

Глава 10

Зарубежные инвестиции

Разделы программы

(b)(ii)7. Продемонстрируйте знание и понимание зарубежных инвестиций.

0. Введение

Для любого инвестора, глобальной целью инвестиционной стратегии является достижение правильного баланса между риском и вознаграждением. Основные классы активов, используемых как часть этой стратегии, будут, в большинстве случаев, доступны на зарубежных инвестиционных рынках, в дополнение к отечественным рынкам. Инвестирование в зарубежные рынки оправдано, поскольку, в некоторых случаях оно может помочь в снижении уровня риска, в первую очередь за счет диверсификации, и/или увеличении ожидаемой доходности. Однако с зарубежными инвестициями связаны и дополнительные проблемы.

1. Причины зарубежного инвестирования

Для фондов, имеющих отечественные обязательства, зарубежное инвестирование зависит от влияния таких инвестиций на ожидаемое поведение портфеля в целом, с точки зрения риска/доходности.

Существует две основные причины, по которым инвестор может интересоваться зарубежными вложениями. Первой является согласование с обязательствами в зарубежной валюте, второй - увеличение ожидаемой доходности и/или сокращение риска за счет увеличения уровня диверсификации.

1.1 Диверсификация

Основным достоинством зарубежных инвестиций является диверсификация. Инвестирование в разные страны со слабо коррелированной экономикой, помогает сократить портфельный риск. Диверсификация также достигается за счет инвестирования в отрасли, в которые невозможно инвестировать на отечественном рынке, и наличия большего количества компаний, за счет которых можно создать диверсифицированный портфель.

Проще говоря, фонд, инвестирующий в нескольких странах, менее уязвим в случае ухудшения экономической ситуации в одной стране. Это связано с тем, что инвестиционные рынки разных стран не полностью коррелированы. Поэтому, 10% падение фондового рынка X не означает 10% падения фондового рынка Y.

Конкретными причинами того, что зарубежные инвестиции помогают диверсификации портфеля, являются:

1. Инвестиции в другую экономику.
2. Инвестиции в другой валюте.
3. Инвестиции в другой фондовый рынок.
4. Наличие инвестиционных возможностей, отсутствующих в отечественной экономике.
5. Больше количество компаний для создания диверсифицированного портфеля.

Отчетливая корреляция изменений на основных мировых рынках акций и облигаций, многие из которых следуют за рынками США, несколько уменьшает значимость п.3.

1.2 Увеличение доходности

Доходность зарубежных инвестиций может быть выше отечественной доходности, как вследствие справедливой компенсации за более высокий риск, так и вследствие неэффективности мирового рынка, позволяющей менеджерам находить отдельные страны с недооцененными рынками.

В течение длительных периодов времени, фактическая доходность основных рынков была достаточно близка (при измерении в одной и той же валюте). Это означает, что на практике

диверсификация *может* быть более важным аргументом в пользу зарубежных инвестиций, чем увеличение доходности.

Оба эти аргумента более значимы в отношении развивающихся рынков, которые мы обсудим в конце данной главы.

Неэффективность рынка

Отметим важность неэффективности рынка. Если бы все мировые инвесторы знали, что конкретная страна скоро будет очень успешной, то цены покупки инвестиций в этой стране уже были бы высоки, а ожидаемая доходность была бы не выше, чем в других странах. Инвестирование в экономически сильную страну должно дать более высокую доходность только в том случае, если экономические результаты окажутся более успешными, чем предполагал рынок.

На практике, развивающиеся рынки, которые мы будем изучать позднее, являются быстро растущими и мало изученными, поэтому на них существуют возможности получения более высокой доходности.

Справедливое вознаграждение за риск

Зарубежные инвестиции более рискованны. Например, инвестирование в США связано, для инвестора, имеющего стерлинговые обязательства, с валютным риском. Однако инвестирование в Великобританию несет валютный риск для инвестора, имеющего долларовые обязательства. «Справедливое вознаграждение за более высокий риск» не может существовать в *обоих* случаях и может отсутствовать в *обоих* случаях, т.е. вы не можете рассчитывать на получение от зарубежных инвестиций более высокой доходности просто потому, что они для вас более рискованны.

Однако вы можете получить справедливое вознаграждение за риск в тех случаях, когда *сам рынок более рискован*. Например, и японские и американские инвесторы могут рассчитывать на получение более высокой доходности от инвестирования в Японию, чем в США, поскольку японский фондовый рынок обычно менее стабилен, чем рынок США.

