

МЕЖДУНАРОДНИ ПОРТФЕЙЛНИ ИНВЕСТИЦИИ В СТРАНИТЕ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА

Радостина Стаменова¹
e-mail: radostina_stam@unwe.bg

Резюме

Статията има за цел да идентифицира детерминантите на международните портфейлни инвестиции в страните от Централна и Източна Европа. Изследването е осъществено чрез многофакторен регресионен анализ на панелни данни за 11 страни в периода 1999 – 2018 г. Резултатите сочат, че изменението в глобалния риск е факторът с най-силно въздействие върху международните портфейлни инвестиции в анализираната група страни. Останалите статистически значими детерминанти включват членството в ЕС, валутният риск, размерът на държавния дълг и пазарната капитализация на фондовия пазар

Ключови думи: международни портфейлни инвестиции, Централна и Източна Европа, анализ на панелни данни

JEL: C33, F21, G11

Увод

Задълбочаването на либерализацията, интеграцията на световните финансови пазари и появата на финансовите иновации са основни предпоставки за динамиката на международните капиталови потоци през последните 30 години. Свободното движение на капитали е една от четирите основни свободи, на които се базира функционирането на единния пазар на Европейския съюз, а също така е и необходима предпоставка за развитието на Икономическия и паричен съюз. Опитът на ЕС в това отношение е показателен. Като висша форма на икономическа интеграция въвеждането на общата валута спомага за намаляване на инвестиционните рискове, което стимулира движението на капитала между страните и осигурява възможност за по-добра диверсификация на портфейла. Въпреки постигнатия напредък обаче развитието на капиталовите пазари в ЕС остава неравномерно. Докато старите страни членки заемат водещи дялове в световните капиталови потоци, то запасът от чуждестранен капитал в новите страни – членки на ЕС от региона на Централна и Източна Европа (ЦИЕ), е значително по-ограничен.

¹ Докторант, катедра „Икономика“, УНСС

Съставът на капиталовите потоци също е от значение, тъй като определя степента им на обратимост. В научната литература съществува консенсус, че преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) са сравнително стабилна и дългосрочна форма на приток на чуждестранен капитал, докато международните портфейлни инвестиции (МПИ) се разглеждат като „горещи пари“, (Claessens, Dooley, и Warner, 1995) защото инвеститорите бързо могат да изтеглят капитала си при неблагоприятни изменения в пазарните условия. МПИ спомагат за повишаване на ефективността на капиталовите пазари, което осигурява по-широк кръг от инвестиционни възможности за спестителите и улеснен достъп до финансиране на компаниите в страната, но чувствителността им към летливи фактори и високата им степен на подвижност създават сериозни рискове за финансовите системи на приемащите страни. Рискът от поява на дестабилизиращи ефекти при внезапен отлив на МПИ предполага нуждата от по-задълбоченото изследване на техните детерминанти.

Обект на настоящата разработка са международните портфейлни инвестиции в страните от ЦИЕ в периода 2000 – 2018 г., а предмет – техните детерминанти. Изследването има за цел да представи кратък обзор на теоретичните постановки относно факторите, определящи движението на МПИ и емпирично да изведе специфичните детерминанти за страните от ЦИЕ.

Основната авторова теза е, че динамиката на МПИ към страните от ЦИЕ се влияе основно от външни фактори, изменящи глобалната склонност към риск. Същевременно специфичните макроикономически условия в изследваната група страни като цяло са благоприятни и предлагат възможност за добра доходност на вложенията при умерено ниво на риска, поради което ниският интерес от страна на международните портфейлни инвеститори може да се обясни също с недоразвитите фондови пазари в региона.

В структурен план са развити следните компоненти на изследването: изясняване на факторите, определящи алокацията на МПИ и кратък преглед на част от водещите научни изследвания по темата, дескриптивен анализ на структурата и динамиката на МПИ в страните от ЦИЕ, иконометричен анализ на техните детерминанти и извеждане на основните изводи и заключения.

