

## 4. Потоки капитала в БВСАП и КЦА: возможности и риски\*

Потоки капитала в страны Ближнего Востока и Центральной Азии были устойчивыми, несмотря на ужесточение глобальных финансовых условий в 2014–2016 годы. Такие потоки помогли финансировать дефицит по счету текущих операций и бюджетный дефицит, позволяя проводить корректировки экономической политики более постепенно. По мере того как регион становился более интегрированным в мировые финансовые рынки, потоки портфельного и банковского капитала увеличились почти в два раза за последнее десятилетие; однако прямые иностранные инвестиции (ПИИ) сократились почти вдвое, отражая более слабые экономические детерминанты. Правительствам необходимо воспользоваться преимуществами притока капитала, одновременно снижая риски, связанные с волатильностью мировых финансовых рынков, в особенности настроений в отношении глобального риска, к которым этот регион в два раза более чувствителен по сравнению с другими странами с формирующимся рынком. Это означает восстановление ПИИ за счет ослабления ограничений и содействия макроэкономической стабильности в ближайшей перспективе и стимулирования потенциального роста в среднесрочном плане. Обеспечение устойчивости бюджета, использование макропруденциальных инструментов и, создание возможности для большей гибкости обменных курсов, где это уместно, может способствовать ограничению рисков, связанных с волатильностью потоков капитала. Углубление и развитие внутренних

финансовых рынков, особенно путем укрепления правовых основ, остается одним из главных приоритетов.

Рисунок 4.1  
Потоки капитала



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. БЦД = Департамент стран Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ЭН = экспортеры нефти БЦД; БЦД-ИН = импортеры нефти БЦД; прочие СФР = прочие страны с формирующимся рынком, кроме стран с формирующимся рынком БЦД.

\*Подготовили Сергей Саксонов и Лин Чжу; помощь в проведении исследовательской работы оказала Олурем Акин Олугбаде.

## Изменение характера потоков капитала требует ответных мер политики

Средние (медианные) чистые потоки капитала в страны региона Ближнего Востока, Северной Африки, Афганистана и Пакистана (БВСАП), а также в страны Кавказа и Центральной Азии (КЦА) увеличились после мирового финансового кризиса. Экспортеры нефти, как правило, приобретали иностранные активы, что приводило к чистому оттоку (рис. 4.1, вставка 4.1). Чистый приток капитала наблюдался в странах — экспортерах нефти в среднем только в 2015–2017 годы, когда они замедлили накопление иностранных активов и привлекали средства для финансирования дефицита бюджета. Устойчивый приток капитала в страны — импортеры нефти обеспечивал постоянно положительные и растущие чистые потоки капитала в процентах ВВП по сравнению с другими странами с формирующимся рынком<sup>1</sup>.

После мирового финансового кризиса валовой приток капитала в регионы БВСАП и КЦА сократился, аналогично другим сопоставимым странам с формирующимся рынком, хотя он был менее волатильным во время ужесточения глобальных финансовых условий (IMF, 2016a)<sup>2</sup>. Самое значительное снижение наблюдалось в странах — экспортерах нефти, что было обусловлено снижением потоков банковского капитала и ПИИ со среднего уровня в 3,8 процента ВВП в 2003–2008 годы до среднегодового показателя 2,6 процента

ВВП, начиная с 2012 года. Сокращение потоков капитала в странах — импортерах нефти (с 8,3 до 7,9 процента ВВП) был гораздо менее выраженным, чем в странах — экспортерах нефти или других странах с формирующимся рынком.

Валовой приток капитала в страны БВСАП и КЦА (регион) равномерно распределен между импортерами и экспортерами нефти и относительно сконцентрирован, причем на долю трех ведущих стран в обеих группах приходится чуть более половины общего объема потоков<sup>3</sup>. Структура притока изменилась (рис. 4.2) в связи с сокращением ПИИ и увеличением портфельного и прочего (банковского) капитала. Почти две трети возросшего притока портфельного и банковского капитала направлялось в пять стран (Катар, Ливан, Марокко, Пакистан и Саудовскую Аравию)<sup>4</sup>.

Приток капитала может финансировать инвестиции и способствовать экономическому росту, но также влечет за собой риски для финансовой и макроэкономической стабильности (IMF, 2012). В настоящей главе основное внимание уделяется притоку капитала в данный регион и ставится задача ответить на два вопроса:

- *Как регион может привлечь более стабильный и стимулирующий рост приток капитала?*
- *Что можно сделать для смягчения рисков, связанные с волатильностью притока капитала?*

<sup>1</sup> «Приток капитала» означает чистое принятие иностранных обязательств. «Отток капитала» относится к чистому приобретению иностранных активов. Обе статьи могут быть отрицательными, когда погашение обязательств превышает их принятие или продажи иностранных активов превышают их приобретение.

<sup>2</sup> В настоящей главе в анализ не включены Джибути, Ливия, Сирия, Сомали и Таджикистан из-за отсутствия данных о притоках капитала.

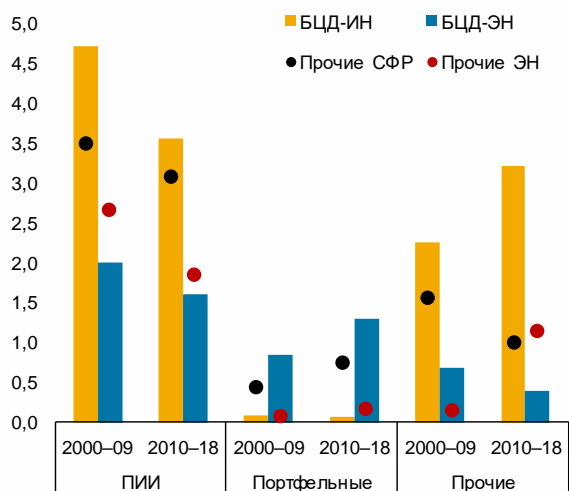
<sup>3</sup> Здесь к экспортерам нефти относятся Казахстан, ОАЭ и Саудовская Аравия; к импортерам нефти — Египет, Ливан и Марокко.

