей из них является Индия с населением свыше одного миллиарда человек и ВВП в 772 млрд долл. США в 2006 году. Самой малой является Доминика с населением приблизительно в 70 000 человек и ВВП в 0,02 млрд долл. США. Страны СНУД есть во всем мире: Африке, Азии, Карибском бассейне, Восточной Европе, Латинской Америке и южной части Тихого океана.

Приток капитала в страны СНУД — это малоизвестная и слабо исследованная тема. До настоящего времени основное внимание в вопросах притока международного капитала в развивающиеся страны было сосредоточено на крупных странах с формирующимся рынком, что частично объясняется тем, что на долю стран СНУД приходится относительно небольшая часть (5–20 процентов) притока капитала в развивающиеся страны по большинству категорий активов и пассивов. В то же время в работе, которая велась непосредственно по странам СНУД, основное внимание уделялось оттоку капитала из этих стран и официальным потокам, и особый упор делался на официальном долге и прощении официального долга.



В новой работе, проделанной МВФ, была предпринята попытка исправить это упущение путем анализа тенденций в области притока капитала и подобных капиталу ресурсов в страны СНУД (Dorsey and others, 2008; см. вставку). В настоящей статье рассматриваются причины столь сильного изменения показателей финансирования наиболее бедных стран мира и анализируются возможные отрицательные факторы, сопутствующие этому тренду.

## Оценка новых потоков

Если бы страны СНУД были просто бедными странами, получающими пропорционально меньший приток ресурсов, чем другие развивающиеся страны, тот факт, что в работах, посвященных потокам капитала, не уделяется особого внимания

## Объяснения ключевых терминов

• **Притоки капитала** — это чистые изменения обязательств перед другими странами (например, прямых иностранных инвестиций (ПИИ), портфельных потоков, таких как акции или казначейские векселя, и кредитов).

• **Притоки подобных капиталу ресурсов**. Общий термин «потоки подобных капиталу ресурсов» используется в настоящей статье для обозначения текущих трансфертов (официальных и частных), прощения долга и других трансфертов капитала по счету операций с капиталом.

Другие потоки по платежному балансу могут заменять собой приток капитала, даже несмотря на то что они не ведут к изменению собственности на активы. Иностранные помои (гранты или официальные трансферты) и прощение долга могут заменять собой официальные (межправительственные) кредиты; использование валютных резервов может подменять новое заимствование; и частные трансферты, такие как денежные переводы от лиц, работающих за границей, в некоторых условиях подменяют официальную помощь в целях развития.

• **Отток активов**. Оценка выгод и других последствий притока капитала и подобных капиталу ресурсов зависит от части от того, как этот приток используется. Приток средств может идти на оплату экспорта или приобретение иностранных активов. В настоящем исследовании основное внимание уделяется изменениям международных резервов и накоплению других финансовых активов. Чистые ошибки и пропуски, которые иногда рассматривают как переменные, отражающие замаскированные или неучтенные потоки капитала, также включаются в отток активов.



Рабочие собирают мотор на автопредприятии во Вьетнаме, которое частично финансируется за счет иностранных инвестиций.

странам СНУД, не имел бы большого значения. Однако на деле структура капитала, поступающего в страны СНУД, существенно отличается от структуры потоков в страны с более высоким уровнем дохода. Кредиты от правительства других стран и гранты на иностранную помощь являются значительно более важными для стран СНУД, чем для стран с более высоким уровнем дохода, в то время как банковские кредиты и поступления от продажи акций, облигаций и других ценных бумаг имеют меньшее значение в странах СНУД, чем в странах с формирующимся рынком.

Для целей настоящего исследования в качестве стран СНУД были определены 78 стран, имеющих право на получение кредитов в рамках механизма льготного кредитования МВФ, именуемого механизмом финансирования на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту.