Другой подход

Иногда полезно разбить причины более высокой доходности на:

- *благоприятное изменение валюты*: зарубежные инвестиции растут в стерлинговых терминах, если стерлинг слабеет относительно другой валюты;
- *зарубежные рынки работают лучше отечественного рынка*: инвестиции в акции стран с более успешными, чем предполагалось, экономическими результатами, должны дать хорошую доходность. Очень хорошим примером этого была Япония 1970-1980-х годов. В будущем, высокие результаты могут иметь другие страны.

На что обращать внимание

Для получения хорошей доходности на конкретном зарубежном рынке, инвесторы должны тщательно изучить:

- стабильность зарубежной экономики;
- перспективы долгосрочного экономического роста;
- современное состояние экономики с точки зрения экономического цикла;
- крепость валюты;
- уровень рынка акций (или, рынка облигаций);
- конкретные инвестиционные возможности.

Как и в случае любых активов, очень хорошая доходность имеет место в том случае, если вы покупаете по правильной цене.

В дополнение к очерченным выше аргументам в отношении диверсификации, существуют и иные возможности снижения риска за счет зарубежных инвестиций. Они связаны со снижением риска невыполнения обязательств.

1.3 Уменьшение риска невыполнения обязательств

Согласование с зарубежными обязательствами

Инвестор, имеющий обязательства, выраженные в зарубежной валюте, будет подвержен риску неблагоприятного изменения обменного курса, если эти обязательства не согласованы с инвестициями в подходящей валюте. Фонд, имеющий такие обязательства, обычно захочет согласовать их за счет инвестирования в подходящие зарубежные активы.

«Хеджирование» отечественной инфляции

Кроме того, можно утверждать, что в долгосрочной перспективе реальные обязательства можно приближенно согласовать с реальными инвестициями в другой валюте. Связь между инфляцией и обменным курсом, описанная теорией паритета покупательной способности, снижает риск долгосрочного обменного курса для реальных инвестиций. Увеличение отечественной инфляции по сравнению с другой страной влечет за собой возникновение тенденции к обесцениванию валюты и более высокой стерлинговой доходности от зарубежных инвестиций.

Вопрос 10.1

Перечислите три основные причины покупки инвесторами зарубежных активов.

Вопрос 10.2

С использованием простого примера со ставками инфляции и обменного курса покажите, что британские инвесторы, которые, имея реальные обязательства, инвестируют в реальные активы в зарубежной валюте, в целом защищены от высокой инфляции зарубежной экономики.

2. Проблемы зарубежных инвестиций

Зарубежные инвестиции имеют не только достоинства. Ниже подытожены проблемы, связанные с зарубежными инвестициями.

Зарубежное инвестирование означает, что инвестор, имеющий отечественные обязательства, соглашается на рассогласование, по крайней мере, краткосрочное. Более того, изменение обменного курса приведет к дополнительной нестабильности общей доходности. Иногда, эти проблемы можно, полностью или частично, преодолеть за счет хеджирования риска обмена. Используемые для хеджирования методы обсуждаются в части 5 курса, но имеет смысл отметить, что:

- хеджирование может уменьшить общую доходность;
- часто бывает трудно обеспечить долгосрочное хеджирование;
- точное хеджирование может быть невозможно, если только денежные потоки не будут точно известны заранее (что не имеет места в случае инвестирования в акции).

Неблагоприятное изменение обменного курса

Можно очень быстро понести большие убытки при падении стоимости приобретенной валюты. Аналогично, можно понести убытки в терминах отечественной валюты, если отечественная валюта увеличится в цене. Вы будете удивлены, узнав насколько нестабильным может быть курс даже основных валют.

Пример

Между 1974 и 1976 годами фунт стерлингов упал с \$2.5 до \$1.5 (падение на 40%). За следующие четыре года он вырос обратно до \$2.5 (рост на 66%). За следующие пять лет, он упал почти до одного доллара (падение на 60%). В течение следующих пяти лет он вырос обратно до \$2 (100% рост). В течение следующих пяти лет он упал обратно до примерно \$1.5 (падение на 25%), и сейчас подымается вновь. Что будет дальше?

Налогообложение

В разных странах разное налогообложение. Может не существовать возможности восстановления вычитаемых налогов на зарубежные инвестиции.

Зарубежные инвестиции часто приводят к более высокому общему уровню налогов для инвестора. На заработанный за рубежом инвестиционный доход зарубежное правительство обычно налагает вычитаемый налог. После этого, инвестор должен будет уплатить дополнительные налоги в своей собственной стране.

