

Ключевые слова:

международное движение капитала,
глобальные дисбалансы, парадокс Лукаса,
загадка Фелдстайна – Хориоки,
межвременная несостоятельность правительства

А. В. Пономарев, к. э. н.,

ст. преподаватель кафедры экономической теории
МГИМО (У) МИД России
(e-mail: alex-ponomarev@yandex.ru)

Перемещение капитала и межвременная несостоятельность правительства

Современные исследования в области макроэкономики в значительной степени ориентированы на международные аспекты экономических отношений. Вопросы взаимовлияния международного перемещения капитала и кризисных ситуаций в инвестиционной и финансовой сфере заслуживают пристального внимания. Проблемы мобильности капитала включены в исследовательские программы сообщества экономистов Запада.

Методология анализа перемещения капитала опирается на общепризнанные теоретические каноны. Так, кейнсианский вектор макроэкономики и неоклассическая традиция представляют собой жесткое ядро современной исследовательской методологии.

Взаимосвязь агрегированных секторов открытой экономики может быть продемонстрирована с помощью преобразованного основного уравнения платежного баланса¹:

$$X_n = (S_p - I_g) - BD, \quad (1)$$

где X_n – сальдо текущего счета платежного баланса;

BD – бюджетный дефицит;

$(S_p - I_g)$ – разница сбережений и валовых инвестиций в частном секторе.

Изменения в одной из составляющих тождества неизбежно связаны с изменениями в остальных. Например, в российской экономике в период бума на мировом рынке нефти превышение сбережений над инвестициями сопровождалось бюджетным профицитом и положительным сальдо по счету текущих операций:

$$X_n \uparrow = (S_p - I_g) \uparrow - BD \downarrow.$$

Статья подготовлена при выполнении НИР по теме «Вывоз капитала из России и возможности его регулирования», проводимой в рамках реализации ФЦП «Научные и научно-педагогические кадры инновационной России» на 2009–2013 годы (Соглашение № 8002).

¹ Подробнее см.: Пономарев А. В. Открытая экономика. Платежный баланс. Валютный курс // Макроэкономика. Углубленный курс: Учебник / Под ред. С. Ф. Серegiной. – М.: Юрайт, 2012. – С. 449–453.

Следует принимать во внимание множество подводных камней, связанных с агрегатами в полученном тождестве. К примеру, сбережения частного сектора связаны с сальдо государственного бюджета посредством государственных закупок товаров и услуг, бюджетных трансфертов домашним хозяйствам и процентных платежей по государственному долгу. Изменение структуры экспорта, импорта и валовых инвестиций не может быть проанализировано и даже не будет замечено исследователем при изучении укрупненных агрегатов. Более того, возникает проблема выявления доли государственной собственности в структуре акционерного капитала корпораций, осуществляющих инвестиции в частном секторе. Это важно для целого ряда направлений исследования потоков (поведения, перемещения) частного капитала, и это действительно представляет трудность.

Среди факторов, влияющих на состояние платежного баланса, традиционно выделяют фискальную и монетарную политику. Рестриктивная монетарная политика (т. н. политика дорогих денег) может привести к росту процентных ставок, увеличению чистого притока капитала в страну и образованию активного (положительного) сальдо этой части платежного баланса. Для стимулирующей фискальной политики характерны такие последствия, как снижение объема национальных сбережений: $(T\downarrow - G\uparrow) \rightarrow S_n\downarrow$, тогда $(I - S_n)\uparrow$, что означает образование/увеличение положительного сальдо капитального счета платежного баланса. Последствия сдерживающей фискальной политики могут быть различными.

Следует заметить, что дефицит текущего счета не всегда свидетельствует о негативных процессах в экономике. Так, быстро развивающиеся страны осуществляют инвестиции за счет иностранных займов (положительное сальдо финансового счета), импортируют большие объемы инвестиционных товаров и при этом имеют дефицит по текущему счету.

ПЕРВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ПО ТРАНСГРАНИЧНОМУ ПЕРЕМЕЩЕНИЮ КАПИТАЛА

Один из актуальных вопросов международной макроэкономики — проблема трансграничного перемещения капитала. Экономисты стараются проанализировать направление и структуру прямых и прочих инвестиций (портфельные инвестиции и заемный капитал). Преимущественно современные исследования вносят новизну в теорию притока и оттока капитала посредством постановки и доказательства гипотез на основе современной эконометрики, анализа панельных данных, калибровки и тестов.

Актуальными и востребованными остаются исследовательские программы, которые напрямую не связаны с мейнстримом теории рыночной экономики и финансов (например, с принципами диверсификации инвестиционного портфеля), а посвящены объяснению «анормальных» (институциональных) мотивов приобретения и продажи иностранных активов. Особого внимания заслуживает подход, восходящий к классической работе американского историка и экономиста Ч. Киндельбергера «Международные потоки краткосрочного капитала» (1937), где движение капитала трактуется как аномальный отток, вызванный страхом инвесторов перед возможной потерей активов².

Сегодня подход Ч. Киндельбергера получил развитие в эконометрических исследованиях таких известных авторов, как К. Райнхарт, К. Рогофф и др. С учетом современных реалий они относят к аномальным те мотивы вывоза капиталов, которые возникают у экономических агентов в обстановке возрастания страновых рисков (усиление экономической либо политической нестабильности, ухудшение состояния основных макропеременных и др.) и/или в ожидании неблагоприятных поворотов в экономической политике государства (риски национализации, девальвации, повышения налогов, ужесточения мер валютного контроля, замораживания выплат по внутреннему госдолгу и др.).