<sup>4</sup> В дальнейшем прочие притоки называются притоками банковского капитала, поскольку депозиты нерезидентов во внутренних банках, а также кредиты иностранных банков внутренним компаниям, вероятно, являются наиболее значимыми в количественном отношении. Однако определенную роль могут играть также государственные займы и прямые кредиты поставщиков.

Рисунок 4.2

**Структура притока**

(в процентах ВВП, среднее медианное значение с течением времени)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.  
 Примечание. ПИИ = прямые иностранные инвестиции; БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; прочие СФР = прочие страны с формирующимся рынком; прочие ЭН = прочие экспортеры нефти.

**Сокращение ПИИ компенсируется увеличением портфельных и банковских потоков**

Сокращение ПИИ наблюдалось во всем мире из-за более низкой доходности и менее благоприятного инвестиционного климата<sup>5</sup>. При этом страны БВСАП и КЦА (особенно экспортеры нефти, которые испытали более значительное сокращение по сравнению с сопоставимыми странами) пострадали более сильно, что отражало слабые перспективы роста и геополитическую напряженность в регионе.

<sup>5</sup> В отчете UNCTAD (2019) сообщается, что в 2018 году примерно 55 стран приняли по меньшей мере 112 мер, влияющих на иностранные инвестиции. Более трети этих мер предусматривали новые ограничения или нормативы — самое большое число за два десятилетия. Во вставке 1.4 в работе IMF (2019a) рассматривается возможная роль транснациональных корпораций в привлечении ПИИ.

<sup>6</sup> В более широком плане, приток портфельного капитала также увеличился в других странах с формирующимся рынком, что отражало воздействие нетрадиционной

На рис. 4.2 показано, что снижение ПИИ компенсировалось растущей значимостью притока портфельного (в случае экспортеров нефти) и банковского (в случае импортеров нефти) капитала<sup>6</sup>. Значительная доля этого притока (не менее одной трети в 2018 году) направлялась в официальный сектор, помогая финансировать дефицит бюджета не только в странах — импортерах нефти (Египет, Ливан, Пакистан), но и в экспортерах нефти (Бахрейн, Оман)<sup>7</sup>.

В период с 2016 по 2018 год приток портфельного капитала в регионы БВСАП и КЦА достиг наивысшего уровня, составив примерно 20 процентов от общего притока портфельного капитала в страны с формирующимся рынком, по сравнению с лишь 5 процентами до мирового финансового кризиса<sup>8</sup>. Совокупный приток портфельного капитала за этот период достиг 164 млрд долларов США, из которых почти три четверти направлялось в Египет, Катар, Оман и Саудовскую Аравию, причем в Египте и Омане потоки в официальный сектор составляли большую долю.

Региону благоприятствовала пониженная глобальная неопределенность (измеряемая индексом волатильности Чикагской биржи опционов) — одна из главных движущих сил притока портфельных инвестиций в регион (вставка 4.2), — что компенсировало более жесткие глобальные финансовые условия. В целом благоприятные условия также способствовали выпуску, в основном экспортерами нефти, официальных долговых обязательств, который был одним из

денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой.

<sup>7</sup> На основе чистых отчетных данных об операциях по финансовому счету в платежном балансе для сектора органов государственного управления.

<sup>8</sup> Хотя подробные данные по региону часто отсутствуют, подавляющее большинство притоков, вероятно, представляет собой долговые инструменты.

основных направлений притока портфельного капитала, достигнув максимального значения в 2017 году (рис. 4.3). Страны — экспортеры нефти были крупнейшими эмитентами еврооблигаций среди стран с формирующимся рынком: их объем заимствования составил примерно 74 млрд долларов США в 2018 году и первой половине 2019 года (примерно 25 процентов совокупной валовой эмиссии за этот период, согласно аналитикам рынка).

Рисунок 4.3.

**Совокупная эмиссия долга**

(млрд долларов США)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Примечание. БРИК = Бразилия, Россия, Индия и Китай; БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии.

Потоки банковского капитала в страны — импортеры нефти по-прежнему выше в процентном отношении к ВВП, чем в другие страны с формирующимся рынком, что отражает доминирование банков на внутренних финансовых рынках. Большой приток банковского капитала связан с увеличением объема государственных обязательств на балансе внутренних банков в странах — импортерах нефти.

Сокращение потоков банковского капитала в страны — экспортеры нефти во многом отражает чистый отток средств из стран, затронутых санкциями и конфликтами (Иран, Йемен). Данные обследований

показывают, что примерно треть банков в регионе сталкивались с ухудшением корреспондентских банковских отношений (из-за стремления к снижению риска) на фоне более жестких мер по борьбе с отмыванием денег и пресечению финансирования терроризма (БОД/ПФТ). Однако совокупное влияние на банковские потоки, по-видимому, было незначительным, поскольку большинство банков нашли альтернативные механизмы, заключавшиеся в основном в открытии замещающих счетов или увеличении объема операций через оставшиеся счета (Arab Monetary Fund, IMF, and World Bank, 2019).

