



КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/EM.6/2
15 April 1999

RUSSIAN
Original: ENGLISH

СОВЕТ ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

КОМИССИЯ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ, ТЕХНОЛОГИИ
И СМЕЖНЫМ ФИНАНСОВЫМ ВОПРОСАМ

Совещание экспертов по потокам портфельных
инвестиций и прямым иностранным инвестициям

Женева, 28-30 июня 1999 года

Пункт 3 предварительной повестки дня

**Иностранные портфельные инвестиции (ИПИ) и прямые иностранные
инвестиции (ПИИ): характерные особенности, сходные черты,
взаимодополняющие компоненты и различия, последствия для
политики и влияние на процесс развития**

Вопросы для изучения

Записка секретариата ЮНКТАД

Исполнительное резюме

В рамках обсуждений, проходящих на различных форумах, центральное место занимает вопрос о том, какие меры политики и нормы регулирования должны приниматься на национальном и международном уровнях в целях повышения стабильности потоков капитала. В этом контексте высказывается мнение о том, что более глубокое понимание специфических особенностей различных видов потоков, в частности прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и иностранных портфельных инвестиций (ИПИ), может помочь в оценке их значения для экономики принимающих стран и в выработке политических подходов к потокам

инвестиций. Можно сопоставить ряд важных особенностей ПИИ и ИПИ: в отличие ИПИ ПИИ специфичны для конкретных секторов и фирм; ПИИ могут предусматривать передачу технологии и расширение доступа на рынок, а ИПИ способствовать активизации процесса развития внутреннего рынка капитала; ИПИ менее стабильны, чем ПИИ; потоки ПИИ представляются довольно устойчивыми, в то время как объем ИПИ, по всей видимости, будет сокращаться под влиянием последствий недавнего финансового кризиса; в крупных объемах ПИИ и ИПИ получают лишь несколько стран.

Различия и взаимодополняющие компоненты ПИИ и ИПИ предопределяют различия в режимах их регулирования. Либерализуя ПИИ, странам следует либерализовать и ИПИ. В то же время политику привлечения ИПИ следует проводить с большей осторожностью, поскольку нестабильность потоков ИПИ может отрицательно сказаться на экономике принимающих стран: страны должны иметь возможность принимать меры (помимо бюджетно-финансовых и денежно-кредитных мер) для корректировки притока и оттока капитала, с тем чтобы не допустить их резких колебаний, особенно в случае портфельных инвестиций. Кроме того, для успешного проведения либерализации необходимы прочная национальная финансовая система и надежные механизмы регулирования и контроля. Следует также продумать возможность выработки мер и инструментов поддержки в целях расширения доступа формирующихся рынков к различным категориям портфельных инвестиций, которые могли бы служить довольно стабильным источником финансирования.

Содержание

	<u>Пункты</u>
Введение	1 - 3
I. Определение и проблемы статистического учета	4 - 12
II. Вклад в процесс развития	13 - 26
A. Характер инвестиционных договоров	13
B. Приток иностранных сбережений	14 - 19
C. Деловой климат	20 - 23
D. Взаимодополняющие компоненты и различия	24 - 26
III. Определяющие факторы и различная степень стабильности	27 - 38
A. Факторы, определяющие ПИИ	28 - 29
B. Факторы, определяющие ИПИ	30 - 33
C. Различная степень стабильности	34 - 38
IV. Последствия для политики	39 - 40

**Иностранные портфельные инвестиции (ИПИ) и прямые иностранные инвестиции (ПИИ):
характерные особенности, сходные черты, взаимодополняющие компоненты и
различия, последствия для политики и влияние на процесс развития**

Введение

1. Финансовый кризис, разразившийся в Восточной Азии, поставил на повестку дня ряд важных вопросов относительно того, насколько полезными являются потоки капитала для формирующихся рынков. В рамках обсуждений, проходящих на различных форумах, центральное место занимает вопрос о том, какие меры политики и нормы регулирования должны приниматься на национальном и международном уровнях в целях повышения стабильности потоков капитала. В этом контексте высказывается мнение о том, что более глубокое понимание специфических особенностей различных видов потоков может помочь в оценке их значения для экономики принимающих стран и в определении путей их привлечения или регулирования. Особую важность приобретает этот вопрос на фоне ведущегося обсуждения того, каким, в частности, должны быть определение и охват инвестиций в любых двухсторонних, региональных или многосторонних инвестиционных соглашениях. Он актуален также и при обсуждении вопросов либерализации потоков капитала: какие виды потоков следует либерализовать в первую очередь и каким образом привлекать более стабильные потоки инвестиций?

2. Отмечается, что на формирующихся рынках роль потоков частного капитала как источника финансирования постоянно возрастает ^{1/}. Коренным образом изменилась и структура этих потоков: в совокупном чистом объеме ресурсов, поступающих в развивающиеся страны, сегодня преобладают прямые иностранные инвестиции (ПИИ) и иностранные портфельные инвестиции (ИПИ). В 1985 году на долю международных банковских кредитов приходилось свыше 50% притока частных средств в развивающиеся страны, на ПИИ - 22%, а на ИПИ - 18%; в 1997 году эти долевые показатели составили, по оценкам, соответственно 8%, 43% и 48% (оставшаяся часть приходится на субсидии, полученные от неправительственных организаций).

3. Такое изменение структуры потоков капитала является результатом процесса глобализации производства, который идет по пути увеличения объема операций в рамках

^{1/} Данные о совокупном чистом потоке ресурсов в развивающиеся страны, публикуемые Комитетом содействия развитию Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), говорят о том, что в 1985 году на долю официального финансирования на цели развития еще приходилось 56% совокупного чистого потока ресурсов в развивающиеся страны, в 1997 году же этот показатель составил лишь 23%.

транснациональных корпораций (ТНК) (что стимулирует рост ПИИ) и повышения степени "секьюритизации" финансовых операций (что способствует увеличению трансграничных потоков ИПИ в акционерный капитал и облигации) 2/. Эти два вида потоков имеют различные характеристики и могут по-разному отражаться на стратегиях развития стран-получателей. В последующих разделах настоящего документа будут проанализированы некоторые вопросы, касающиеся различий, сходных черт или взаимодополняющих компонентов ПИИ и ИПИ, а также связанных с ними последствий для политики 3/.