Неблагоприятное воздействие этого фактора сокращается в случае существования соглашения об *избежании двойного налогообложения* между отечественными налоговыми органами и органами соответствующей страны, поскольку оно означает сокращение отечественных налогов или даже их исключение, вследствие уплаты зарубежных налогов.

Дополнительной проблемой зарубежных инвестиций является стоимость увеличивающейся потребности в экспертизе. Она возникает вследствие:

- увеличения количества требующих анализа переменных (например, зарубежная экономика и валюта);
- большего объема работы для преодоления проблем с информацией.

Необходимо будет также назначить зарубежного депозитария, отвечающего за урегулирование, голосование, получение дивидендов, хранение сертификатов и т.д. Далее затраты возрастут за счет потребности в дополнительном штате и дополнительных административных процедурах для решения ряда вопросов, таких как бухгалтерский учет зарубежной валюты и репатриация фондов.

Дальнейшие проблемы, с которыми можно столкнуться при зарубежном инвестировании, включают в себя:

1. **Различия в бухгалтерской практике.**
2. **Может быть доступен меньший объем информации, чем на отечественном рынке.**
3. **Языковые проблемы, хотя многие крупные зарубежные компании публикуют счета на английском языке.**
4. **Задержки во времени – разница во времени составляла проблему в прошлом, но развитие коммуникаций уменьшило эту проблему.**
5. **Более слабое регулирование рынка в некоторых странах (хотя некоторые большие компании котируются в нескольких финансовых центрах).**
6. **Риск неблагоприятных политических изменений.**
7. **Ликвидность – многие менее развитые рынки не очень ликвидны.**
8. **Ограничение на владение некоторыми акциями.** Например, в Китае зарубежные инвесторы должны покупать специальные серии акций компаний, в которые они хотят инвестировать. Эти акции дороже, чем их отечественные эквиваленты.

В оставшейся части данного раздела, некоторые из вышеуказанных вопросов обсуждаются более подробно.

Информационные проблемы

Хотя качество и объем информации постепенно улучшаются, это все еще большая проблема при инвестировании во многих странах.

Хорошие инвестиционные решения основаны на качественной информации. Однако инвестор может не суметь получить адекватной информации о зарубежных инвестициях, поскольку:

- информация может быть недоступна;
- существующая информация может быть неверной и вводящей в заблуждение;
- бухгалтерская практика может отличаться от той, которая применяется в отечественной практике, так что информацию труднее интерпретировать;
- внешний инвестор, вероятно, получит информацию позднее местного рынка;

- могут составлять проблему языковые отличия;
- временные различия затрудняют проведение сделок из внешней базы.

Если вы обдумаете тот факт, что благоприятные возможности получения прибыли от зарубежных инвестиций частично основаны на низкой эффективности зарубежных рынков, то вы поймете насколько важно иметь хорошую информацию.

Комментарий относительно плохой информации, применим не ко всем странам. Например, информационные стандарты компаний, зарегистрированных на рынках США, очень высоки.

Недостаточное регулирование рынка

В отношении небольших и молодых зарубежных фондовых рынков, существует со стороны некоторых инвесторов обоснованное опасение, что рынки могут плохо регулироваться. Резиденты с внутренней информацией, могут получить выгоду за счет непосвященных (например, расположенных за рубежом инвесторов).

Политический риск

В некоторых странах существует опасность того, что местные власти могут предпринять действия, наносящие ущерб инвесторам, например, конфисковать активы или отказать иностранцам в праве на репатриацию их фондов.

Даже если существующее правительство поддерживает зарубежных инвесторов, существует опасность того, что изменение руководства приведет к появлению недружественного правительства. Поэтому, политическая нестабильность опасна для инвесторов, особенно в менее развитых странах.

3. Характеристики зарубежных инвестиций

Существует множество различных способов получения доступа к зарубежным инвестициям. Наиболее очевидным является прямая покупка на зарубежном рынке, хотя существуют более мягкие способы непрямого доступа на зарубежные рынки.

Набор прямых вариантов инвестирования на развитых зарубежных рынках, похож на варианты, доступные на отечественном рынке, и обычно включает в себя инструменты денежного рынка, облигации, акции, недвижимость и производные инструменты.

Вопрос 10.3

Инвестору из США нужно согласовать выраженные в иенах, фиксированные в денежных единицах среднесрочные обязательства. Как можно достигнуть этого без инвестирования посредством Токийского рынка облигаций? Каковы достоинства предлагаемых методов?

Фундаментальные характеристики зарубежных инвестиций, в сущности, те же, что и эквивалентных отечественных активов.