**Приток капитала позволял удовлетворять более высокие потребности в финансировании счета текущих операций и бюджета**

Сальдо счета текущих операций особенно сильно ухудшились в странах — импортерах нефти: медианный дефицит в период с 2010 по 2018 год увеличился на 4,4 процентного пункта ВВП по сравнению с 2000 – 2009 годами вследствие как сокращения сбережений, так и увеличения инвестиций. Бюджетные сальдо также ухудшились, особенно в странах — экспортерах нефти, причем медианное сальдо после кризиса в 2009–2018 годы ухудшилось до отрицательного значения в 0,1 процента ВВП, что отражало снижение цен на нефть с 2014 года и увеличение государственных расходов.

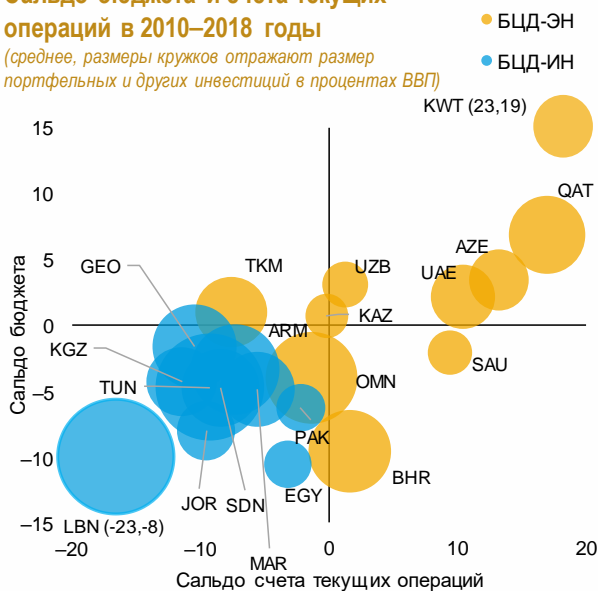
Притоки капитала оказались важными источниками для удовлетворения потребностей в финансировании бюджета и платежного баланса в странах, не имевших значительных резервов. Например, приток портфельных инвестиций помог финансировать дефицит в Египте после либерализации обменного курса. Страны — экспортеры нефти также получали выгоды: к числу примеров относятся Бахрейн и Оман,

где притоки помогали удовлетворять высокие потребности правительства в финансировании в период проведения мер по консолидации бюджета (рис. 4.4). Без этих притоков для смягчения дисбалансов потребовалось бы дальнейшее сокращение резервов или более резкие корректировки.

Рисунок 4.4

**Сальдо бюджета и счета текущих операций в 2010–2018 годы**

(среднее, размеры кружков отражают размер портфельных и других инвестиций в процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии. Сокращенные наименования стран соответствуют страновым кодам Международной организации по стандартизации (ИСО).

В странах, имевших большие резервы, приток капитала обеспечивал экономичный способ финансирования дефицита. Эти страны (Катар, ОАЭ, Саудовская Аравия) могли заимствовать средства на международных рынках капитала по относительно низким ставкам, не прибегая к ликвидации иностранных активов, которые могли иметь более высокую доходность, чем стоимость заимствования для этих стран.

**Зависимость от притока банковского и портфельного капитала сопряжена с рисками**

Приток капитала может принести странам значительные выгоды, способствуя сглаживанию потребления и диверсификации рисков, а также финансированию инвестиций (IMF, 2016b). Меняющаяся структура притоков капитала имеет важное значение, так как притоки ПИИ оказывают большее влияние на рост, чем притоки портфельных инвестиций (Baharumshah, Slesman и Devadason, 2017).

Более крупные потоки портфельного и банковского капитала также подвергают страны-получатели рискам, поскольку они могут быть более волатильными (Eichengreen, Gupta and Masetti, 2016), чем ПИИ, и подвержены внезапному прекращению. Это важно для региона, в котором приток портфельных инвестиций, по расчетам, является почти в два раза более чувствительным к изменениям неопределенности по сравнению с другими странами с формирующимся рынком, что отражает более низкую прозрачность правительств и компаний (вставка 4.2).

Возрастающие банковские и портфельные потоки способствовали увеличению как частной, так и государственной внешней задолженности в регионе. В случае стран — экспортеров нефти взвешенное по ВВП среднее значение частного внешнего долга за последние четыре года увеличилось на 8,4 процента ВВП<sup>9</sup>. Это отражает увеличение банковского долга в Катаре (с целью компенсировать сокращение депозитов в государственном секторе) и Саудовской Аравии. Государственный долг увеличивался еще быстрее в странах — импортерах нефти, причем наибольшее увеличение наблюдалось в Египте, Ливане и Иордании.

<sup>9</sup> Даже если сектор государственного управления (и экономика в целом) имеет положительное сальдо по чистым иностранным активам, долг частного сектора

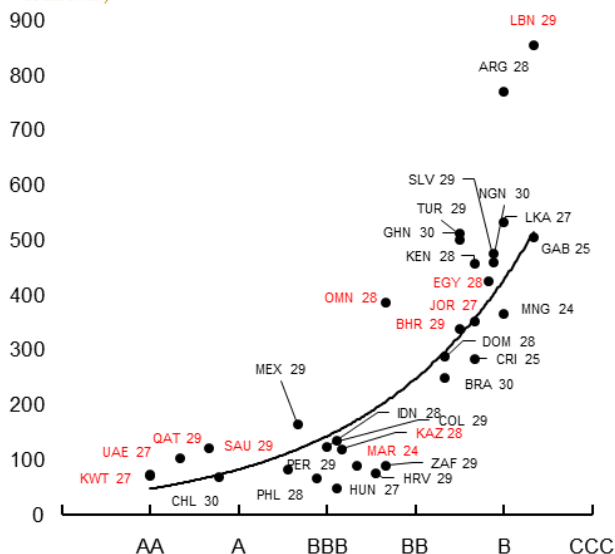
может создать уязвимость, особенно в случае несоответствия валютной структуры.



Рисунок 4.5.