Г. Определение и проблемы статистического учета

4. Определение иностранных инвестиций, в основе которого лежат учитываемые в платежном балансе операции между резидентами и нерезидентами, охватывает инвестиции физических лиц или предприятий, центр экономических интересов которых находится не в тех странах, в экономику которых они инвестируют свои средства 4/. Согласно определению и классификации в международных счетах, содержащихся в Руководстве по платежному балансу Международного валютного фонда (МВФ), иностранные инвестиции делятся на следующие категории: а) прямые инвестиции; б) портфельные инвестиции; с) прочие инвестиции.

5. Прямые иностранные инвестиции представляют собой категорию международных инвестиций, при помощи которых резидент одной страны приобретает долгосрочные интересы в предприятии-резиденте другой страны. Под долгосрочными интересами понимается существование долговременной связи между прямым инвестором и предприятием, а также значительное влияние, которое инвестор оказывает на управление его работой. Установлен следующий критерий: "инвестиции классифицируются как прямые в том случае, когда резидент одной страны владеет десятью или более процентами

2/ "Секьюритизация" потоков капитала отражает глубинные структурные изменения на международных финансовых рынках и повышение роли институциональных инвесторов в странах ОЭСР. См. документ ЮНКТАД Расширение внутренних рынков капитала, в частности в развивающихся странах, и их связь с иностранными портфельными инвестициями, TD/B/COM.2/EM.4/2, 19 марта 1998 года.

3/ В основе этого анализа лежит комплексное исследование по вопросам взаимосвязи ПИИ и ИПИ, подготовленное секретариатом ЮНКТАД для Комиссии по инвестициям, технологии и смежным финансовым вопросам; см. *Comprehensive study of the interrelationship between foreign direct investment and foreign portfolio investment*, исследование секретариата ЮНКТАД (UNCTAD/GDS/GFSB/5), готовится к выпуску.

4/ См. IMF: *Balance-of-Payments Manual*, Fifth edition.

обычных акций или голосов инкорпорированного предприятия или имеет эквивалентное участие в неинкорпорированном предприятии. Все последующие операции между связанными между собой предприятиями, как инкорпорированными, так и неинкорпорированными, являются прямыми инвестициями". К прямым инвестициям относятся операции с акционерным капиталом, реинвестирование доходов и прочие операции с капиталом (или межфирменными долговыми обязательствами). К предприятиям, в которые были сделаны прямые инвестиции, относятся дочерние предприятия (свыше 50% капитала которых принадлежат инвестору-нерезиденту), ассоциированные предприятия (в которых инвестору-нерезиденту принадлежит 50 или более процентов капитала) и отделения (неинкорпорированные предприятия, находящиеся в единоличном или совместном владении).

6. К иностранным портфельным инвестициям относится целый ряд инструментов, которые обращаются (или могут обращаться) на организованных и иных финансовых рынках: облигации, акции и инструменты денежного рынка. МВФ включает в категорию ИПИ даже производные или вторичные инструменты, такие, как опционы. Каналы трансграничных инвестиций также весьма разнообразны: ценные бумаги приобретаются и продаются мелкими инвесторами, коммерческими банками, инвестиционными фондами (фондами взаимного страхования, национальными и региональными фондами, пенсионными фондами и хеджевыми фондами). Из-за отсутствия доступной информации об операциях некоторых из этих инвесторов точно оценить размер ИПИ на формирующихся рынках по-прежнему трудно.

7. Существуют различные источники данных о ИПИ: МВФ, Всемирный банк, Институт международных финансов, национальные источники (например, Министерство финансов Соединенных Штатов) и некоторые коммерческие компании, следящие за инвестированием средств (такие, как "Майкропал" компании "Стандард энд Пуэрз"). Само собой разумеется, данные из различных источников сильно различаются. МВФ выпустил руководство *Survey Guide*, с тем чтобы помочь предоставляющим отчетность странам подготовиться к проводимому МВФ скоординированному обзору портфельных инвестиций 5/. Подробные статистические данные о ИПИ представляют не все страны. Система долговой отчетности Всемирного банка также проводит расчеты ИПИ, однако лишь по развивающимся странам. По одной и той же стране данные МВФ и Всемирного банка могут сильно различаться 6/.

5/ В общей сложности 37 стран выразили готовность принять участие в скоординированном обзоре с результатами которого, как ожидается, можно будет ознакомиться в конце 1999 года.

6/ Иногда данные о потоках капитала, сообщаемые национальными центральными банками, отличаются от данных МВФ. Секретариат ЮНКТАД обнаружил несоответствие между этими двумя источниками данных по ряду стран.

8. Некоторые страны, и особенно Соединенные Штаты и Япония, ведут сбор данных о потоках портфельных инвестиций между резидентами и нерезидентами. Банк Японии недавно опубликовал статистику японских портфельных инвестиций за рубежом, однако опубликованные данные являются сильно обобщенными. Министерство финансов Соединенных Штатов является национальным источником наиболее полных данных во всем мире, ежемесячно публикуя данные о валовой сумме приобретенных и проданных резидентами Соединенных Штатов зарубежных (неамериканских) акций и зарубежных (неамериканских) долгосрочных облигаций (с первоначальным сроком погашения свыше одного года). Эти данные представляются банками, дилерами, занимающимися ценными бумагами, инвесторами и "другими субъектами", непосредственно работающими с иностранными резидентами на рынке иностранных ценных бумаг. В то же время трактовка этих данных как прямых индикаторов потоков портфельных инвестиций между резидентами Соединенных Штатов и других стран страдает известными недостатками ^{7/}:

- a) сообщаемые по странам данные относятся к тем странам, где физически расположен зарубежный партнер, но они не всегда совпадают со странами базирования эмитентов иностранных ценных бумаг. Кроме того, дилер по ценным бумагам, являющийся резидентом Соединенных Штатов, может осуществлять эти операции от имени резидента зарубежной страны;
- b) данные, по-видимому, искажаются также в связи с тем, что большой объем операций проходит через международные финансовые центры, где ценные бумаги могут выпускаться от имени резидентов третьих стран и продаваться в этих центрах;
- c) по аналогии с этим, выпуск и продажа депозитных расписок компаний, не являющихся резидентами Соединенных Штатов, могут учитываться как операции с американскими ценными бумагами.

9. Следует отметить, что эти замечания касаются и портфельных инвестиций в статистике платежных балансов, собираемой МВФ на основе операций между резидентами и нерезидентами. В странах, выступающих международными финансовыми центрами, сложно определить страну происхождения компаний, ценные бумаги которых продаются в этих центрах.