Фактори, определящи движението на МПИ

Международната алокация на капитали може да се обясни с мотива за диверсификация на портфейла и разликите в бизнес цикъла между отделните икономики. Посредством инвестиции в чуждестранни ценни книжа (ЦК) се очаква намаляване на общия риск на портфейла, като се ограничава рискът, свързан със специфичните условия в дадена страна. В действителност

обаче инвеститорите често проявяват ирационалност в поведението си, като са склонни да инвестират по-голяма част от портфейла си в местни активи, игнорирайки ползите от международната диверсификация. Във финансовата литература това поведение е известно с термина „пристрастие към дома“ (*home bias*) – идентифицирано от Obstfeld и Rogoff (2000) като един от шестте пъзела в международната макроикономика. Мотивите за проявление на пристрастията към дома са анализирани от различни представители на поведенческата икономика. Според Heath и Tversky (1991) те са свързани със склонността на инвеститорите да подценяват риска на познатия местен пазар и да надценяват риска на непознатите външни пазари. Несигурност може да възникне не само от липса на информация, но и от недостатъчна прозрачност и отчетност на корпоративния сектор. Географска близост, език и култура също могат да имат силно влияние върху инвестиционните решения, като Aggarwal, Kearney и Lucey (2012) предлагат интересен поглед към тези измерения.

Според De Santis и Gérard (2006) въвеждането на общата валута и засилената регионална финансова интеграция в еврозоната намаляват транзакционните разходи и валутния риск, което повишава притока на МПИ към региона. Интерес представлява и изследването на Lane (2006), което анализира състава на международните портфейли от облигации на страните от еврозоната и открива потвърждение на хипотезата за наличие на „пристрастие към еврозоната“. Тоест регионализацията е водещата сила в общата финансова глобализация.

Литературата обикновено разделя детерминантите на капиталовите потоци към развиващите се пазари на външни „тласкащи“ (push) и вътрешни „дърпащи“ (pull) фактори. Външните фактори отрязват променящите се условия в световната икономика и международните финансови пазари. Въпреки че съставът на тази група варира в различните проучвания, консенсус се постига относно ролята на фазата на бизнес цикъла в развитите държави, паричната политика на САЩ и глобалната апатия към риска (Milesi-Ferretti и Tille, 2011).

Дърпащите фактори отразяват възприятието за инвестиционния риск в конкретната приемаща страна и могат да бъдат условно разпределени в две групи – икономически и политически. Сред икономическите попадат ръстът на БВП, стабилността на валутния курс, лихвените проценти в страната, темпът на инфлация, устойчивостта на публичните финанси, нивото на чуждестранни резерви, ликвидността на капиталовите пазари и др. Втората група обхваща политически и институционални фактори като регулации на пазара на акции и облигации, данъчно облагане на доходите от капитал,

качество на стандартите за счетоводно оповестяване, степен на защита на правата на миноритарните акционери и др.

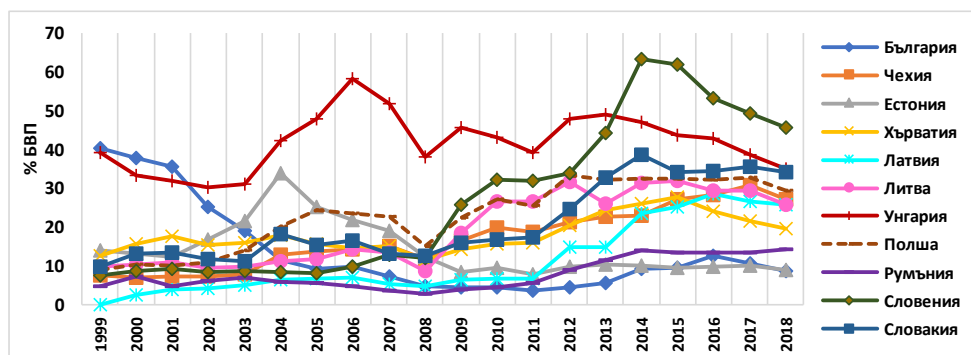
Taylor и Sarno (1997) изследват детерминантите на портфейлните инвестиции от САЩ към страните от Латинска Америка и Азия в периода 1988 – 1992 г. Резултатите от коинтеграционния анализ разкриват, че глобалните и специфичните за отделните страни фактори са еднакво важни при определянето на дългосрочните инвестиционни потоци под формата на собствен капитал, докато глобалните фактори са много по-важни от вътрешните фактори за обясняване на динамиката на облигационните потоци.