**Суверенные спреды и рейтинг**

(в базисных пунктах; метки данных содержат годы погашения)



Источник: Bloomberg Finance, L.P.

Примечание. Сокращенные наименования стран соответствуют страновым кодам Международной организации по стандартизации (ИСО).

За последние четыре года в ряде стран возросла также доля краткосрочного внешнего долга (до 83 процентов в Ливане, 77 процентов в Алжире, 62 процента в Катаре), что указывает на потенциально более высокую уязвимость.

Увеличение задолженности было сопряжено с относительно высокими издержками. Суверенные спреды БВСАП, как правило, выше, чем у других стран с формирующимся рынком с сопоставимыми рейтингами, что, вероятно, отражает влияние повышенного долга (Ливан) и эпизоды геополитической нестабильности (рис. 4.5).

Как подчеркивалось в главе «Мировая экономическая ситуация», мировые перспективы указывают на снижение темпов роста и повышение неопределенности, в том числе из-за неразрешенной напряженности в области торговли. Поскольку притоки капитала в регион весьма чувствительны к изменениям глобальной неопределенности, существует риск резкого сокращения или даже разворота притока капитала. Хотя неблагоприятные экономические

последствия от этого, вероятно, будут ограничены для экспортеров нефти, имеющих большие резервы (например, Катара и Саудовской Аравии), разворот притока капитала может усилить пагубные последствия снижения цен на нефть — что представляет больший риск для экспортеров нефти, — для счета текущих операций и бюджетных сальдо, вызвав давление на их резервы. Неблагоприятное воздействие в других странах, располагающих меньшими резервами, может быть значительным. Таким образом, эти перспективы повышают актуальность наличия комплексного набора мер политики, направленных на оживление ПИИ и снижение потенциальных рисков дезорганизующих потоков капитала.

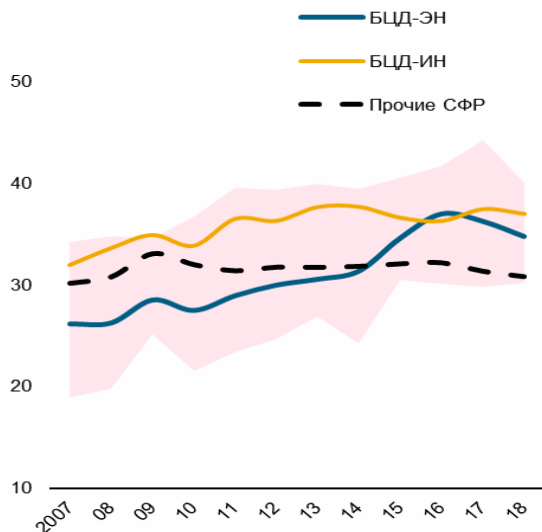
**Привлечение стабильного притока капитала, повышающего рост**

В отличие от притока портфельных инвестиций, приток ПИИ в большей степени обусловлен внутренними факторами, чем глобальными (см. приложение 4.1 в Интернете). За последнее десятилетие экономические условия в регионе ухудшились, причем темпы роста замедлились больше, чем в сопоставимых странах, а экономические и политические риски возрастали быстрее (рис. 4.6).

Рисунок 4.6

**Сводные показатели риска<sup>1</sup>**

(среднее, индекс 0–50, более высокое значение указывает на больший риск)



Источники: *Международный справочник страновых рисков*; расчеты персонала МВФ.

Примечание. БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; прочие СФР = прочие страны с формирующимся рынком. Заштрихованная область указывает межквартильный диапазон индекса сводных рисков по странам БЦД. Примечание. База индекса сводных рисков изменена и предусматривает диапазон от 0 до 50.

<sup>1/</sup> К использованию этого показателя следует подходить с осторожностью, так как оценки отражают относительные, а не абсолютные результаты. Диапазоны неопределенности, связанные с оценками, не приводятся.

Более медленный рост и более высокие риски в регионе могут объяснить примерно половину снижения ПИИ среди стран — экспортеров нефти и 20 процентов сокращения в странах — импортерах нефти в период после кризиса. Таким образом, ключевым условием для оживления ПИИ является надежная основа стимулирования потенциального роста и снижения специфических страновых рисков. Это потребует не только сохранения макроэкономической стабильности и продолжения структурных реформ, но также повышения безопасности в странах, затронутых вооруженными конфликтами, и обеспечения инклюзивного экономического

роста для поддержания социальной сплоченности (см. главу 2). Корректировки политики в таких странах, как Египет, улучшили внутренние условия, позволив привлечь более крупные притоки ПИИ, однако необходимо приложить больше усилий к проведению структурных реформ для достижения более высокого среднесрочного роста (см. вставку 2.1).

Помимо роста и рисков, страны БВСАП и КЦА в целом сопоставимы с аналогичными странами по некоторым ключевым детерминантам ПИИ (например, инфляции и открытости торговли), но отстают по другим — в первую очередь в областях борьбы с коррупцией, человеческого капитала и ограничений на операции с капиталом, — причем этот отрыв больше в случае стран — импортеров нефти.

В краткосрочной перспективе директивные органы могут привлечь ПИИ, отменив ограничения и расширив возможности для инвестирования, например, путем открытия сектора услуг (рис. 4.7)<sup>10</sup>. Недавнее ослабление ограничений на поездки для иностранных инвесторов в Узбекистане и допущение 100-процентного иностранного участия в большем числе отраслей экономики в нескольких странах Совета по сотрудничеству стран Персидского залива (ССЗ) являются шагами в правильном направлении.