Мы обнаружили, что приток капитала и подобных капитала ресурсов в эту группу стран вырос с приблизительно 4 процентов ВВП стран СНУД в 1980-х годах до более чем 10 процентов ВВП к 2006 году (см. рис. 1), причем этот рост был почти полностью обеспечен притоком ресурсов из частных источников. Действительно, потоки частных ресурсов, таких

как ПИИ и денежные переводы от лиц, работающих за границей, увеличились с приблизительно половины всего притока в 1980-х годах до положения доминирующего вида потоков к концу текущего десятилетия.

Увеличению потоков способствовало улучшение экономической политики, либерализация торговли и условий для инвестиций, а также более стабильные экономические показатели многих стран.

Ряд бедных стран, особенно в Африке, получили стимул в результате недавнего сокращения задолженности официальными кредиторами, включая МВФ и Всемирный банк. И хотя обстоятельства отдельных стран различаются, новый приток в целом связан с улучшением сальдо их счета текущих операций, а также тем, что они не накапливают новой экономики неприемлемой задолженности.

В области *официальных потоков* межправительственные гранты и кредиты росли только теми же темпами, что и ВВП стран СНУД, и их доля в общем притоке средств неуклонно уменьшалась. Однако в рамках официальных потоков существует отчетливая тенденция к замещению кредитов грантами (см. рис. 2). В соответствии с заявленной политикой доноров официальные текущие трансферты (гранты) увеличились втрое, приблизительно с 0,5 процента ВВП стран СНУД в начале 1980-х годов до 1,3 процента ВВП в 2006 году.

В противоположность этому, официальное кредитование стран СНУД (за минусом прощения долга) уменьшилось, и его приток в размере приблизительно 1,5 процента ВВП стран СНУД в 1980-е и 1990-е годы сменился оттоком примерно в 0,2 процента ВВП стран СНУД к 2006 году. Если из изменения объемов официального кредитования не исключать прощение долга (т.е. если прощение долга считать как отток капитала), официальное кредитование стало отрицательным в 2006 году.

Что касается *частных потоков*, то исследование показывает, что с 1980-х годов они выросли более чем в четыре раза (см. рис. 3). Наиболее разительной особенностью изменения структуры потоков капитала в страны СНУД является более чем десятикратное увеличение ПИИ относительно ВВП стран СНУД за период с 1980-х годов по 2006 год. Приток ПИИ составлял в среднем всего 0,2 процента ВВП стран СНУД в начале 1980-х годов, но неуклонно рос и достиг более чем 3 процентов ВВП к 2006 году.

Лишь немногим менее разительным является увеличение частных текущих трансфертов, которые включают денежные переводы от лиц, работающих за границей. За период с 1980-х годов эта категория увеличилась более чем в три раза относительно ВВП стран СНУД, с 1,1 процента ВВП в начале 1980-х годов до 3,6 процента ВВП в 2006 году. Приток частных средств,

кроме ПИИ, и частных трансфертов составлял в среднем всего около  $\frac{1}{2}$  процента ВВП стран СНУД в 1980-х и 1990-х годах, но вырос до немногим более 1 процента ВВП между 2003 и 2006 годами.

Наряду с увеличением притока средств страны СНУД также накапливали официальные резервы (см. рис. 4). Резервы стран СНУД выросли с эквивалента 3,1 месяца импорта товаров и услуг в 1995 году до 6,5 месяца импорта в 2006 году. Данное самострахование могло служить одним из факторов уменьшения заимствования, так как более высокий уровень резервов позволяет странам СНУД не

Рисунок 1

### Последовательно нарастающие потоки капитала

Приток капитала в бедные страны резко возрастает, главным образом за счет частных источников финансирования (В процентах ВВП стран СНУД)



Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

Рисунок 2

### Невыполненные обещания

На обещанное увеличение официальной помощи не приходится рассчитывать, но гранты подменяют собой кредиты

(В процентах ВВП стран СНУД)



Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

прибегать к заимствованию в случае потрясений и вместо этого использовать свои резервы.