Alfaro, Kalemli-Ozcan и Volosovych (2005) емпирично установяват, че „парадоксът на Лукас“ може да се обясни преди всичко с разликата в качество на институциите – върховенството на закона, защитата на правата на собственост, стабилността на правителството и нивото на корупцията. Изследването на Jain, Kuvvet и Pagano (2017) също потвърждава неблагоприятното въздействие на корупцията върху притока на МПИ.

Chudik и Fratzscher (2011) намират емпирични доказателства, че нетният капиталов поток към държавите с висок кредитен рейтинг и добро качеството на политическите институции се характеризира с много по-ниска волатилност и чувствителност към външни шокове. Същевременно изследване на Европейската централна банка (ЕЦБ) от 2011 г. посочва, че суверенната дългова криза отново изостря значението на макроикономическите фундаменти, а в резултат от политиката на отрицателни лихвени проценти, зависимостта на портфейлните инвестиции от лихвения диференциал между развиващите се и развитите икономики нараства.

Структура и динамика на МПИ в страните от ЦИЕ

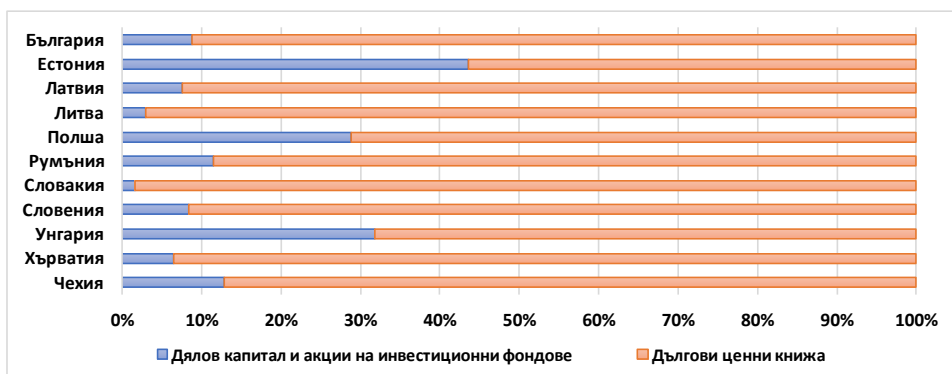
Портфейлните инвестиции в ЦИЕ като цяло следват сходна на глобалната динамика, което показва, че движението им зависи както от вътрешни, така и от външни за страните фактори. В абсолютно изражение запасът от МПИ нараства от 60 711 млн. евро през 2000 г. до 366 676 млн. в края на 2018 г. Най-висок годишен ръст от 46,1% е отчетен през 2004 г. при присъединяването към ЕС на 8 страни от разглежданите група. Световната финансова криза предизвиква номинален спад от 18,2% в общия запас от МПИ, като през 2008 г. положителен темп на прираст отчитат единствено Словения и Словакия. Спадът бързо е компенсиран още през 2009 г., а притокът на МПИ остава динамичен до началото на дълговата криза през 2011 г. В следващите години ръстът се възстановява, но като цяло се забавя спрямо предкризисния период. В абсолютно изражение МПИ достигат пик от 376 313 млн. евро в края на 2017 г., но през 2018 г. отново отчитат спад от 2,7%.



Източник: Евростат; ЦБ на отделните страни

Фигура 1: Запас от МПИ (% от БВП): 2000 – 2018 г.

Запасът от МПИ, представен като процент от БВП, показва големи различия между отделните страни в изследваната група. Унгария е лидер по привлечени портфейлни инвестиции през по-голямата част от анализирания период, но от 2013 г. е изместена от Словения, което, от една страна, може да се обясни със значителното нарастване на външния държавен дълг на словенската икономика и спадът му в Унгария, от друга. Към края на 2018 г. най-високи стойности на МПИ, изразени като процент от БВП, отчитат Словения с 45,6%, Унгария с 34,9% и Словакия с 34,2%. Следват Полша, Чехия, Латвия и Литва с коефициенти в рамките на 30-25%. В дъното на класацията се нареждат Естония с 9,1% и България с едва 8,7%, като това са страните и с най-ниски ниви на държавен дълг. Общата концентрацията на МПИ в ЦИЕ възлиза на 26,5% от съвкупния им БВП. Тя обаче е в пъти по-ниска спрямо страните от ЕС-15, които общо отчитат пасиви по МПИ в размер на 165,6% от БВП. За сравнение запасът от МПИ надвишава номиналния размер на БВП в Белгия, Дания, Франция, Финландия, Швеция и Великобритания, в Холандия достига 270%, а страните с офшорен статус отчитат рекордни стойности – Ирландия от 971% и Люксембург от 8215%.