<sup>10</sup> Данные о фактической финансовой открытости (измеряемой как сумма внешних активов и обязательств по отношению к ВВП) по странам БВСАП ограничены. Имеющиеся данные показывают, что три из шести экспортеров нефти и четыре из

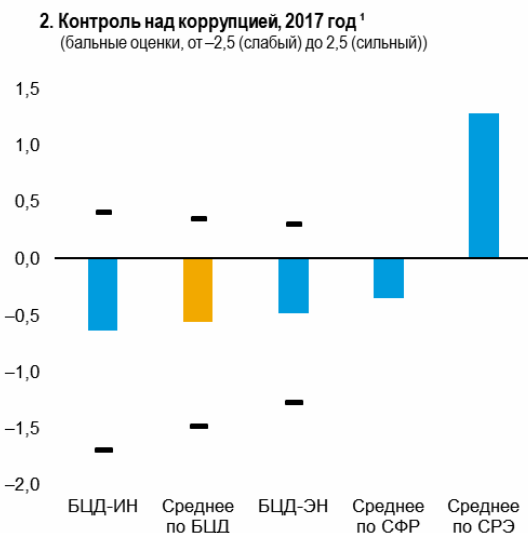
10 импортеров нефти превысили средний показатель по странам с формирующимся рынком в 2017 или 2018 году.

Рисунок 4.7

**Открытость счета операций с капиталом и качество институтов**



Источники: МВФ, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях; расчеты персонала МВФ.  
Примечание: СРЭ = страны с развитой экономикой; СФР = страны с формирующимся рынком; БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии. Сокращенные наименования стран соответствуют страновым кодам Международной организации по стандартизации (ИСО).



Источники: "Мировые показатели государственного управления"; расчеты персонала МВФ.  
Примечание: СРЭ = страны с развитой экономикой; СФР = страны с формирующимся рынком; БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии. Сокращенные наименования стран соответствуют страновым кодам Международной организации по стандартизации (ИСО).  
<sup>1</sup>/ Следует тщательно анализировать использование показателей, так как они определяются по данным, основанным на восприятии, и оценки отражают относительные, а не абсолютные результаты. Диапазоны относятся к 90-процентным доверительным интервалам, и доверительные интервалы для сопоставимых групп являются пренебрежимыми.

Эффективность мер по либерализации счета операций с капиталом зависит от качества внутренних институтов, включая борьбу с коррупцией (Habib and Zurawicki, 2002). Восприятие коррупции может объяснить ограниченную возможность привлекать прямые иностранные инвестиции, несмотря на либерализацию счетов операций с капиталом в некоторых странах. Поэтому дальнейшее повышение качества институтов остается одним из приоритетов реформ.

В более долгосрочной перспективе повышение навыков за счет улучшения образования и профессиональной подготовки будет иметь решающее значение для привлечения потоков ПИИ в секторы с более высокой добавленной стоимостью. Импортеры нефти отстали от более широкой выборки стран с формирующимся рынком по качеству образования и средней численности студентов вузов. Показатели стран — экспортеров нефти были лучше, что объяснялось более высокими доходами на душу населения, но качество образования по-прежнему можно было бы существенно улучшить (IMF, 2018).

**Снижение потенциальных рисков**

Приоритетной задачей в области смягчения рисков, связанных с волатильностью потоков капитала, является устранение крупных бюджетных дефицитов и дефицитов по счету текущих операций, которые могут привести к дорогостоящим корректировкам во время внезапного прекращения притока (Eichengreen and Gupta, 2016). Как отмечено в IMF (2012), макроэкономическая политика должна играть ключевую роль в преодолении последствий резкого увеличения притока. Следовательно, бюджетная консолидация в регионе должна продолжаться. Снижение процентных ставок (при отсутствии инфляционного давления) и интервенции в целях накопления резервов, если они недостаточны, также могут помочь снизить риски. Укрепление финансового



надзора и регулирования, в том числе в отношении небанковских финансовых организаций, а также использование макропруденциальных инструментов могут помочь обеспечить финансовую стабильность и повысить устойчивость к волатильным потокам капитала (IMF, 2017a)<sup>11</sup>.

В странах, в которых крупный приток капитала оказывает давление на реальные обменные курсы, большая гибкость номинального обменного курса при поддержке обоснованной макроэкономической политики может смягчать шоки за счет ослабления колебаний реального обменного курса (Combes, T. Kinda and Plane, 2011). Например, страны с более гибкими обменными курсами испытывали меньшее реальное укрепление валюты в период всплеска притока капитала в страны с формирующимся рынком до мирового финансового кризиса (IMF, 2007). Напротив, негибкие обменные курсы могут усугубить волатильность потоков капитала, особенно в отсутствие корректировок макроэкономической политики, и повысить уязвимость, поощряя заимствование в инвалюте (Magud, Reinhart and Vesperoni, 2014).

Более емкие внутренние финансовые рынки также могут смягчить воздействие волатильного притока капитала. Например, в Чили почти половина активов финансового сектора приходится на внутренних институциональных инвесторов, которые обеспечивают более стабильные источники

финансирования для внутренних заемщиков. Аналогичным образом, в Малайзии активные отечественные инвесторы покупают большие объемы внутренних акций и облигаций, когда иностранные инвесторы (часто в ответ на глобальные потрясения) ликвидируют свои активы (IMF, 2015).

Размер финансовых организаций в регионе неодинаков, но возможности для увеличения велики (рис. 4.8)<sup>12</sup>. Хотя в среднем уровень финансового развития стран — экспортеров нефти выше, чем стран — импортеров нефти, у большинства стран он ниже среднего уровня по странам с формирующимся рынком, и у всех стран он ниже среднего уровня по странам с развитой экономикой.