Чтобы дать слегка более полное описание зарубежных инвестиций, при ответе на экзамене вам следует использовать описанную ниже процедуру.

- Рассмотрите характеристики эквивалентных британских активов.
- **Для конкретных инвестиций могут существовать конкретные отличия, например, риск дефолта, налогообложение, нестабильность рыночных стоимостей.** По возможности, их следует прокомментировать.
- **Сверх характеристики инвестиций в местной валюте, необходимо учесть изменение обменных курсов, изменяющее доходность в терминах отечественной валюты.** Вы можете упомянуть:
 - изменение ожидаемой доходности в терминах фунтов стерлингов;
 - дополнительную нестабильность и неопределенность.

Экзаменаторы не будут ожидать от вас знаний, например, конкретных деталей инвестирования в недвижимость во Внешней Монголии. Вы должны, однако, суметь высказать следующие соображения относительно инвестирования в полное владение недвижимостью во Внешней Монголии:

- вероятно долгосрочная реальная инвестиция;
- вероятно нетоварная;
- нужно быть осторожным в отношении возможного политического риска для иностранцев, владеющих недвижимостью во Внешней Монголии;
- необходимо проверить условия репатриации фондов, юридическую защиту владельцев недвижимости и/или арендаторов, базис для роста ренты;
- в очень долгосрочной перспективе, валютные изменения могут быть основаны на относительной инфляции в отечественной экономике и во Внешней Монголии, так что инвестиции могут быть реальными и в терминах фунтов стерлингов;

- проверьте наличие соглашения об исключении двойного налогообложения с Внешней Монголией.

Подробность раскрытия пунктов будет зависеть от природы вопроса.

4. Непрямые зарубежные инвестиции

4.1 Введение

К непрямым методам получения доступа к зарубежным инвестициям, относятся:

1. Инвестиции в международные компании, базирующиеся на отечественном рынке. Достоинства:

- простота заключения сделок на знакомом отечественном рынке;
- компании будут иметь необходимые знания, и стремиться заниматься бизнесом в наиболее прибыльных зарубежных областях, включая области, прямые инвестиции в которые затруднительны.

К недостаткам относятся:

- доходы таких компаний будут разбавлены домашними доходами;
- компания может не суметь компенсировать вычитаемые налоги;
- будет трудно направить инвестиции в конкретные области;
- изменение цен на акции компании не будет отделено от изменений цен на отечественном рынке акций.

2. Инвестиции в отечественные компании, имеющие существенный экспорт. Инвестиции все же является инвестициями в отечественные компании, цены на акции которых будут меняться вместе с ценами на отечественные акции.

3. Инвестиции с совместные носители, специализирующиеся на зарубежных инвестициях.

4. Инвестиции в производные инструменты, основанные на зарубежных активах.

В каждом случае, одним из основных преимуществ по сравнению с прямым инвестированием является, как минимум, избежание практических проблем, связанных с прямыми зарубежными инвестициями.

В общем случае, непрямые инвестиции особенно хороши для малых фондов, хотя и большим фондам иногда выгодны носители, инвестирующие в специальные области, выходящие за рамки знаний самого фонда.

Вопрос 10.4

Прокомментируйте мнение, что инвестирование в международную компанию скорее является способом распределения рисков, чем получения доступа к зарубежной валюте (подверженности влиянию зарубежной валюты), поскольку может быть мал доступ к каждой конкретной стране.

4.2 Инвестиционные трасты и паевые трасты

Преимущества по сравнению с прямым зарубежным инвестированием

1. Инвестору не нужно тратить время и усилия на изучение конкретных зарубежных возможностей, поскольку экспертизу обеспечивает ИТ.
2. Также уменьшаются некоторые иные проблемы прямого инвестирования. ИТ должны быть достаточно товарны, инвесторы не имеют практических проблем, связанных с депозитарием для сертификатов акций.
3. ИТ могут предоставлять возможности инвестирования в страны, которых, в противном случае, инвестор не сумел бы достичь (например, Бразильский инвестиционный траст).
4. ИТ обеспечивают готовую диверсификацию.
5. Издержки на заключение сделок должны быть ниже, чем в случае прямых инвестиций.