^{7/} Эти недостатки подробно разъясняются в документе ЮНКТАД: *Comprehensive study of the interrelationship between FDI and FPI*.

10. Наконец, такие коммерческие источники, как "Майкропал", собирают на формирующихся рынках информацию об инвестициях в акционерный капитал и облигационные займы, как открытые, так и закрытые, а также сведения об их размере (с точки зрения чистой стоимости активов) и доходности (доходы акционеров). Средства классифицируются как глобальные, региональные и национальные. Некоторые специалисты следят за динамикой портфельных инвестиций в странах-получателях на основе изменений чистой стоимости таких активов с поправкой на изменение индексов цен на национальном или региональном рынке 8/. Можно продемонстрировать, что по целому ряду причин эта методология способна ввести в заблуждение 9/. Во-первых, индекс рыночных цен не всегда отражает цены активов, в которые были инвестированы средства. Во-вторых, цены закрытых фондов изменяются вне зависимости от цен лежащих в их основе активов. В-третьих, некоторые фонды не полностью инвестируются на формирующихся рынках, а иногда частично инвестируются в форме наличности.

11. Короче говоря, выделить какой-либо один источник данных о ИПИ невозможно, и при этом трудно получить точное представление о трансграничных потоках портфельных инвестиций. МВФ, судя по всему, располагает самыми надежными данными, представляемыми странами-получателями, хотя охват стран далеко не полон и точно определить национальную принадлежность покупателя, продавца или эмитента ценных бумаг сложно.

12. Помимо проблемы точности данных о ИПИ, существует также проблема "пограничных" случаев, в которых трудно однозначно классифицировать инвестиции как ПИИ или ИПИ. В странах, где режим ИПИ либерализован, портфельный инвестор может приобрести свыше 10% акций компании, не имея "долгосрочного интереса" или намерения контролировать её деятельность. Тем не менее вложения такого инвестора можно классифицировать как ПИИ. В других случаях зарубежные дочерние предприятия могут выпускать облигации, большая часть которых приобретается материнскими компаниями; эти операции, которые по сути являются ПИИ, могут регистрироваться как ИПИ. Если руководствоваться критерием контроля, в ряде случаев ПИИ могут превращаться в ИПИ в результате размывания собственности и утраты контроля. Напротив, ИПИ могут трансформироваться в ПИИ, если инвестор принимает решение о приобретении пакета акций, дающих ему право влиять на управление работой компании, чьи активы ранее были приобретены в форме ИПИ.

8/ См.: John Rea: "United States emerging market funds: Hot money or stable source of investment capital?", *Perspective*, Investment Company Institute, December 1996.

9/ Критику этой методологии см. в UNCTAD: *Comprehensive study...*

II. Вклад в процесс развития

A. Характер инвестиционных договоров

13. Прежде чем начать анализ конкретного вклада ПИИ и ИПИ в процесс развития формирующихся рынков, а также их взаимодополняющих компонентов (и различий), важно понять характер договоров, связывающих различные категории инвесторов и субъектов/стран, в которые они инвестируют свои средства. С точки зрения прав собственности, распределения рисков и формы вознаграждения существуют три категории инвестиций: ПИИ, ИПИ и банковские займы.

а) ПИИ представляют собой внутренние инвестиционные потоки (в рамках одной и той же ТНК), связанные как с капитальными, так и с неосязаемыми активами. Инвесторы сохраняют контроль над созданным дочерним предприятием и получают отдачу от инвестиций (тем самым повышая общий размер прибыли группы ТНК в целом) за счет:

- увеличения объема продаж (либо на местных рынках, либо посредством экспорта на третьи рынки);
- снижения производственных издержек;
- повышения эффективности производства на уровне всей группы.

Иностранному инвестору несет все риски, связанные с работой его предприятия.

б) ИПИ представляют собой покупку ценных бумаг (акций или облигаций), выпущенных иностранной компанией или государственным органом. ИПИ опосредуются финансовыми рынками, и в этой связи требуют существования довольно ликвидных рынков капитала – национальных или международных. С точки зрения страны-получателя, ИПИ не ведут к утрате контроля над компанией-эмитентом (которая может являться местным предприятием, полностью принадлежащим местному капиталу, совместным предприятием или дочерней компанией ТНК). Портфельные инвестиции носят "чисто финансовый" характер и не сопровождаются передачей нематериальных активов или управленческих ноу-хау. Портфельными инвесторами движет в первую очередь стремление к получению прибыли и снижению риска за счет диверсификации портфеля.

Инвестор рассчитывает на получение части прибыли компании/органа в форме дивидендов или увеличения рыночной стоимости капитала. В то же время инвестор берет на себя и часть рисков: если прибыли высоки – высока и отдача от активов; при возникновении убытков инвестор также несет убытки

из-за снижения цен активов. В случае облигаций средства, в принципе, инвестируются на фиксированный срок. В то же время инвесторы могут продать облигации до момента погашения. Ценовая премия/скидка зависит от кредитного рейтинга заемщика, а также от эволюции процентных ставок на финансовых рынках. В случае акционерного капитала, средства инвестируются на неопределенный срок, однако акции могут быть проданы в любой момент времени. Риск и процентные ставки также влияют на цены акций.

Если ценные бумаги продаются на местных рынках капитала, массовый приток или отток иностранных инвестиций может провоцировать потрясения на местных рынках, а также вызывать или усиливать колебания обменных курсов; в этом случае зарубежные инвесторы берут на себя валютный риск. Если же ценные бумаги реализуются на международных рынках капитала (например, американские депозитные расписки (АДР), международные выпуски облигаций и акций), принимающие страны могут быть защищены от изменения цен активов; в этом случае валютный риск ложится на эмитента на формирующемся рынке.

- с) Банковский заем представляет собой договор, заключаемый на оговоренный период (срок погашения займа), между кредитором и заемщиком. Кредитор является владельцем этого контракта до наступления срока погашения и получает процент и капитальную сумму долга в соответствии с установленным в договоре графиком погашения. Размер платежей до наступления срока полного погашения определяется в контракте и не зависит от изменений в кредитоспособности заемщика: в этом случае распределения рисков нет.