Наибольшие отличия связаны с ликвидностью рынка и размером внутренних институциональных инвесторов. Несмотря на высокую рыночную капитализацию в некоторых странах, показатели оборачиваемости фондовых рынков весьма низки по сравнению с другими странами с формирующимся рынком, за исключением Саудовской Аравии, что является отражением малой базы инвесторов. Небольшой размер внутренних институциональных инвесторов, в свою очередь, отражает преобладание банков в финансовой системе<sup>13</sup>. Развитие региональных финансовых рынков (примером служит единый рынок акций в странах Балтии) может способствовать увеличению базы инвесторов.

<sup>11</sup> См. работу Prasad, Monem, and Martinez (2016), в которой приведен обзор использования мер макропруденциальной политики в регионе БВСАП.

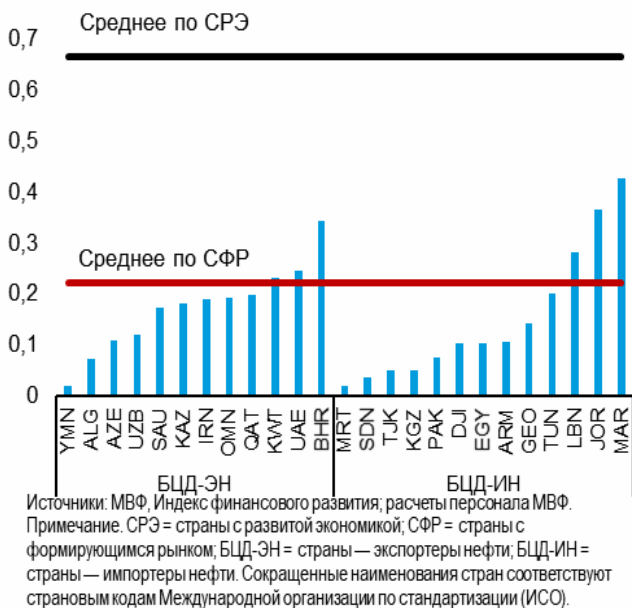
<sup>12</sup> Индекс основан на капитализации фондового рынка, обращающихся акциях, международных долговых ценных бумагах правительств и общем объеме долговых ценных бумаг финансовых и нефинансовых организаций (Svirydzenka, 2016).

<sup>13</sup> В странах ССЗ, финансовые рынки которых являются самыми емкими в регионе, активы внутренних институциональных инвесторов, состоящие из пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов и страховых компаний, составляют меньше половины ВВП. Для сравнения, как в Чили, так и в Малайзии активы институциональных инвесторов превышают 100 процентов ВВП.

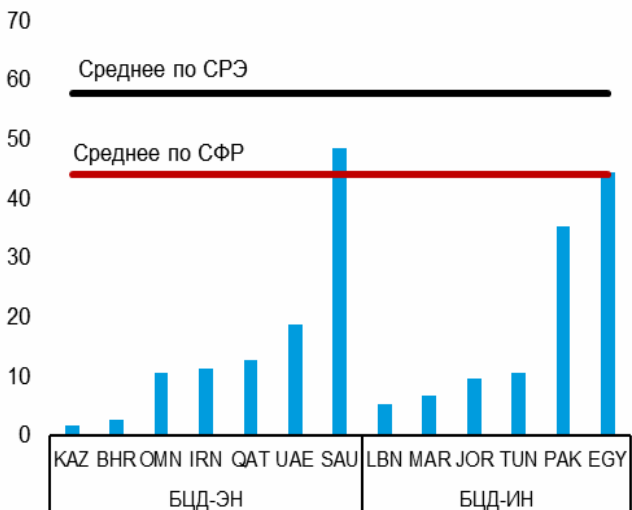
Рисунок 4.8

### Развитие финансовых организаций и рынков

#### 1. Емкость финансовых организаций, 2017 год (индекс)



#### 2. Коэффициент оборачиваемости фондового рынка (в процентах)



Правительства могут способствовать развитию финансового рынка, создав емкий и ликвидный рынок государственных облигаций. Кривая доходности обязательств государства, устанавливаемая путем постепенного увеличения сроков погашения государственных облигаций и регулярных выпусков инструментов с разными сроками погашения, может служить контрольным ориентиром для определения цены корпоративных облигаций (см. IMF, 2013)

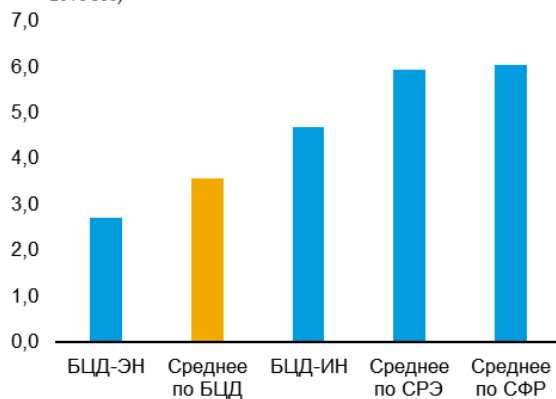
Недавнее включение стран ССЗ в глобальный индекс суверенных облигаций следует приветствовать, поскольку они могут способствовать расширению пула инвесторов и повышению ликвидности рынка. Однако это может повысить волатильность рынка, так как инвесторы, ориентирующиеся на индексы, более чувствительны к глобальным факторам (Cerutti, Classens and Puy, 2015), как это наблюдалось в последних эпизодах оттока капитала из стран с формирующимся рынком (IMF 2019b), что подчеркивает необходимость расширения базы внутренних инвесторов.

Предпосылкой развития финансового рынка является верховенство закона: более надежная правовая защита может стимулировать более активное участие в рынке, позволяя финансовым рынкам расти спонтанно и органично (Chami, Fullenkamp and Sharma, 2009). Следовательно, дальнейшее укрепление правовых систем, которые отстают от средних показателей сопоставимых стран (рис. 4.9), имеет важнейшее значение. Усилия по модернизации законов о банкротстве, предпринимаемые в последнее время Бахрейном, ОАЭ и Саудовской Аравией, приветствуются. Разработка законов об использовании залогового обеспечения может снизить транзакционные издержки и облегчить кредитование.