Недостатки по сравнению с прямым зарубежным инвестированием

1. В какой то мере, инвестор теряет контроль. Инвестиционные решения находятся в руках инвестиционных менеджеров фонда ИТ. (Это не должно беспокоить инвестора, если он уважает способности менеджеров фонда.)
2. Инвестор не избегает уплаты вознаграждений (хотя они должны быть учтены в цене). Издержки ИТ по заключению сделок фактически перекладываются на инвесторов (за счет более низкой прибыли); оплата менеджера фонда также производится за счет прибыли ИТ.
3. Для некоторых инвесторов, ИТ могут быть неэффективны с налоговой точки зрения.
4. Одной из причин зарубежного инвестирования является диверсификация по отношению к отечественному фондовому рынку. ИТ являются частью отечественного фондового рынка, и, поэтому, выгода от зарубежного инвестирования будет уменьшена.
5. Изменение дисконта или премии к нетто стоимости активов, увеличивает нестабильность цен на акции.

Другие комментарии

Существует еще несколько моментов, которые следует учитывать.

1. Инвестор не полностью избавлен от исследований.

Во-первых, если ИТ выбрана вследствие ее специализации на конкретной стране, то инвестор должен был исследовать экономику и валюту, чтобы узнать, какая страна ему подходит. (Это положение не относится к инвестору, которому нужен доступ к конкретной стране в целях согласования.)

Во вторых, приняв решение в отношении страны, инвестор должен исследовать существующие ИТ, чтобы решить, какой из них лучше управляется и является наиболее выгодным вложением.

2. ИТ могут иметь заимствования. Мультипликативность является достоинством или недостатком, в зависимости от взглядов инвестора на риск и результаты работы ИТ.

3. ИТ часто можно купить с дисконтом по отношению к нетто стоимости. Это является достоинством в том смысле, что инвестор покупает соответствующие активы с дисконтом. Это является недостатком, когда дисконт растет.
4. Хотя цены на ИТ котируются в отечественной валюте, трасты, специализирующиеся на зарубежных странах, обычно обеспечивают инвестору такое же воздействие зарубежной валюты, как и прямые инвестиции. Это может быть хорошо или плохо. Некоторые ИТ могут не иметь такого же валютного риска, как прямые инвестиции, если менеджеры ИТ используют хеджирование или иные методы снижения влияния валюты.

Паевые трасты

Достоинства и недостатки паевых трастов по сравнению с прямыми зарубежными инвестициями, очень похожи на достоинства и недостатки ИТ.

Вопрос 10.5

Каковы ключевые отличия паевых трастов и ИТ с точки зрения инвестирования?

Вопрос 10.6

В каких ситуациях, организация инвестор предпочтет получить доступ к зарубежным рынкам через ИТ, а не за счет прямых зарубежных инвестиций?

4.3 Отечественные компании, подверженные зарубежному влиянию

Многие отечественные компании могут иметь существенную подверженность зарубежному влиянию. Например, у 100 крупнейших компаний Великобритании, около 50% прибыли приходится на экспорт и зарубежные дочерние компании.

Преимущества по сравнению с прямым зарубежным инвестированием

1. Инвестору не нужно тратить время и усилия на изучение конкретных зарубежных возможностей, поскольку компания обеспечивает местную экспертизу.
2. Также уменьшаются некоторые иные проблемы прямого инвестирования. Акции британской компании весьма товарны по сравнению со многими зарубежными альтернативами, инвесторы не имеют практических проблем, связанных с депозитарием для сертификатов акций.
3. Британская компания может предоставлять возможности инвестирования в страны, которых, в противном случае, инвестор не сумел бы достичь (например, акции Lonrho дают доступ к Африке).
4. Издержки на заключение сделок должны быть ниже, чем в случае прямых инвестиций.

Недостатки отечественных компаний по сравнению с прямым зарубежным инвестированием

1. Инвестор имеет намного меньший контроль над природой зарубежного воздействия. Отечественная компания будет, время от времени, менять рынки и вложения, если сочтет

это полезным. Она будет работать в стране X, чтобы максимизировать прибыль, а не обеспечить согласование с обязательствами акционеров. Компания переключится с рынка страны X, без какой либо заботы об обязательствах акционеров.

2. Диверсификация по отношению к отечественной экономике уменьшится, поскольку компания будет, вероятно, иметь существенный отечественный бизнес.
3. Отсутствует диверсификация по отношению к отечественному фондовому рынку.
4. Инвесторы будут иметь очень малое представление об уровне валютной подверженности (влиянии зарубежной валюты). Они не будут знать, хеджирует ли компания валютную подверженность.

Вопрос 10.7

Что выгоднее для не приемлющего риск инвестора, нуждающегося в зарубежном доступе: прямые вложения, набор ИТ или набор паевых трастов?

Вопрос 10.8

Какие типы отечественных компаний подвержены зарубежному влиянию, которое действует в направлении, противоположном обычным зарубежным инвестициям, и, поэтому, будут *неприемлемы* в качестве альтернативы прямым зарубежным вложениям?