Източник: Евростат; Централни банки на отделните страни

Фигура 2: Структура на МПИ в ЦИЕ към края на 2018 г.

Структурата на МПИ в страните от ЦИЕ е строго доминирана от дълговите ценни книжа, което свидетелства за второстепенната роля на фондовите пазари като източник на финансиране. Дяловият капитал и акциите на инвестиционни фондове формират едва 1/5 от общите портфейлни пасиви в региона към края на 2018 г. Анализирани по отделни страни, МПИ под формата на дялов капитал надвишават 20% от общите само в Естония (43,6%), Унгария (31,9%) и Полша (28,8%), а най-ниски относителни дялове на този вид вложения отчитат Литва (1,9%) и Словакия (1,6%).

Структурата на МПИ в анализираната група страни косвено разкрива някои от техните детерминанти, като например степента на развитие на капиталовите пазари. Финансовата система на страните от ЦИЕ като цяло е доминирана от банките, поради което пазарната капитализация на фондовите им пазари е сравнително ниска. Характерни за региона са ограничена ликвидност, малък обем свободно търгуеми акции и липса на големи компании, които представляват основен интерес за чуждестранните инвеститори. Това създава пречка за притока на МПИ, тъй като ограничените инвестиционни възможности повишават транзакционните разходи за анализ на пазара от страна на потенциалните инвеститори.

Иконометричен анализ на детерминантите на МПИ в страните от ЦИЕ

Методология

Детерминантите на МПИ в региона на ЦИЕ следва да бъдат оценени чрез количествени методи, като използваната методология е регресионен

анализ на панелни данни по метода на най-малките квадрати (МНМК) при отчитане на фиксирани ефекти между отделните страни. Панелът от данни (с годишна честота) включва 11-те страни – членки на ЕС, от региона на ЦИЕ и обхваща периода 1999 – 2018 г. Всички изчислителни процедури са извършени чрез програмния продукт *EViews 9*, а възприетата вероятност за грешка от първи род е 5%.

Таблица 1: Променливи в иконометричния модел

Променлива	Определение и измерване	Данни
Запас от МПИ в страната (FPI_GDP)	МПИ – пасиви, представени като % от БВП	Евростат; Национални ЦБ
Краткосрочен лихвен процент (INTEREST)	Осреднен 3-месечен лихвен % на междубанковия паричен пазар	Евростат
Инфлация (HIPC)	Средногодишен хармонизиран индекс на потребителските цени (2015=100)	Евростат
Валутен курс (EXRATE)	3-год. стандартно отклонение на средногод. обменен курс на нац. валута спрямо еврото	Евростат
Икономически растеж (GROWTH)	Реален годишен темп на прираст на БВП	Евростат
Държавен дълг (DEBT)	Консолидиран държавен дълг, представен като % от БВП	Евростат
Пазарна капитализация (CAPITALIZATION)	Пазарна капитализация на фондовата борса, представена като % от БВП на страната	Световна банка; ЕЦБ
Кредитен рейтинг (RATING)	Дългосрочен кредитен рейтинг на страната в чуждестранна валута	Standard & Poor's
Членство в ЕС (EU)	Фиктивна дихотомна променлива, приемаща стойност 1 или 0	-
Глобален риск (VIXLOG)	Натурален логаритъм от VIX – индекса,	Chicago Board Options Exchange

Зависимата променлива в модела е запасът от МПИ, представен като процент от БВП. Като обяснителни променливи са включени специфични за страните макроикономически и финансови фактори, както и една променлива, отразяваща глобалния риск фактор. Разграничаването между въздействието на вътрешните и глобалните фактори е особено важно от гледна точка на икономическата политика. Ако международните капиталови пото-

ците реагират основно на външни фактори, страните са уязвими от глобални сътресения, дори и да поддържат разумни макрополитики. За разлика от това, ако капиталовите потоци се ръководят предимно от вътрешните фактори, провежданата политика би могла да им повлияе в желаната посока. Измервателните единици, определенията и източниците на избраните променливите са обобщени в таблица 1.