## Отдельная история стран Африки

Обусловлены ли эти результаты показателями Индии или других стран СНУД в Азии? Другими словами, получили ли аналогичные результаты страны Африки? Это справедливый вопрос, учитывая широкие различия между странами СНУД и тот факт, что различия между регионами, размером стран и другими факторами могут иметь последствия для экономического анализа и показателей экономики стран. На долю Индии приходится приблизительно половина ВВП стран СНУД, а на страны СНУД Африки и Южной и Восточной Азии приходится примерно по одной пятой ВВП стран СНУД. Остальные 7 процентов приходятся на такие страны во всех других регионах (страны Карибского бассейна, Закавказья, Юго-Восточной Европы, Центральной Азии, Латинской Америки, Ближнего Востока и островные страны Тихого океана).

Оказывается, что потоки капитала во всех трех крупных регионах характеризуются увеличением притока частных средств и стабильным притоком официальных ресурсов. Частные потоки возросли приблизительно в одинаковых пропорциях в Африке, Индии и других странах СНУД Южной и Восточной Азии, увеличившись с 1–3 процентов ВВП в 1980-х годах, по крайней мере, до 6 процентов, а иногда и 10 процентов ВВП в 2006 году.

Имеются некоторые различия в структуре частных потоков между регионами. ПИИ являются наиболее важным источником притока средств в страны СНУД Африки, но частные трансферты оказываются более важными в странах СНУД Южной и Восточной Азии, включая Индию. Однако оба компонента все более усиливаются во всех трех регионах.

Официальные потоки в трех регионах вначале находились на очень разных уровнях: они неизменно были более высокими в странах СНУД Африки, чем в странах СНУД Южной и Восточной Азии, и были очень низкими в Индии. В последние годы частные потоки в страны Африки СНУД приблизились к их уровню в странах СНУД Азии, что позволяет предположить, что антистимулы инвестициям, существовавшие в предыдущие десятилетия в Африке, начинают исчезать.

Увеличение частных потоков имеет широкую основу и не зависит от факторов, по которым страны СНУД могут различаться. Например, приток частных средств возрос приблизительно в одинаковых пропорциях как в странах, богатых полезными ископаемыми и нефтью, так и в странах, не имеющих минеральных ресурсов. Страны СНУД, богатые полезными ископаемыми и нефтью, имеют более высокий уровень

ПИИ, в то время как страны СНУД, не обладающие минеральными ресурсами, имеют более высокий уровень денежных переводов от лиц, работающих за границей, и других частных трансфертов (Dorsey and others, 2008). Увеличение притока частных средств и в целом параллельные тенденции изменения других факторов такого развития ситуации отмечаются в странах СНУД с различными уровнями долга и не зависят от принятых в отношении них мер облегчения задолженности.

## История, поясняющая историю

Причины столь резкого изменения различны. Приватизация или открытие экономики для приобретения иностранным капиталом существующих фирм могут создавать уникальные возможности для ПИИ. Кроме того, некоторые страны СНУД, которые ограничивали инвестиции иностранных фирм даже в новые предприятия, сейчас могут быть более открытыми. Этой политике трудно дать количественное определение, но в последние годы, как представляется, существует тенденция к либерализации (Reddy, 2007).

Благоприятное воздействие оказывает также улучшение общего инвестиционного климата, включая торговую политику и различные меры, от которых зависит, насколько легко создать и эксплуатировать предприятие и каких это требует затрат (Busse and Groizard, 2006; Bénassy-Quéré, Coupet, and Mayer, 2007; и Naudé and Krugell, 2007). Как и в случае прямого регулирования ПИИ, существует тенденция к либерализации торговли и делового климата в странах СНУД, которая совпадает с увеличением ПИИ.

Инвестициям в страны СНУД могут способствовать и более широкие соображения экономической политики. Показатели инфляции, сальдо бюджета и внешний баланс стран СНУД улучшились за последнее десятилетие (Selassie and others, 2006), и это привело к укреплению инвестиционного климата. Другим фактором, таким как политическая стабильность, труднее дать количественное определение, но они также, несомненно, содействуют увеличению ПИИ в странах, в которых условия улучшились.