в. Приток иностранных сбережений

14. Статистика платежного баланса за период 1990–1997 годов по выборочной совокупности 30 развивающихся стран и стран с переходной экономикой 10/ говорит о том, что для двух третей этих стран доля ПИИ в потоках капитала в среднем была выше доли ИПИ. Девять стран 11/, где ИПИ превышали ПИИ, в целом находятся в

10/ Данные по ИПИ за период с 1990 по 1997 год сообщили следующие 30 стран. Африка: Египет, Марокко, Нигерия, Сенегал, Тунис, Южная Африка; Азия: Бангладеш, Индия, Индонезия, Китай, Кувейт, Малайзия, Республика Корея, Саудовская Аравия, Сингапур, Таиланд, Филиппины; Восточная Европа: Венгрия, Польша, Российская Федерация, Словения, Чешская Республика; Латинская Америка: Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу, Уругвай, Чили. Более подробный анализ потоков ПИИ и ИПИ в эти страны см. UNCTAD: *Comprehensive study*.

11/ Речь идет о следующих девяти странах: Африка: Южная Африка; Азия: Индия, Республика Корея, Таиланд, Филиппины; Латинская Америка: Аргентина, Бразилия, Мексика, Уругвай.

верхней части списка стран со средним доходом (за исключением Индии); во всех из них хорошо развиты рынки капитала (отношение капитализации рынка капитала к ВВП превышает средний показатель по странам со средним уровнем дохода). Следует также отметить, что некоторые страны, такие, как Аргентина, Бразилия, Мексика и Республика Корея, привлекают больше инвестиций в облигации, чем в акционерный капитал.

15. В 1996 году доля ПИИ в валовом объеме вложений в основной капитал составила в развивающихся странах 8,7% 12/. С годами эта доля возрастает (в 1992 году она составляла 4.2%). Такой прирост главным образом связан с трансграничными слияниями и поглощениями. Их стоимость по отношению к совокупному притоку ПИИ (в развитые и развивающиеся страны) возросла с 49% в 1996 году до 58% в 1997 году 13/. Среди развивающихся стран основной объем слияний и поглощений приходится на Южную, Восточную и Юго-Восточную Азию, особенно после финансового кризиса 1997 года. В 1997 году значительный рост стоимости слияний и поглощений отмечался также в Латинской Америке и странах Центральной и Восточной Европы, главным образом в связи с приватизацией.

16. По методу чистого притока для расчета фактической суммы дополнительных инвестиционных ресурсов необходимо вычитать из потоков ПИИ переводимую прибыль. По мере становления дочерних предприятий на ноги они все больше полагаются на внутренние средства для финансирования расширения своей деятельности, получают все больше прибыли и во всех больших размерах отчисляют роялти. Кроме того, обратные потоки через менее транспарентный механизм трансфертных цен порой могут играть довольно важную роль, особенно в тех случаях, когда ТНК пользуются им для того, чтобы избежать налогов или застраховаться от валютного риска. И, наконец, дочерние предприятия для расширения своей деятельности более активно прибегают к займам на местном рынке, особенно в условиях высокого валютного риска.

17. С другой стороны, ИПИ увеличивают объем рискованного капитала, который могут привлекать компании на формирующихся рынках. По оценкам, международная эмиссия акций и долговых обязательств развивающимися странами и странами с переходной экономикой в 1996 и 1997 годах составляла почти 17% от совокупного объема средств,

12/ Этот показатель различается по регионам, составляя 7,3% в Африке, 12,8% в Латинской Америке и Карибском бассейне, 8,3% в Южной, Восточной и Юго-Восточной Азии, 7,5% в Центральной и Восточной Европе. См. UNCTAD: *World Investment Report 1998*, Annex table B.5.

13/ См. UNCTAD: *World Investment Report 1998*, Chapter 1, section 3: Mergers and Acquisitions, pp. 19-23.

мобилизованных всеми странами на международных рынках капитала 14/. В то же время в 1998 году из-за финансового кризиса размер средств, мобилизованных этими странами, сократился более чем вдвое, и их доля упала до 7%. Кроме того, портфельные инвесторы приобретают и ценные бумаги, выпускаемые на местных рынках, тем самым значительно повышая ликвидность этих рынков. В условиях кризиса иностранные инвесторы в ряде случаев начинали панически распродавать свои активы.

18. Расширение доступа к иностранным портфельным инвестициям, особенно в периоды бума 1993-1994 годов и 1996 - начала 1997 годов, сопровождалось снижением стоимости привлечения капитала. По сообщениям, средний спред по новым международным выпускам облигаций развивающимися странами (по отношению к казначейским облигациям Соединенных Штатов с сопоставимым сроком погашения и купоном) снизился с 355 базисных пунктов в 1994 году до 258 базисных пунктов в первые восемь месяцев 1997 года 15/. Поскольку процентные ставки на международных финансовых рынках были гораздо ниже внутренних ставок практически на всех формирующихся рынках, даже с учетом спреда стоимость капитала для заемщиков на формирующихся рынках значительно снизилась. Аналогично этому за годы мощного притока иностранного акционерного капитала (1993, 1996 и 1997 годы) местные биржевые индексы на крупнейших формирующихся рынках, куда в основном направлялись эти потоки, резко возросли 16/, что удешевило для компаний финансирование за счет продажи акций.

19. Как и в случае ПИИ, вычет платежей по купонам и дивидендов снижает чистую сумму портфельных инвестиций. В то же время следует отметить, что, поскольку дивиденды зависят от прибыльности предприятий, инвестиции в акционерный капитал помогают распределению риска. Поскольку портфельные инвестиции весьма ликвидны, их массовый приток или отток может дестабилизировать местные рынки капитала, не отличающиеся особой емкостью.

14/ Данные о международных выпусках акций и долговых обязательств публикуются Банком международных расчетов в ежеквартальном обзоре *Quarterly Review on International Banking and Financial Market Developments*. Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой выпустили на международных рынках ценные бумаги на сумму в 15 млрд. долл. в 1996 году, 29,3 млрд. долл. в 1997 году и 11,2 млрд. долл. в 1998 году; выпуск международных долговых обязательств этими странами составил 88,1 млрд. долл. в 1996 году, 89,2 млрд. долл. в 1997 году и 37,1 млрд. долл. в 1998 году.

15/ См. World Bank: *Global Development Finance*, 1998, p.13.

16/ См. International Finance Corporation: *Emerging Stock Markets, Factbook* 1998.