Международните портфейлни инвеститори като цяло са по-краткосрочно ориентирани и целят максимизация на доходността от вложенията си. На база на това се очаква правопрпорционална връзка между измененията на краткосрочния лихвен процент и зависимата променлива в модела. От друга страна, ценните книжа са изложени на риск, свързан с намаляване на реалната им стойност при повишаване на инфлацията, поради което се очаква изменението на хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) да има обратнопропорционална връзка с входящите МПИ.

Валутен риск се проявява, когато ценни книжа са деноминирани във валута, различна от основната валута на инвестиционния портфейл на инвеститора. Посоката на въздействие на изменението в обменния курс може да се определи като двустранна, поради което като по-подходящ индикатор в модела е включена степента на неговата волатилност. Повишената волатилност винаги се свърза с несигурност, което повишава вниманието на глобалните инвеститори и води до отлив на капитал.

Годишният ръст на БВП е показател за бизнес цикъла в приемащата страна. Високите темпове на икономически растеж се възприемат като индикация за потенциалния растеж на стойността на инвестициите, поради което се очаква правопрпорционална връзка с притока от МПИ към страната.

Извод от дескриптивния анализ е, че присъединяването към ЕС на анализираната група страни е ключов фактор за притока на чуждестранен капитал в предкризисния период, а за да може количествено да се измери магнитудът му, в модела е въведена фиктивна променлива.

Наличието на дълбок и развит фондов пазар е важна предпоставка за привличането на портфейлни инвеститори. Добре функциониращите финансови системи предоставят леснодостъпна информация, която може да намали транзакционните разходи и впоследствие да подобри разпределението на ресурсите. Връзката на пазарната капитализация на фондовата бора със зависимата променлива се очаква да е правопрпорционална, тъй като колкото по-развит е пазарът на акции, толкова по-големи инвестиционни възможности предоставя за чуждестранните инвеститори. В този смисъл, увеличеното предлагане на ДЦК, измерено чрез изменението на държавния дълг, също създава възможности за портфейлни инвестиции и предполага наличие на правопрпорционална връзка.

Дългосрочният кредитен рейтинг е използван като измерител на специфичния суверенен риск на отделните страни. Очаква се положителна връзка със зависимата променлива, тъй като намаляването на рейтинга на дадена страна може да доведе до паника сред инвеститорите и прекомерен отлив на капиталови потоци¹. В разглеждания времеви период всички страни от групата имат присъдени рейтинги и от „трите големи“ агенции, но данните в това изследване отразяват оценките на Standard & Poor's. Агенцията е избрана, тъй като е „най-активна“ и съответно осигурява най-голям брой ненулеви наблюдения. Кредитните рейтинги са трансформирани в линейна скала от 1 до 22, като на най-високото ниво на кредитоспособност AAA съответства максималната стойност от 22, а 1 означава фактически дефолт.

VIX индекса измерва очакванията на инвеститорите за 30-дневната волатилност в пазарния индекс S&P 500. Този показател е известен под названието „индекс на страха“ и е широко използван като прокси измерител за несигурността и глобалната апатия към риска. Прегледът на научната литература показва наличие на висока степен на значимост и обратна връзка на този фактор със зависимата променлива.

Като първа фаза от иконометричния анализ избраните променливи са подложени на проверка за стационарност на редовете. Резултатите са получени чрез приложение на разширения тест на Дики-Фулър (ADF), като нулевата хипотеза за наличието на единичен корен не може да се отхвърли за нивата на зависимата променлива (FPI) и по-голямата част от независимите променливи – инфлация (HIPC), кредитен рейтинг (RATING), валутен курс (EXRATE), държавен дълг (DEBT), пазарна капитализация (CAPITALIZATION), логаритъм от индекса на волатилност (VIXLOG) и фиктивната променлива (EU). Първите разлики на тези променливи обаче са стационарни, което означава, че трансформирани по този начин могат да бъдат използвани за целите на иконометричния анализ. Въз основа на изложеното дотук моделът може да бъде формално представен в следния вид:

$$\Delta FPI_{it} = c + \beta_1 INTEREST_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 HIPC_{it} + \beta_4 EXRATE_{it} + \beta_5 \Delta DEBT_{it} + \beta_6 \Delta CAPITALIZATION_{it} + \beta_7 \Delta VIXLOG_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}, \text{ където:} \quad (1)$$