Рисунок 4.9  
Управление<sup>1</sup>

**1. Надежность юридических прав<sup>2</sup>**

(индекс, от 0 (слабая) до 12 (сильная), результаты измерения за 2018 год)



Источники: база данных "Ведение бизнеса" Всемирного банка; расчеты персонала МВФ.

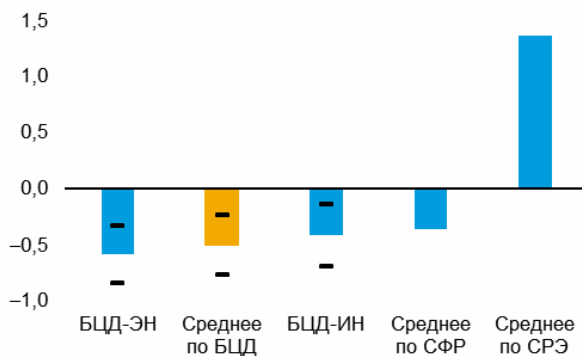
Примечание. СРЭ = страны с развитой экономикой; СФР = страны с формирующимся рынком; БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии.

1/ Следует тщательно анализировать использование показателей, так как они определяются по данным, основанным на восприятии, и оценки отражают относительные, а не абсолютные результаты.

2/ Доверительные интервалы для этого показателя отсутствуют.

**2. Верховенство закона<sup>3</sup>**

(индекс, от -2,5 (слабое) до 2,5 (сильное), показатели управления)



Источники: "Мировые показатели государственного управления"; расчеты персонала МВФ.

Примечание. СРЭ = страны с развитой экономикой; СФР = страны с формирующимся рынком; БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии; БЦД-ИН = страны — импортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии.

3/ Диапазоны относятся к 90-процентным доверительным интервалам, и доверительные интервалы для сопоставимых групп являются пренебрежимыми.

### Вставка 4.1 Отток капитала из БВСАП и КЦА<sup>1</sup>

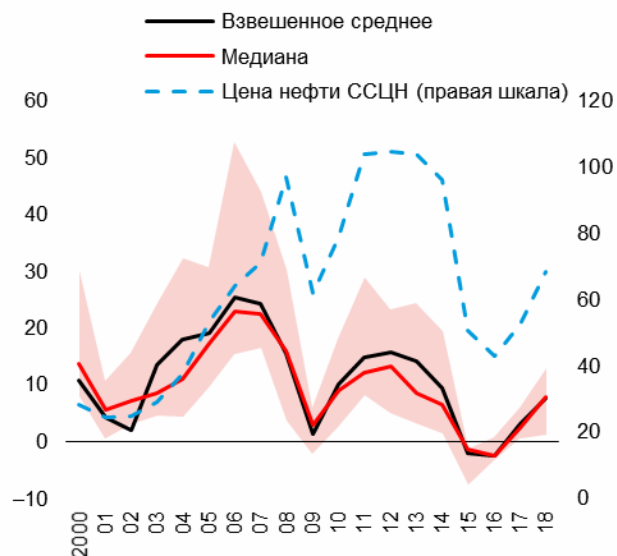
Отток капитала из региона Ближнего Востока, Северной Африки, Афганистана и Пакистана, а также стран Кавказа и Центральной Азии уменьшился с середины 2000-х годов. Вследствие снижения цен на нефть чистое приобретение иностранных активов экспортерами нефти достигло минимума в 2015–2016 годах в результате продажи иностранных активов Алжиром, Ираком и Саудовской Аравией. В Алжире и Ираке это снижение было полностью связано с сокращением официальных резервов, тогда как в Саудовской Аравии другие виды оттока капитала компенсируют еще большее сокращение резервов. С того времени приобретение иностранных активов восстановилось лишь незначительно, поскольку экспортеры нефти тратили свои доходы от нефти на обслуживание внутренних потребностей.

Импортеры нефти также значительно сократили объем приобретаемых ими иностранных активов: медианное значение снизилось с 3,6 процента ВВП в 2000–2009 годы до 1,5 процента ВВП в 2010–2018 годы. Эта тенденция была результатом почти непрерывного сокращения иностранных активов в Ливане и более sporadического снижения, например, в Египте и Пакистане, где возросла внутренняя уязвимость.

Помимо официальных резервов, частные активы также могут служить буферным резервом в случае внезапного прекращения притока капитала или других шоков для платежного баланса. Резиденты могут продавать иностранные активы, чтобы использовать возможности на внутреннем рынке. Следовательно, снижающееся накопление иностранных активов может повысить уязвимость, обусловленную волатильностью притока капитала. Это особенно верно в случае стран — импортеров нефти, у которых позиции по чистым иностранным активам являются отрицательными.

<sup>1</sup>Подготовил Сергей Саксонов.

**БЦД-ЭН: чистый отток капитала**  
(в процентах ВВП)



Источники: официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. ССЦН = средняя спотовая цена нефти; БЦД-ЭН = страны — экспортеры нефти Ближнего Востока и Центральной Азии. ССЦН представляет собой среднее значение цен на нефть марок UK Brent, Dubai Fateh и West Texas Intermediate.