5. Развивающиеся рынки

Термин развивающиеся рынки можно определить по-разному, например:

- рынки стран, классифицированных Мировым банком как рынки с низким или средним доходом (т.е. «развивающиеся страны»), или
- рынки с капитализацией фондового рынка, составляющей менее 2% от общей мировой рыночной капитализации.

Глоссарий предмета 301 определяет развивающийся рынок как:

Фондовые рынки развивающихся стран, таких как Китай, Мексика, Сингапур и т.д. Предлагают высокую ожидаемую доходность вследствие быстрой индустриализации. Однако такие рынки являются очень рискованными.

В инвестиционных целях, термин может использоваться для обозначения развивающихся экономик и развивающихся фондовых рынков. (Отметим, что некоторые достаточно хорошо развитые страны могут все еще рассматриваться как развивающиеся рынки, например, Португалия.)

В первых двух разделах данной главы, мы рассматривали аргументы за и против зарубежных инвестиций. Во многих отношениях, инвестиции в развивающиеся экономики соответствуют экстремальным вариантам этих аргументов.

5.1 Привлекательность инвестирования в развивающиеся рынки

С учетом перспектив быстрого роста и возможной неэффективности рынка, существуют возможности для прибыльных инвестиций, но при соответствующем более высоком уровне риска.

Быстрый экономический рост

Некоторые развивающиеся страны растут со скоростью, недоступной большим развитым нациям (например, 6% в год). Инвесторы в акции быстро растущих экономик получают долю этого роста состояния (при условии, что цены акций еще не полностью учли этот рост!).

Лучшая диверсификация

Экономики и рынки многих небольших стран зависимы в меньшей степени, чем экономики развитых стран. Поэтому, инвестиции в развивающиеся рынки могут быть хорошим методом диверсификации.

Более высокий уровень диверсификации может также обеспечиваться за счет того, что развивающиеся рынки дают возможность инвестировать в отрасли, недоступные на отечественном рынке.

Неэффективные рынки: покупай дешевле

Оценка валют и фондовых рынков развивающихся экономик менее «эффективна», чем на крупнейших мировых рынках. Это означает, что, время от времени, могут иметь место существенные аномалии, дающие инвесторам возможности покупать дешевле (или делать дорогостоящие ошибки).

Считаются более рискованными: покупай дешевле

Что более рискованно: инвестировать в Маниле или в Лондоне? Большинство ответов будет «в Маниле», даже от лиц, ничего не знающих об относительных рисках. Другими словами, инвестиции в развивающиеся рынки часто считаются более рискованными. Это должно снизить спрос и цены.

5.2 Недостатки инвестирования в развивающиеся рынки

Легче сказать, чем сделать!

Выше, говоря о преимуществах, мы сказали, что неэффективность рынков дает возможности более дешевой покупки. Проблема здесь заключается в том, что инвестору гораздо труднее получить достаточно качественную информацию, чтобы обосновать разумность инвестиций. Поэтому, особенно важна местная специализированная экспертиза.

Регулирование фондового рынка

Инвесторы, работающие в Лондоне или в Нью-Йорке, могут быть уверены, что рынки хорошо регулируются и инвесторы хорошо защищены. Поскольку развивающиеся рынки являются более новыми и более мелкими, существуют сомнения в эффективности процессов регулирования этих рынков. Если рынки регулируются плохо, иностранные инвесторы могут понести убытки вследствие:

- использования местными инвесторами внутренней информации;
- жульничества.

Нестабильность

В прошлом, фондовые рынки и валюты развивающихся экономик были очень нестабильны. Недавним примером является существенное падение Азиатских рынков во второй половине 1997 года. При заданном периоде времени, наилучшие и наихудшие результаты обычно имеют место на развивающихся рынках. Это придает инвестициям нежелательную дополнительную нестабильность.

На рынки малых экономик могут серьезно повлиять огромные денежные потоки, возникающие вследствие изменения настроения международных инвесторов. Например, внутренние факторы США, заставляющие инвесторов репатриировать фонды, могут на порядок сильнее повлиять на уровни местных рынков, чем их основные экономические показатели.

Менее дружественное отношение к иностранцам

Некоторые развивающиеся рынки предусматривают жесткий контроль над собственностью иностранцев. Связанный вопрос: на них (вероятно) существуют более высокая вероятность прямых действий против иностранных инвесторов, например, вследствие изменения политического лидерства. Развивающиеся нации *обычно* менее стабильны политически.