β – параметър;

c – константа;

α – фиксирани ефекти на ниво държава;

Δ – първи разлики на променливата;

i и t обозначават, че стойностите се отнасят за държава i в период t ;

ε – ниво на грешка

¹ (вж. напр. Afonso, A., Furceri, D. и Gomes, P. (2012))

Резултати

Таблица 2: Резултати от регресионния анализ на панелни данни

МНМК (ФЕ)	Модел I	Модел II
INTEREST	-0.043 (0.451)	
GROWTH	0.061 (0.435)	
ΔНІРС	0.017 (0.907)	
ΔEXRATE	-0.168 (0.017)**	-0.157 (0.023)**
ΔRATING	0.217 (0.569)	
ΔCAPITALIZATION	0.093 (0.005)***	0.096 (0.003)***
ΔDEBT	0.492 (0.000)***	0.434 (0.000)***
ΔVIXLOG	-3.405 (0.001)***	-3.576 (0.000)***
ΔEU	2.522 (0.018)**	2.527 (0.015)**
C	-0.143 (0.765)	-0.009 (0.970)
R ²	0.432	0.426
Коригиран R ²	0.374	0.381
F-статистика	7.411	9.469
Вероятност	0.000	0.000
Durbin-Watson	1.891	1.911

*, **, *** означават статистическа значимост при нива съответно от 10%, 5%, и 1%

В таблица 2 са представени резултатите от регресионния анализ на панелни данни. Изчислените регресионни коефициентите на две от променливите в първото уравнение – краткосрочен лихвен процент и изменението на ХИПЦ, противоречат на очаквания и икономическата теория, като също така са и статистически незначими за така конструирания модел. Коефициентите пред икономическия растеж и промяната на кредитния рейтинг съвпадат с очакваната посока на влияние, но също са статистически незначими, поради което са изключени в следващата спецификация на модела.

Коефициентът на детерминация и коригираният коефициент на детерминация на втория модел са съответно равни на 42,6% и 38,1%. Може да се приеме, че линейният регресионен модел е адекватен и показва, че независимите променливи заедно са статистически значими, т.е. показаната зави-

симост е малко вероятно да е плод на случайността. Основание за това дава и равнището на значимост на F-критерия, което е по-малко от стандартната статистическа грешка.

Глобалният риск е определящ фактор за МПИ в анализиранията група страни. Повишаването на общата несигурност обикновено се отразява най-негативно на капиталовите потоци към развиващите се икономики, което намира потвърждение от получените резултати. Увеличение от 1% в темпа на изменение на VIX индекса средно води до спад от 3,58% на запаса от МПИ, представен като % от БВП.

Резултатите от иконометричния анализ потвърждават, че присъединяването на анализиранията страни към ЕС спомага за покачването на запаса от МПИ. Либерализацията на стоковете, капиталовите и трудовите потоци и прилагането на европейските регламенти спомагат за намаляването на общото възприятие за политическия риск в региона и повишават привлекателността му за чуждестранните инвеститори.

Положителната връзка между изменението на държавния дълг и изменението на запаса от МПИ не е изненадваща предвид водещия дял на държавни ценни книжа (ДЦК) в структурата на този вид капиталови потоци. Равнището на суверенния дълг обаче има съществено значение за цената на финансиране и в този смисъл мерките за консолидация на публичните финанси са необходимо условие за гарантиране на постоянен достъп до финансовите пазари.

Валутният риск също се откроява като важна детерминанта за инвестиционните потоци към страните от ЦИЕ. Резултати от настоящето изследване сочат, че увеличение от 1% на волатилността на националната валута спрямо еврото средно води до спад от 0,16% на МПИ. На база на това може да се каже, че приемането на еврото и свързаното с това повишаване на доверието и елиминиране на валутния риск е важен определящ фактор за инвестиционните потоци към Словения, Словакия, Естония, Литва и Латвия, които вече са част от еврозоната. Наличието на системата на валутен борд и фиксиран курс лев/евро определя липсата на валутен риск и за инвеститорите в български ценни книжа.