С. Деловой климат

20. Часто утверждается, что наряду с улучшением доступа на зарубежные рынки ПИИ несут с собой технологию и управленческие ноу-хау. ТНК из развитых стран осуществляют немалую долю глобальных исследований и разработок (НИОКР), имеют в своей собственности или контролируют существенную часть новых технологий и производят значительную долю новой продукции. В этой связи они могут выступать важным каналом передачи технологии в принимающие страны. Однако вопрос передачи технологий весьма сложен. В каких масштабах ТНК переносят деятельность по созданию технологий (НИОКР и новаторство) в свои филиалы или на основе соглашений с компаниями развивающихся стран, не предполагающих участия в собственности (например, лицензирования)? Способствуют ли зарубежные филиалы повышению технологического уровня отечественных фирм за счет прямых и обратных связей, копирования, конкуренции и обмена рабочей силой?

21. С другой стороны, ИПИ также могут способствовать улучшению состояния деловой среды, в которой функционируют фирмы. Ранее уже говорилось, что для портфельных инвестиций (внутренних и иностранных) требуются эффективно работающие финансовые рынки. Эффективно действующая финансовая система должна выполнять три функции 17/ :

- обеспечивать адекватную мобилизацию сбережений (в том числе иностранных сбережений) ;
- эффективно выполнять посреднические функции между инвесторами и заемщиками ;
- эффективно распределять ресурсы в продуктивных целях .

22. Наиболее эффективно эти функции будут выполняться при наличии многочисленных финансовых учреждений и инструментов различных видов, удовлетворяющих различные требования инвесторов к риску/доходности и срокам, а также учитывающих различия в оценке стоимости и в методах страхования, применяемых пользователями средств. Финансовая система должна иметь в своем наличии основные краткосрочные (депозиты или краткосрочные ценные бумаги) и долгосрочные (облигации) долговые инструменты, а

17/ Более подробно функции эффективной финансовой системы и роль фондовых бирж рассматриваются в документе ЮНКТАД "Иностранные портфельные инвестиции в акционерный капитал в развивающихся странах: текущие проблемы и перспективы" (TD/B/WG.1/11, 26 октября 1993 года).

также рисковый капитал (акции и смежные инструменты, удовлетворяющие различные потребности экономики в финансировании). Действительно, одной из причин недавнего финансового кризиса в азиатских странах стала слабость финансовых систем этих стран, чрезмерно полагавшихся на финансовое посредничество банков. Преобладание в портфелях банков ценных бумаг с длительным сроком погашения вызвало острый кризис ликвидности после резкого прекращения притока иностранного капитала. Сегодня эти страны признают преимущество создания внутренних рынков облигаций, которые позволят распределить риски и удлинить сроки погашения, поскольку инвесторы будут охотнее ссужать средства на длительные сроки, имея возможность продать облигации до наступления срока погашения. Кроме того, существование эффективно функционирующих рынков капитала необходимо для "углубления" финансовой системы и расширения конкуренции между банками в сфере финансового посредничества, что снизит стоимость капитала для заемщиков.

23. Предполагается, что ИПИ помогают развитию рынков капитала ^{18/}, поскольку они делают местные рынки более ликвидными. Помимо увеличения ликвидности, растет оборачиваемость и появляется возможность уменьшения неустойчивости цен, что стимулирует инвесторов в компании к использованию рынков капитала для инвестирования и мобилизации средств при помощи выпуска финансовых инструментов. К тому же, иностранные инвесторы могут повысить уровень работы местных рынков капитала, поскольку они являются более требовательными в вопросах качества информации и ее раскрытия, а также защиты интересов держателей небольших пакетов ценных бумаг; они требуют также адекватных норм регулирования рынков и ведения торговли. Иностранные инвестиции могут способствовать также появлению новых учреждений и услуг, таких, как управление инвестициями и финансовый консалтинг, бухгалтерский учет и аудит, сбор рыночной информации и определение кредитного рейтинга. Это может способствовать также повышению транспарентности финансовых операций и улучшению корпоративного управления.

D. Взаимодополняющие компоненты и различия

24. Два указанных вида инвестиций имеют много взаимодополняющих компонентов. Во-первых, ПИИ осуществляются ТНК и они связаны с конкретными фирмами или секторами. Это означает, что принимающая страна не может определять направление подобных инвестиций. С другой стороны, ИПИ могут финансировать как национальные компании, так и зарубежные дочерние предприятия, они не имеют конкретной отраслевой направленности и, следовательно, являются более универсальными по своему характеру.

^{18/} Вклад ИПИ в развитие местных рынков капитала анализируется также в работе ЮНКТАД "Расширение внутренних рынков капитала, в частности в развивающихся странах, и их связь с иностранными портфельными инвестициями".

Обеспечивая финансирование и снижая стоимость капитала для национальных компаний, ИПИ могут повышать их конкурентоспособность. Хотя портфельные инвесторы в первую очередь инвестируют средства в "первоклассные" компании, они не пропускают также возможностей использовать "ценовые аномалии", вкладывая средства в компании, потенциал роста которых представляется им недооцененным.

25. Можно представить себе различные связи между двумя видами инвестиций. Например, через обратные и прямые связи ПИИ могут стимулировать формирование национальных компаний, которые, в свою очередь, будут финансировать свой рост за счет ИПИ. С другой стороны, как уже говорилось, ИПИ могут способствовать развитию внутренних рынков капитала, что, в свою очередь, поможет привлечению ПИИ. ИПИ могут содействовать укреплению местной и финансовой инфраструктуры, облегчая деятельность ТНК, в первую очередь в тех случаях, когда ПИИ осуществляются в рамках слияний и поглощений.

26. ИПИ являются финансовыми инвестициями и, следовательно, они более чувствительны к изменению финансовых факторов. Поскольку они не связаны с конкретной компанией или отраслью, в принципе они играют нейтральную роль в распределении ресурсов, и направленность инвестиций определяется перспективами получения высоких доходов. В то же время ИПИ могут усугублять финансовые и валютные кризисы, поскольку ожидание девальвации может спровоцировать отток ИПИ. В этом смысле ИПИ оказывают более сильное макроэкономическое влияние по сравнению с ПИИ. Хотя крупный приток капитала в форме ПИИ также может отразиться на реальном обменном курсе, зачастую утверждается, что приток ПИИ компенсируется импортом инвестиционного оборудования и компонентов, необходимых для производственной деятельности дочерних предприятий, что ограничивает воздействие на обменный курс. В то же время отток средств за счет перевода прибылей (и трансфертных цен) может сильно отразиться на состоянии платежного баланса. Кроме того, активная заемная деятельность дочерних предприятий ТНК на местном рынке чревата опасностью "вытеснения" местных компаний с национальных рынков капитала. С другой стороны, ПИИ могут оказывать сильное воздействие на микроэкономическом уровне, формируя производственную структуру в принимающей стране.