## Вставка 4.2 Двигатель притока портфельных инвестиций — факторы отталкивания<sup>1</sup>

Мы оцениваем модель факторов притяжения и отталкивания по панели из 11 стран регионов Ближнего Востока, Северной Африки, Афганистана и Пакистана и Кавказа и Центральной Азии и 29 других стран с формирующимся рынком за период с 1990 по 2018 год. В соответствии с работой Eichengreen, Gupta and Masetti (2018), мы установили, что приток портфельных инвестиций обусловлен в основном глобальными факторами отталкивания — индексом волатильности Чикагской биржи опционов (VIX), который отражает глобальную неопределенность, и реальной процентной ставкой в США (представительным показателем глобальных финансовых условий). Однако влияние факторов отталкивания для стран БВСАП и КЦА отличается от других стран с формирующимся рынком. Приток портфельных инвестиций в регион почти в два раза более чувствителен к изменениям глобальной неопределенности, чем в других странах. Возможное объяснение заключается в относительно более низкой прозрачности правительств и корпораций в регионе, что приводит к увеличению оттока во время кризисов (Gaston Gelos and Wei, 2005).

Кроме того, мы установили, что потоки портфельных инвестиций в регион зависят от цен на нефть. Во-первых, более высокие цены на нефть увеличивают приток портфельных инвестиций в регион, по всей вероятности, за счет улучшения структуры рисков. Во-вторых, повышение цен на нефть ослабляет влияние мировых финансовых условий. Это может служить отражением того, что некоторые притоки капитала в страны БВСАП и КЦА являются региональными потоками из стран — экспортеров нефти, условия ликвидности которых в большей степени определяются ценами на нефть, чем денежно-кредитной политикой США (IMF, 2017b).

Например, «Координированное обследование портфельных инвестиций» показывает, что как минимум две трети портфельных обязательств Бахрейна приходится на другие страны Совета по сотрудничеству стран Персидского залива.

<sup>1</sup>Подготовил Лин Чжу.

Воздействие факторов отталкивания на отношение притока портфельных инвестиций к ВВП, 1990–2018 годы		
	(1) СФР	(2) БВСАП и КЦА
Логарифм VIX	-0,592*	-1,267**
Реальная процентная ставка США	-0,319	-0,518
Логарифм реальной цены на нефть	-0,145***	-0,713 <sup>^</sup>
	-0,051	-0,528
Произведение логарифма VIX и условной переменной БЦД	0,765*	-0,38
	-1,298*	
	-0,698	
Произведение реальной процентной ставки США и условной переменной БЦД	0,192**	
	-0,072	
Произведение реальной процентной ставки США и логарифма реальной цены на нефть		0,211 <sup>^</sup>
		-0,131

Источники: расчеты персонала МВФ.  
Примечание. КЦА = Кавказ и Центральная Азия; СФР = страны с формирующимся рынком; БВСАП = Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; VIX = индекс волатильности Чикагской биржи опционов.  
1/ Все регрессии включают рост реального ВВП с лагом, составной индекс риска с лагом, условные переменные мирового финансового кризиса и страновые фиксированные эффекты.  
2/ Робастные стандартные ошибки, сгруппированные на страновом уровне, представлены в круглых скобках.  
\*\*\* p < 0,01, \*\* p < 0,05, \* p < 0,1, <sup>^</sup> p < 0,2.



## Литература

Arab Monetary Fund, IMF, and WorldBank. 2019. “Correspondent Banking Relationships (CBRs) in Arab Countries.” Abu Dhabi.

Baharumshah, A. Z., L. Slesman, and E. S. Devadason. 2017. “Types of Foreign Capital Inflows and Economic Growth: New Evidence on Role of Financial Markets.” *Journal of International Development* 29: 768–89

Cerutti, E. M., S. Claessens, and D. Puy. 2015. “Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals.” IMF Working Paper No. 15/127, International Monetary Fund, Washington, DC.

Chami, R., C. Fullenkamp, and S. Sharma. 2009. “A Framework for Financial Market Development.” IMF Working Paper No. 09/156, International Monetary Fund, Washington, DC.

Combes, J. L., T. Kinda, and P. Plane. 2011. “Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate.” IMF Working Paper No. 11/9, International Monetary Fund, Washington, DC.

Eichengreen, B., and P. Gupta. 2016. “Managing Sudden Stops.” Policy Research Working Paper 7639, World Bank, Washington, DC.

Eichengreen, B., P. Gupta, and O. Masetti. 2018. “Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?” *Asian Economic Papers* 17(1): 22–41.

Gaston Gelos, R., and S.-J. Wei. 2005. “Transparency and International Portfolio Holdings.” *Journal of Finance* 60 (6): 2987–3020

Habib, M., and L. Zurawicki. 2002. “Corruption and Foreign Direct Investment.” *Journal of International Business Studies* 33 (2): 291–307

International Monetary Fund (IMF). 2007. *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.

———. 2012. “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

- . 2013. “Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework.” Washington, DC.
- . 2016a. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- . 2016b. “Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View.” IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2017a. “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: The Role of Macroprudential Policies.” IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2017b. “Strengthening Liquidity Management Frameworks in Support of Stability and Growth in the GCC.” IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2018. “Trade and Foreign Investment—Keys to Diversification and Growth in the GCC.” IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2019a. *World Economic Outlook* Washington, DC, October.
- . 2019b. *Global Financial Stability Report*. Washington, DC, April.
- Kyobe, A., and others. 2015. “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.” Staff Discussion Note, Washington, DC.
- Magud, N. E., C. M. Reinhart, and E. R. Vesperoni. 2014. “Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms.” *Review of Development Economics* 18 (3): 415–30.
- Prasad, A., H. A. Monem, and P. G. Martinez. 2016. “Macroprudential Policy and Financial Stability in the Arab Region.” IMF Working Paper No. 16/98, Washington, DC.
- Svirydzenka, K. 2016. “Introducing a New Broad-based Index of Financial Development.” IMF Working Paper No. 16/5, Washington, DC.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2019. *World Investment Report: 2019*. New York.