Экономические изменения в других странах мира могли также способствовать повышению ПИИ. Сокращение доходности инвестиций в развитых странах и странах с формирующимся рынком побудило инвесторов искать возможности для более доходных вложений, в том числе на «неосвоенных» рынках стран СНУД. Кроме того, быстрый рост активов суверенных фондов накопления богатства придал новый импульс погоне за новыми и слабо изведанными инвестиционными возможностями, например, в странах СНУД.

Денежные переводы от лиц, работающих за границей, тесно связаны с миграцией из страны, но важна и проводимая экономическая политика. Увеличение таких переводов отмечается при уменьшении транзакционных издержек (Suro and others, 2002; Fajnzylber and Lopez, 2007), отсутствии валютных ограничений, премиях к обменному курсу на черном рынке и неустойчивых макроэкономических условиях (IMF, 2005). Однако имеющиеся исследования основаны главным образом на опыте мигрантов из стран со средним уровнем дохода, и требуется проведение дополнительного анализа, чтобы определить применимость этих исследований к странам СНУД.

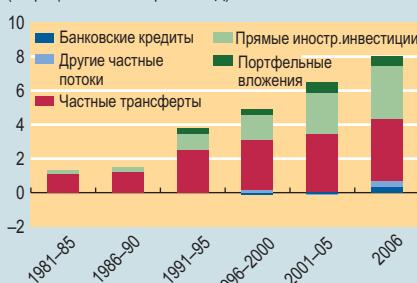
В любом случае исследователи в целом сходятся во мнении, что денежные пе-

Рисунок 3

### Опережающими темпами

В частных потоках капитала опережающими темпами растут прямые иностранные инвестиции

(В процентах ВВП стран СНУД)



Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

Рисунок 4

### Задора от потрясений

Бедные страны для защиты от потрясений накапливают резервы

(В процентах ВВП стран СНУД)



Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

реводы от лиц, работающих за границей, менее волатильны, чем другие частные и официальные потоки капитала (Buch and Kuckulenz, 2004), и обычно они имеют противоциклическую динамику относительно доходов принимающей страны (Chami, Fullenkamp, and Jahjah, 2005).

### Последствия для политики

Должен ли размер этих потоков вызывать беспокойство директивных органов? Ведь крупный или растущий приток капитала часто вызывает беспокойство тем, что он может финансировать экономически неприемлемый дефицит счета текущих операций или усиливать уязвимость страны перед кризисами по счетам операций с капиталом. При оценке притока капитала необходимо, в частности, учитывать следующие ключевые моменты:

- финансирует ли приток крупный или растущий дефицит по счету текущих операций;
- ведет ли он к накоплению потенциально экономически неприемлемого долга;
- степень сбережения странами части притока в форме международных резервов

С точки зрения каждого из этих критериев приток капитала и подобных капиталу ресурсов в страны СНУД представляется позитивным. Совокупный дефицит счета текущих операций стран СНУД уменьшился с приблизительно 3 процентов ВВП стран СНУД в середине 1990-х годов до почти нулевого уровня в 2006 году. Накопление резервов, находившееся почти на нулевом уровне в конце 1990-х годов, стабильно растет и к 2006 году достигло почти 4 процентов ВВП в год, что служит определенной страховкой на случай внешних потрясений или замедления притока средств. Лишь небольшая часть притока ведет к образованию долга, так как доминирующую роль играют ПИИ в акционерный капитал и трансферты. Признаки компенсирующего оттока средств не в виде резервов (например, бегства капитала) почти отсутствуют. Однако следует осторожно толковать эти тенденции и их последствия для политики ввиду больших проблем с получением данных по странам СНУД. При отсутствии национальных данных из-за длительных задержек с их поступлением и существенных пробелов в сведениях используются оценки персонала МВФ.

Основной вывод заключается в том, что тенденции притока капитала и подобных капиталу ресурсов в страны СНУД, как представляется, не влечет за собой существенного риска, но ставят перед разработчиками политики некоторые новые сложные задачи.