III. Определяющие факторы и различная степень стабильности

27. Как ПИИ, так ИПИ в равной степени сконцентрированы в нескольких странах-получателях 19/, которые, как правило, находятся в верхней части списка стран со средним доходом и имеют диверсифицированные экономические и финансовые структуры.

А. Факторы, определяющие ПИИ

28. Факторам, определяющим ПИИ, посвящены многочисленные исследования, результаты которых обобщаются ниже. По общему мнению, для ПИИ необходимо наличие одновременно трех групп факторов (зачастую именуется эклектической моделью OLI 20/: под O понимаются преимущества, связанные с конкретной собственностью, под L – конкретные географические переменные и под I – внутренние преимущества):

- наличие конкурентных преимуществ, связанных с конкретной собственностью (например, запатентованная технология или преимущества, связанные с общим управлением);
- наличие географических преимуществ в принимающей стране (например, емкие рынки или более дешевые ресурсы или высокоразвитая инфраструктура);
- существование особых внутрифирменных преимуществ по сравнению с договорными взаимоотношениями между инвестором и получателем.

Первый и третий факторы определяют потоки ПИИ на уровне компаний, в то время как второй фактор оказывает важнейшее влияние на приток ПИИ в принимающие страны. В случае соблюдения лишь первого условия фирмы будут опираться на экспортную деятельность, лицензирование или продажу патентов для обслуживания зарубежных рынков. Если к первому условию добавить третье, ПИИ становятся предпочтительным способом обслуживания зарубежных рынков, однако лишь при наличии конкретных географических преимуществ.

19/ К числу десяти стран, привлечших наибольшие объемы инвестиционных средств, относятся Бразилия, Индия, Китай, Мексика, Республика Корея, Российская Федерация, Таиланд, китайская провинция Тайвань, Чили и Южная Африка. Они являются и крупнейшими получателями ПИИ.

20/ См. Dunning, J.H.: *Multinational Enterprises and the Global Economy* (Wokingham: Addison-Wesley, 1993).

29. Конкретные географические переменные могут быть связаны с экономическими и политическими факторами 21/. Выделяют следующие важнейшие экономические факторы: емкость внутреннего рынка; территориальное размещение природных и созданных человеком ресурсов; цены факторов производства, качество и производительность труда; стоимость международных перевозок и связи.

В. Факторы, определяющие ИПИ

30. Важнейшими стимулами, определяющими ИПИ, является стремление к получению прибыли и снижению риска путем диверсификации портфеля. Резкий рост потоков ИПИ в 1993 году объясняется сочетанием ряда факторов, в том числе таких, как:

- глобализация и либерализация финансовых рынков, которые сделали более свободным и дешевым движение финансового капитала между странами;
- улучшение экономического положения на многих формирующихся рынках, что способствовало повышению темпов роста до уровня, гораздо более высокого по сравнению со странами ОЭСР;
- благоприятная глобальная макроэкономическая конъюнктура, характеризующаяся низкими процентными ставками и высокой ликвидностью международных финансовых рынков;
- институционализация сбережений и развитие практики профессионального управления активами (фонды взаимного страхования, хеджевые фонды и другие инвестиционные компании), позволяющие снизить операционные издержки финансовых операций (по сравнению с коммерческими банками);
- гигантский прогресс в коммуникационной и информационной технологии, сделавший возможной обработку больших объемов информации по странам и компаниям.

31. Эти элементы определяют стратегии диверсификации портфеля, которым следуют портфельные инвесторы. Применение модели расчета цен на инвестиционные активы к категории трансграничных активов позволило сделать вывод о том, что включение активов формирующихся рынков в инвестиционный портфель позволит увеличить доходность портфеля при допустимом риске, поскольку для этих рынков характерны более высокие темпы роста и отсутствие заметной связи с динамикой сформировавшихся развитых рынков.

21/ Подробный анализ факторов, определяющих ИПИ, см. документ ЮНКТАД *World Investment Report 1998*, Chapter IV, Host country determinants of Foreign Direct Investment.

32. Финансовый кризис, разразившийся в Восточной Азии, распространился практически на все формирующиеся рынки и заставил по-иному взглянуть на те преимущества, которые открываются благодаря диверсификации портфеля путем включения в него активов формирующихся рынков. Прибыльность инвестиций на формирующихся рынках оказалась ниже, чем на рынках ОЭСР (и особенно на рынке Соединенных Штатов, где цены акций продолжали быстро расти), а уровни риска и неустойчивости – высокими. В 90-х годах рост сложного индекса Международной финансовой корпорации (МФК) – основного индикатора конъюнктуры формирующихся рынков – отставал от мирового индекса "Стандарт энд Пуэрз" на 43,1% (в долларовом выражении) 22/. Кроме того, интеграция финансовых рынков усилила зависимость между формирующимися и зрелыми рынками. Коэффициент корреляции индекса S&P 500 и сложного индекса МФК возрос с 0,27 в период 1975-1995 годов до 0,41 в 1990-1995 годах.

33. Эти выводы подтверждаются ответами на вопросник, который секретариат ЮНКТАД 23/ распространил среди ряда управляющих фондами. По их мнению, основная цель инвестиционной деятельности на формирующихся рынках заключается в повышении прибыльности портфеля. Однако в последние восемь лет инвестиции на формирующихся рынках в целом ухудшали прибыльность глобальных портфелей, особенно после азиатского кризиса, а также снижали их стабильность. Но даже несмотря на эти весьма посредственные результаты, управляющие фондами продолжают верить в целесообразность диверсификации за счет приобретения активов на формирующихся рынках и не планируют прекращать инвестиционную деятельность на них ни в краткосрочной, ни в среднесрочной, ни в долгосрочной перспективе, равно как и сокращать свои инвестиции на этих рынках. Действительно, в будущем инвесторы будут обращать больше внимания на макро- и микроэкономическую политику 24/, и в первую очередь на следующие показатели: высокие темпы экономического роста, степень стабильности валютного курса, уровень валютных резервов, общая макроэкономическая стабильность, здоровье внутренней банковской системы, качество системы регулирования фондовых бирж, качество внутренних стандартов бухгалтерского учета/отчетности и степень защиты прав инвесторов.

22/ См.: Financial Times: "High risk, low returns", 21/22 March 1998 (Comments and analysis).