Одним из способов, которые могут помочь преодолеть эти проблемы, является использование *депозитарных свидетельств*. Это продаваемые сертификаты, которые являются подтверждением владения акциями компании. Например, Американские депозитарные свидетельства выпускаются американскими банками, зарегистрированными на Нью-йоркской фондовой бирже, и представляют собой не прямое владение конкретными зарубежными акциями, хранимыми на депозите в иностранном банке. Их часто используют международные инвесторы в качестве средства получения непрямого доступа на развивающиеся рынки, поскольку они более товарны, чем акции, которые они представляют.

Проблемы с репатриацией

Могут существовать серьезные проблемы с репатриацией фондов (как дохода, так и капитала), делающие инвестиции практически бесполезными.

5.3 Факторы, которые нужно рассмотреть, прежде чем инвестировать

Развивающиеся рынки отличаются друг от друга, но обычно имеет смысл рассмотреть следующие вопросы:

- текущую оценку рынка;
- возможность быстрого экономического роста;
- стабильность и крепость валюты;
- уровень товарности;
- уровень политической стабильности;
- регулирование рынка;
- ограничения на зарубежные инвестиции;
- набор доступных компаний;
- проблемы коммуникации;
- доступность и качество информации.

Вопрос 10.9

В чем заключается привлекательность инвестирования в развивающиеся рынки?

Вопрос 10.10

Объясните, почему вероятность аномальных цен выше на новых и развивающихся фондовых рынках, чем на развитых рынках. Полезно это для инвесторов или вредно?

6 Классификация зарубежных рынков

Классификация зарубежных рынков похожа на британскую классификацию, описанную в главе 6.

Поэтому, типичная классификация:

- **финансы/страхование/недвижимость;**
- **энергетика;**
- **коммунальные услуги;**
- **транспорт и хранение;**
- **потребительские товары и услуги;**
- **средства производства;**
- **базовые отрасли;**
- **информационные технологии.**

Глава 10. Резюме

Для чего инвестировать за рубежом?

Зарубежные инвестиции полезны для улучшения соотношения риск/вознаграждение для инвестора.

Риск уменьшается за счет:

- согласования с обязательствами (если это нужно);
- диверсификации (т.е. сокращения корреляции с доходностью отечественных активов).

Доходность может быть увеличена за счет инвестирования в:

- усиливающиеся валюты;
- быстро растущие экономики (если ожидание быстрого роста не полностью отразилось на цене);
- недооцененные рынки.

Зарубежные инвестиции имеют потенциальные недостатки:

- может возникнуть рассогласование с обязательствами;
- могут возникнуть убытки вследствие неблагоприятного изменения обменного курса;
- политические риски (например, конфискация активов);
- возможная неэффективность с точки зрения налогов;
- плохое регулирование рынков;
- плохая товарность;
- недостаток качественной информации относительно акций;
- административные проблемы.

Во что инвестировать

Большинство основных категорий активов доступно во многих странах, хотя не прямые инвестиции являются хорошим посредником, особенно для:

- малых инвесторов;
- инвесторов, нуждающихся в доступе к специализированным нишам рынков.

Обычные аргументы за и против инвестиционных трастов и паевых трастов применимы и в случае зарубежных инвестиций.

Развивающиеся рынки

Развивающиеся рынки являются очень нестабильными, что дает инвесторам шанс на очень большую прибыль (или очень большой убыток).

Все достоинства и недостатки зарубежных инвестиций особенно существенны в случае инвестирования в развивающиеся рынки.

Решения

Решение 10.1

Тремя основными причинами покупки зарубежных активов являются:

1. Диверсификация (с точки зрения региона, экономики, валюты, фондового рынка и отраслей).
2. Увеличение доходности (например, валютный выигрыш, более быстро растущая экономика);
3. Согласование зарубежных обязательств.

Решение 10.2

Начальный обменный курс: 1 фунт = 1 денежной единице.

Затем, в течение следующего отчетного периода мы имели инфляцию, равную $x\%$ в Великобритании и $y\%$ за границей. Предположим, для простоты, что реальная ставка доходности в обеих странах равнялась 0% .

Таким образом обязательства инвестора выросли на $x\%$ (поскольку речь идет о реальных, привязанных к инфляции обязательствах),
и зарубежные активы выросли на $y\%$ в зарубежной валюте (поскольку речь идет о реальных активах),
и новый обменный курс: 1 фунт = $(1+y/100)/(1+x/100)$ денежных единиц, в соответствии с теорией паритета покупательной способности.

Поэтому, в стерлинговых величинах, активы выросли на $\frac{(1+y/100) \times (1+x/100)}{(1+y/100)}$, т.е. на $x\%$.