Во-первых, *переход от официального к частному финансированию означает, что правительства стран СНУД*

*играют меньшую прямую роль в определении сферы применения внешнего финансирования.* Большая стабильность этих частных потоков и тот факт, что переход к потокам между частными агентами может придавать больший вес ранее слаборазвитому частному сектору стран СНУД, означает, что эта тенденция является положительной. При преобладании частных потоков решения о сбережении/инвестировании средств и другие решения относительно использования притока капитала принимаются частными сторонами, а влияние государства на эти потоки сокращается.

Во-вторых, более высокий приток частного капитала означает большую стабильность и диверсификацию финансирования стран СНУД. Однако *приток частного капитала может становиться все более усиливающимся главным фактором внешней уязвимости стран СНУД*, так как изменения этих потоков неподконтрольны директивным органам стран СНУД. Этот новый приток может потребовать от властей стран пересмотря экономической политики с учетом обеспеченности устойчивостью, воздействием на относительные цены и конкурентоспособность, а также сопутствующие меры политики и институциональные реформы.

Однако разработчикам политики в странах СНУД настолько же трудно обеспечить соответствие их ответных мер изменениям потоков частного капитала, насколько им трудно наблюдать за ними. Недостатки национальных данных по платежному балансу могут подрывать основу для принятия экономических решений странами СНУД. Учитывая, что разработчики политики не получают своевременных данных, управление политикой в странах СНУД может вестись «вслепую». Таким образом, власти стран СНУД сами должны быть заинтересованы в улучшении данных по платежному балансу, уделяя особое внимание данным по быстро растущим источникам частного капитала.

В-третьих, вне зависимости от степени неуверенности в качестве данных, *политика во внешнем секторе стран СНУД должна быть сосредоточена на принятии мер, необходимых в свете нового притока.* Сильное управление задолженностью и хорошие отношения с донорами особенно важны для поощрения официального кредитования и его направления в соответствующие сектора. Однако поддержание стабильных макроэкономических условий, благоприятного делового климата и эффективных механизмов для международных трансфертов домашними хозяйствами, вероятно, будут иметь большее значение для притока частного капитала. ■

Томас Дорси — начальник отдела Департамента разработки и анализа политики МВФ.

#### Литература:

- Bénassy-Quéré, Agnes, Maylis Coupet, and Thierry Mayer, 2007, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment," *World Economy*, Vol. 30, Issue 5, pp. 764–82.
- Buch, Claudia, and Anja Kuckulenz, 2004, *Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries, Discussion Paper 04-31* (Mannheim: Center for European Economic Research).
- Busse, Matthias, and José Luis Groizard, 2006, "Foreign Direct Investment, Regulations, and Growth," *World Bank Policy Research Working Paper 3882* (Washington).
- Chami, Ralph, Connell Fullenkamp, and Samir Jahjah, 2005, "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" *IMF Staff Papers, International Monetary Fund*, Vol. 52 (April), pp. 55–81.
- Dorsey, Thomas, Helaway Tadesse, Sukhwinder Singh, and Zuzana Brixiova, 2008, "The Landscape of Capital Flows to Low-Income Countries," *IMF Working Paper 08/51* (Washington: International Monetary Fund).
- Fajnzylber, Pablo, and J. Humberto Lopez, eds., 2007, *Closer to Home* (Washington: World Bank).
- International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook, April* (Washington).
- Naudé, W.A., and W.F. Krugell, 2007, "Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data," *Applied Economics*, Vol. 39, pp. 1223–33.
- Reddy, Yaga Venugopal, 2007, "Point of View: Converting a Tiger," *Finance & Development*, Vol. 44 (March), pp. 20–23.
- Selassie, Abebe Aemro, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn, and Gabriel di Bella, 2006, *Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries, IMF Occasional Paper 250* (Washington: International Monetary Fund).
- Suro, Roberto, Sergio Bendixen, B. Lindsay Lowell, and Dulce C. Benavides, 2002, *Billions in Motion: Latino Immigrants, Remittances, and Banking* (Washington: Pew Hispanic Center and Multilateral Investment Fund).
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2005, *Economic Development in Africa: Rethinking the Role of Foreign Direct Investment* (Geneva).