23/ Ответы на вопросник ЮНКТАД будут более подробно изложены в готовящемся к выходу докладе ЮНКТАД: *Comprehensive study*. Ответы представили управляющие 11 фондов на формирующихся рынках и 10 глобальных фондов.

24/ Интересно также отметить, что глобальные фонды в целом следуют "нисходящей" инвестиционной стратегии (т.е. в первую очередь обращают внимание на макроэкономические условия), в то время как специализированные фонды, работающие на формирующихся рынках, следуют "восходящей" стратегии (и в первую очередь изучают состояние компаний).

С. Различная степень стабильности

34. В отчетах о потоках капитала после азиатского финансового кризиса ^{25/} подчеркивается, что по сравнению с портфельными инвестициями и банковскими кредитами потоки ПИИ являются более устойчивыми. На национальном уровне портфельные инвестиции, как правило, являются более нестабильными, чем ПИИ (о чем свидетельствуют более высокие коэффициенты вариации). Это неудивительно, поскольку ПИИ осуществляются в том случае, когда в принимающей стране преследуются долгосрочные цели. Кроме того, ТНК будет довольно сложно изъять свои инвестиции и продать свои зарубежные дочерние предприятия, особенно в тех случаях, когда они являются элементами международных производственных сетей или когда понесены крупные невозвратные расходы.

35. С другой стороны, портфельные инвестиции опосредуются финансовыми рынками и очень чувствительны к изменениям инвестиционной конъюнктуры, которые в принимающих странах могут быть связаны как с внутренними, так и с внешними факторами. Одной из отличительных особенностей международных финансовых рынков в 90-х годах является сокращение сроков финансовых операций. Например, доля банковских кредитов со сроком погашения менее года возросла с 45% совокупного объема банковского кредитования в 1990 году до 52,4% в 1998 году. Все более популярной становится торговля ценными бумагами, и процесс финансового новаторства, связанный с созданием различных видов производных инструментов, удовлетворяющих различные требования к степени риска, присущего финансовым операциям, активизировал процесс секьюритизации потоков капитала. Современные методы управления риском, применяемые управляющими портфелей, такие, как компьютеризованные стратегии страхования/ программирования портфелей, модели "стоимость-риск" и "котировка-рынок", могут усиливать колебания цен активов и повышать опасность цепной реакции. Кроме того, мобилизация заемных средств для инвестиционных целей и стремление к скорейшему получению прибыли (что сулит управляющим портфелями высокие премии) являются теми факторами, которые могут повышать нестабильность финансовых рынков.

^{25/} Институт международных финансов следующим образом оценивает потоки капитала на формирующиеся рынки: стоимость ПИИ составила 111 млрд. долл. в 1998 году и 103,9 млрд. долл. в 1999 году; ИПИ равнялись 118,3 млрд. долл. в 1997 году, 50,7 млрд. долл. в 1998 году и 44,3 млрд. долл. в 1999 году; а объем банковского кредитования - 121,0 млрд. долл. в 1996 году, 24,8 млрд. долл. в 1997 году, -9,7 млрд. долл. в 1998 году и -8,2 млрд. долл. в 1999 году. Следует отметить, что эти оценки являются весьма ненадежными. См. Institute of International Finance: "Capital Flows to Emerging Market Economies", 27 January 1999.

36. Присущая финансовым рынкам нестабильность, по всей видимости, не сможет замедлить процесс секьюритизации финансовых операций, поскольку инвесторы, и в первую очередь институциональные инвесторы, получают бóльшую отдачу от инвестиций в ценные бумаги при менее высоких операционных расходах по сравнению с посредническими услугами банковской системы.

37. На формирующихся рынках проблема асимметричности информации повышает опасность неправильной оценки инвесторами степени рискованности инвестиций. В свою очередь чрезмерная реакция зарубежных инвесторов на любые изменения на этих рынках может усиливать амплитуду ценовых колебаний. Асимметричность информации может также усугублять "стадное" поведение инвесторов, что в условиях кризиса чревато циклами "прилива" и "отлива" инвестиций и цепной реакцией на различных рынках 26/.

38. Таким образом, портфельным инвестициям присуща тенденция к нестабильности. Может ли риск изменения валютного курса повлечь неустойчивость и потоков ПИИ? Такой риск действительно может спровоцировать ТНК к принятию мер, которые могут привести к сокращению потоков капитала в принимающие страны и углублению их проблем в области платежных балансов 27/. Ниже приводятся некоторые примеры такого поведения:

- риск стимулирует ТНК к переходу на финансирование в местной валюте;
- постоянное реальное обесценение валюты делает принимающую страну более привлекательной для размещения производства для поставки продукции на мировой рынок (или рынок страны происхождения инвестиций) и в то же время менее привлекательной для сборки продукции, содержащей значительную долю компонентов из страны происхождения инвестиций и предназначенной для реализации на рынке принимающей страны;
- краткосрочные обязательства могут меняться в периоды, когда ТНК имеют возможность застраховаться от изменения обменного курса (или спрогнозировать его); в этом отношении ТНК могут получить преимущество, удерживая в секрете информацию, которая позволяет им оперативно действовать на валютных рынках;

26/ См. UNCTAD: *"Foreign portfolio investment: implications for the growth of emerging capital markets* (UNCTAD/GDS/GFSB/3), 22 May 1998, и UNCTAD: *The growth of domestic capital markets, particularly in developing countries, and its relationship with foreign portfolio investment*.

27/ Поведение ТНК и финансовые потоки анализируются в следующей работе: Richard E. Caves: *Multinational Enterprises and Economic Analysis*, second edition (Cambridge University Press, 1996), Chapter 6, pp. 133-161.

- ТНК обладают явным преимуществом в ведении операций на международном рынке, поскольку они могут ускорить причитающиеся платежи в валюте, курс которой, как ожидается, будет расти, и задержать платежи в той валюте, курс которой, по прогнозам, будет снижаться;
- ТНК могут произвести заимствования средств в валюте, курс которой, как предполагается, будет снижаться, и ссудить средства в валюте, курс которой, по прогнозам, будет расти; таким же образом они могут менять валюту, в которой выражено обязательство перед кредиторами или дебиторская задолженность;
- они могут также застраховать "длинную" или "короткую" позицию в иностранной валюте путем продажи или покупки на форвардном рынке или при помощи договорного "свопа".