Отметим, что такое развитие событий полагается на чистое приложение паритета покупательной способности. На практике, иные факторы вносят в модель искажения, так что зарубежные активы не являются идеальной парой для британских привязанных к инфляции обязательств. Были проигнорированы издержки, налоги, реальная норма доходности и не связанные с паритетом покупательной способности факторы.

Решение 10.3

За счет покупки деноминированных в иенах среднесрочных евробондов в одном из банков США, продающих евробонды.

Достоинства заключается в быстроте и простоте проведения сделки, отсутствии вычитаемого налога на проценты. Является ли достоинством то, что евробонды являются ценными бумагами на предъявителя, зависит от взглядов инвестора.

Решение 10.4

Верно, что:

- международные компании являются, в некотором смысле, хорошо диверсифицированным вложением;
- влияние каждой отдельной валюты *может* быть достаточно мало (хотя, в реальной ситуации, может иметь место большое влияние доллара).

Однако отечественная валюта может, вероятно, ослабнуть по отношению к множеству зарубежных валют одновременно, тем самым, снижая достоинства диверсификации.

Решение 10.5

Ключевыми отличиями являются:

1. Рыночная цена паевого траста (практически) равна стоимости соответствующих активов. Дисконт по отношению к нетто стоимости активов отсутствует.
2. Отсутствует также и мультипликативность.
3. Паевой траст больше предназначен для физических лиц, чем для организаций; вознаграждение обычно несколько выше, чем в случае ИТ.
4. Менеджеры паевого траста должны покупать паи обратно, так что их товарность выше.

Решение 10.6

Получение доступа к зарубежным рынкам через ИТ, а не за счет прямых зарубежных инвестиций, может быть предпочтительным для организации инвестора, если:

1. Она имеет маленький зарубежный фонд, так что полезна предоставляемая ИТ диверсификация.
2. У нее не хватает международных знаний, поэтому она может выиграть от использования опыта менеджеров ИТ.
3. Ей нужен доступ к конкретной стране с плохо развитым фондовым рынком, на котором специализируется ИТ.
4. Она верит, что ИТ недооценен (т.е. имеет большой дисконт к нетто стоимости активов).
5. Она верит, что конкретная страна находится на подъеме и хочет использовать предоставляемую ИТ мультипликативность.

Решение 10.7

Паевые трасты будут, вероятно, предпочтительнее. У них отсутствуют мультипликативность и дополнительная нестабильность, вызываемая изменением дисконта к нетто стоимости активов, которые имеют место у ИТ.

Паевые трасты обеспечивают диверсификацию (сокращают риск) и высокую товарность (поскольку менеджеры паевого траста обязаны покупать паи обратно). Кроме того, не приемлющие риск инвесторы вряд ли захотят вкладывать деньги в исследования, необходимые для прямых зарубежных инвестиций.

Решение 10.8

Компании, зависящие от импорта, имеют зарубежную подверженность противоположного, по сравнению с прямыми вложениями, направления. Если отечественная экономика ослабевает, импорт становится дороже. Это, вероятно, сократит прибыль импортирующих компаний, если только они не смогут переложить более высокие издержки на своих клиентов, без снижения объема продаж (вряд ли!).

Решение 10.9

Привлекательность инвестирования в развивающиеся рынки связана с:

- возможностью быстрого роста рыночных стоимостей и, таким образом...
- ... за счет покупки недооцененных акций, если этот быстрый рост еще не учтен в ценах, ...
- ... попадания в группу победителей вперед других инвесторов;
- диверсификацией по отношению к основным мировым рынкам.

Решение 10.10

Оценивание ценных бумаг на новых или развивающихся рынках будет, вероятно, менее эффективно, чем на развитых рынках, поскольку:

- «справедливые» цены устанавливаются за счет согласования цен большим количеством покупателей и продавцов. При относительно небольшом количестве инвесторов и маклеров, механизм ценообразования будет, вероятно, менее эффективен;
- затраты на заключение сделок будут, вероятно, относительно высоки, устанавливая барьеры на пути активной торговли. Ценовые аномалии должны быть больше, прежде чем покупатели и продавцы решатся действовать;
- инвестиционные аналитики будут, вероятно, использовать более простые методы обнаружения аномалий; инвесторы будут, вероятно, менее искушенными.
- качество информации будет, вероятно, плохим.

Такая ситуация хороша для умного, хорошо информированного и удачливого инвестора, который покупает дешево и продает дорого. Она не выгодна прочим инвесторам.