Зависимата променлива е в правопрпорционална връзка с изменението на пазарната капитализация на фондовия пазар. Ръстът на капиталовите пазари в страните създава нови възможности за международните портфейлни инвеститори, но силата на наблюдаваната зависимост за анализиранията страни като цяло е слаба (0,09%) поради характерното за региона второстепенно значение на фондовите пазари като източник на финансиране.

Заклучение

Международното движение на портфейлни инвестиции е едно от измеренията на финансовата глобализация. МПИ осигуряват капиталов ресурс в страните с недостиг на спестявания и спомагат за повишаването на ефективността на капиталовите им пазари, което е важна предпоставка за постигане на дългосрочен икономически растеж. От друга страна, високата ликвидност на тези капиталови потоци е проводник на някои негативни ефекти, които могат да предизвикат или подсилят дестабилизиране на финансовите пазари. Това предопределя нуждата от разбиране на техните детерминанти при провеждане на макроикономическа политика.

Запасът от МПИ в страните от ЦИЕ е неколкостранно по-нисък спрямо старите страни-членки на ЕС, а структурата му е строго доминирана от дългови инструменти под формата на държавни ценни книжа. Това се обяснява с ниската степен на развитие на капиталовите пазари в тези страни. В този контекст важна предпоставка за привличането на МПИ към региона е задълбочаването на интеграционните връзки с големите капиталови пазари в ЕС и осигуряването на надеждна пруденциална среда за ограничаване на рисковете. Възможна стъпка в тази насока е реализацията на инициативата на ЕС за създаване на Съюз на капиталовите пазари.

Използвана литература:

- Afonso, A., Furceri, D. and Gomes, P. (2012). Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31 No. 3, pp. 606-638.
- Aggarwal, R., Kearney, C., & Lucey, B. (2012). Gravity and culture in foreign portfolio investment, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 No. 2, pp. 525-538.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., Volosovych, V. (2007). Capital flows in a globalized world: The role of policies and institutions, In *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences*, pp. 19-72, University of Chicago Press.
- Chudik, A., Fratzscher, M. (2012). Liquidity, risk and the global transmission of the 2007-08 financial crisis and the 2010-2011 sovereign debt crisis, *ECB Working Paper No. 1416*.
- Claessens, S., Dooley, M. P., & Warner, A. (1995). Portfolio capital flows: hot or cold?, *The World Bank Economic Review*, Vol. 9 No.1, pp. 153-174.
- De Santis, R. A., Gérard, B. (2006). Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union, *ECB Working Paper No. 626*.
- European Central Bank, (2011). Portfolio flows to emerging market economies: Determinants and domestic impact, *Financial Stability Review Issue 1*, June 2011, Special Feature, pp. 127-133.

- Heath, C. and Tversky, A. (1991). Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 4 No. 1, pp. 5-28.
- Jain, P. K., Kuvvet, E. and Pagano, M. S. (2017). Corruption's impact on foreign portfolio investment, *International Business Review*, Vol. 26 No.1, pp. 23-35.
- Lane P. (2006). Global Bond Portfolios and EMU, *International Journal of Central Banking*, Vol. 2 No.2, pp. 1-23.
- Milesi-Ferretti, G. M. and Tille, C. (2011). The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis, *Economic policy*, Vol. 26 No. 66, pp. 289-346.
- Obstfeld, M., Rogoff, K. (2000). The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?, *NBER macroeconomics annual*, Vol. 15, pp. 339-390.
- Taylor, M. P. and Sarno, L. (1997). Capital flows to developing countries: long- and short-term determinants, *The World Bank Economic Review*, Vol. 11 No. 3, pp. 451-470.

INTERNATIONAL PORTFOLIO INVESTMENTS IN CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN COUNTRIES

Radostina Stamenova, PhD student
Department of Economics,
University of National and World Economy
e-mail: radostina_stam@unwe.bg

Abstract

The paper aims to identify the factors which determine international portfolio investments in Central and Eastern European countries. The study was performed using a multivariate regression analysis of panel data, covering 11 countries in the period 1999-2018. The results show that the change in global risk factor has the strongest impact on IPI in the analysed group of countries. Other statistically significant determinants include EU membership, currency risk, government debt and stock market capitalization.

Key words: International portfolio investment, Central and Eastern Europe, panel data analysis

JEL: C33, F21, G11