IV. Последствия для политики

39. В свете информации, содержащейся в предыдущих разделах, можно выделить ряд характерных особенностей ПИИ и ИПИ:

- взаимодополняющие компоненты: ПИИ осуществляются иностранными ТНК и связаны с конкретными отраслями и компаниями, в то время как ИПИ, как правило, осуществляются местными компаниями или правительствами и не имеют отраслевой привязки;
- другие последствия для развития: ПИИ влекут за собой передачу технологии и расширяют доступ на рынок, в то время как ИПИ могут стимулировать процесс развития национального рынка капитала;
- стабильность: ИПИ менее стабильны, чем ПИИ, хотя стремление дочерних предприятий ТНК к страхованию рисков также может усугублять кризис платежного баланса;
- устойчивость: потоки ПИИ являются устойчивыми, в то время как ИПИ могут сокращаться при более избирательном подходе портфельных инвесторов к объектам инвестирования;
- доступность: лишь очень немногие (и одни и те же) страны привлекают крупные потоки ПИИ и ИПИ.

40. Какие политические выводы можно сделать, исходя из этих замечаний 28/?

- а) Во-первых, взаимодополняющий характер ПИИ и ИПИ свидетельствует о том, что они удовлетворяют различные финансовые потребности. Что касается ПИИ, ТНК берут на себя операционный риск своих дочерних предприятий, в то время как в случае ИПИ, как указывалось выше, риск распределяется между инвесторами и местными эмитентами. Если страна либерализует ПИИ при сохранении контроля над ИПИ, это может поставить в невыгодное положение местные компании и лишить их доступа к источникам внешнего финансирования, за исключением банковских кредитов (которые не обеспечивают распределения риска).
- б) Во-вторых, высокая нестабильность ИПИ требует более осторожного проведения политики привлечения ИПИ. Высказывается мнение, в первую очередь среди стран, где рынки еще только формируются, что, поскольку международным финансовым рынкам изначально присуща нестабильность, а международно согласованных мер по борьбе с такой нестабильностью нет, страны должны иметь возможность для маневра, с тем чтобы защищать свою экономику от негативных последствий резких колебаний потоков капитала. Таким образом, странам следует позволить принимать меры (помимо мер бюджетно-финансовой и денежно-кредитной политики) для регулирования притока и оттока капитала, с тем чтобы не допускать их резких колебаний, в первую очередь когда речь идет о портфельных инвестициях. Для успешного проведения либерализации необходимы прочная национальная финансовая система, а также надежные механизмы регулирования и контроля.
- и) Что касается вопроса успешной либерализации движения капитала, следует обратить пристальное внимание на два вопроса политики. Первый из них касается определения и охвата инвестиций в двусторонних, региональных или многосторонних инвестиционных соглашениях. Серьезное внимание должно быть уделено вопросу о том, следует ли включать в инвестиционные соглашения ИПИ. До настоящего времени, хотя ИПИ и охватываются многими двусторонними и региональными инвестиционными соглашениями, практически отсутствуют эмпирические исследования, касающиеся оснований или последствий включения портфельных инвестиций в инвестиционные договоры или же их исключения из таких соглашений.

28/ Более подробно последствия для политики рассматриваются и анализируются в документе ЮНКТАД: Comprehensive study.

Приводятся следующие аргументы в пользу включения ИПИ в эти договоры:

- ИПИ следует защищать так же, как и ПИИ, в первую очередь на случай убытков, которые могут возникнуть в случае экспроприации;
- четкое различие между ПИИ и ИПИ провести трудно;
- дальнейшая либерализация инвестиционных режимов согласовывалась бы с тенденцией либерализации и глобализации, что способствовало бы эффективному распределению сбережений, снижению издержек и повышению качества финансовых услуг.

Против включения ИПИ приводятся следующие аргументы:

- это ограничит свободу действий директивных органов в принимающих странах, в первую очередь в плане либерализации операций по счету движения капиталов;
 - поскольку финансовые секторы большинства развивающихся стран развиты довольно слабо, потребуется время для укрепления финансовой инфраструктуры, контрольных и нормативных механизмов и национальной базы инвесторов, с тем чтобы успешно провести либерализацию режима портфельных инвестиций.
- ii) Вторая группа проблем касается наиболее оптимальной практики контроля колебаний потоков портфельных инвестиций. На международном уровне Банк международных расчетов делал попытки ввести контроль за банковским кредитованием инвестиционных фондов с высокой долей заемного капитала, а "семерка" приняла решение о создании Форума финансовой стабильности, с тем чтобы определить, какие меры необходимы для устранения проблем финансовой нестабильности и системного риска.

На национальном уровне, помимо усилий по улучшению фундаментальных внутриэкономических показателей, различные страны предпринимают и ряд других мер: речь идет о дифференциации налогов на увеличение рыночной стоимости капитала в зависимости от сроков инвестиций; установлении минимального срока инвестиций; определении требований к резервам по краткосрочным потокам; введении контроля за практикой продажи на срок без

покрытия; сегментации фондовых рынков; ограничении объемов иностранных инвестиций и т.д. Более тщательного анализа заслуживает вопрос национальной политики налогообложения, и не в последнюю очередь в силу того, что различные налоговые режимы могут влиять на динамику потоков капитала 29/.

- с) Наконец, какие виды мер политики или поддержки можно было бы использовать для расширения доступа стран с формирующимися рынками к некоторым типам портфельных инвестиций, являющимся сравнительно стабильным источником финансирования, таким, как долгосрочные и среднесрочные облигации (выпускаемые на международном и внутреннем рынках), первичные выпуски акций, депозитные расписки, фонды рискованного капитала, национальные фонды? Агентства, занимающиеся определением кредитного рейтинга, играют важную роль в вопросах доступа к рынкам капитала. В этой связи важно, чтобы кредитный рейтинг стран устанавливался на основе четких, объективных и общеизвестных параметров. В последнее время многосторонние финансовые учреждения предоставляли свои гарантии, с тем чтобы помочь некоторым заемщикам в азиатских странах вновь получить доступ на международные рынки облигаций. Могут ли многосторонние учреждения распространить такую политику гарантий на большое число стран с учетом того, что эта практика может оказаться довольно дорогостоящей, поскольку при проводке гарантий последние регистрируются как обязательства в размере, равном размеру займов? Какие иные политические меры можно было бы использовать для расширения доступа большего числа развивающихся стран к стабильным источникам инвестиций?

29/ См. Valpy Fitzgerald: "Global Capital Market Volatility and the Developing Countries", IDS Bulletin Vol. 30, No. 1, 199 (Institute of Development Studies, Sussex, 1999).