² См.: Киндельбергер Ч. «Мыльные пузыри» // Экономическая теория / Под ред. Дж. Итуэма, М. Милгейта, П. Ньюмена. — М.: ИНФРА-М, 2004. — С. 25–27.

Будет несправедливым не сказать об известном парадоксе Р. Лукаса, лауреата Нобелевской премии по экономике. Ученый задает вопрос: почему капитал не стремится из развитых в развивающиеся страны? Если мы обратимся к основам макроэкономики, то увидим, что это должно происходить. Так, теория рациональных ожиданий и неоклассическая теория экономического роста Р. Солоу гласят, что при более низком уровне капиталовооруженности³ в развивающихся странах и странах с развивающимся рынком ожидаемый предельный продукт капитала⁴ — привлекательно высокая величина. Нобелевский лауреат допускает следующее объяснение такого парадокса: отсутствие инфраструктуры, низкий уровень развития человеческого капитала и плохое качество институтов доверия ограничивают приток капитала в такие страны из мировой экономики⁵.

В исследовании американских экономистов К. Рогоффа и К. Райнхарт предлагается исторический анализ финансовых кризисов — от дефолта Англии в XVIII в. до текущего кризиса. Авторы предлагают свои варианты причин возникновения кризисов и касаются проблем, связанных с притоком и оттоком капитала. В докризисный период страны занимают на мировых финансовых рынках в масштабах, превышающих допустимый уровень риска. После прохождения точки разворота (пика) они неизбежно переживают внутренний кризис (например, суверенный дефолт), сопровождаемый оттоком капитала и, как следствие, падением стоимости активов. Происходит и снижение курса национальной валюты⁶.

В настоящее время продолжается дискуссия относительно нелегальных потоков капитала из бывших стран с переходной экономикой. Так, в совместном исследовании 2000 г. Д. Брада, З. Драбека и Ф. Переса указывается, что прямые иностранные инвестиции основаны на внеэкономических мотивах (отмывание нелегальных доходов). Исследователи построили простую математическую модель, в которой показали движение (отток, бегство, вывоз) таких инвестиций в мировые «прачечные» капитала⁷.

Если далее рассматривать ортодоксальную теорию, то одной из прогрессивных магистралей научного знания можно считать теорию глобальных дисбалансов (*global imbalances*). Современные исследователи не одно десятилетие пытаются разгадать одну известную загадку. Речь идет о научном выводе, сделанном М. Фелдстайном и Ч. Хориокой в работе «Внутренние сбережения и международные потоки капитала» (1979). Ученые показали, что только при высокой мобильности капитала связь между внутренними инвестициями и сбережениями, осуществляемыми в той или иной стране, практически отсутствует⁸.

Если портфельные предпочтения и институциональная жесткость препятствуют межстрановым потокам долгосрочного капитала, то увеличение внутренних сбережений первоначально приводит к росту внутренних инвестиций. Статистические данные показывают, что межстрановые различия в норме сбережений очень тесно связаны с почти таким же различием в норме накоплений. Лишь небольшая часть мирового капитала находится в ликвидной форме и доступна инвесторам для извлечения дохода за счет дифференциации процентных ставок между странами. Большая же его часть недоступна для такого арбитража и перераспределяется посредством долгосрочных инвестиций.

³ Капиталовооруженность — отношение запаса капитала в национальной экономике к используемым трудовым ресурсам.

⁴ Предельный продукт капитала — прогнозируемая норма дохода на последнюю единицу вложенного капитала.

⁵ См.: Lucas R. *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?* / Department of Economics. The Pennsylvania State University (<http://www.econ.psu.edu/~aur10/437W/LucasCapitalFlows.pdf>).

⁶ См.: Reinhart C. M., Rogoff K. S. *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crisis* / The National Bureau of Economic Research (http://www.nber.org/papers/w13882.pdf?new_window=1).

⁷ См.: Brada J. C., Drabek Z., Perez M. F. *Illicit Money Flows as Motives for FDI* / F.R.E.I.T. Forum for Research on Empirical International Trade (<http://www.freit.org/WorkingPapers/Papers/ForeignInvestment/FREIT130.pdf>).

⁸ См.: Feldstein M., Horioka C. *Domestic Saving and International Capital Flows* / The National Bureau of Economic Research (http://www.nber.org/papers/w0310.pdf?new_window=1).

Прямые и портфельные инвестиции осуществляются в поиске более высокой доходности, но их увеличение во многом ограничено существованием институциональных барьеров и неценовых портфельных предпочтений. Ключевой посыл исследования М. Фелдстайна и Ч. Хориоки заключается в отрицании высокой степени мобильности капитала и свидетельствует в пользу тесной связи между внутренними инвестициями и внутренними сбережениями. Это важно по нескольким причинам.

Во-первых, данный вывод проливает свет на природу мирового рынка капитала и объясняет характер движения долгосрочного капитала. Во-вторых, он подтверждает важность исследования распределения дохода и влияние налогов на такое распределение в моделях, которые игнорируют международную мобильность капитала. В-третьих, вывод подтверждает прямую связь между нормой возврата на национальные сбережения и доналоговым предельным продуктом, поскольку данные сбережения в большей степени увеличивают внутренний запас капитала, а не направляются за рубеж или замещают иностранные инвестиции в стране⁹.

СОВРЕМЕННЫЙ ПОДХОД К АНАЛИЗУ ПЕРЕМЕЩЕНИЯ КАПИТАЛА

А. Банерджи и П. Зангиери на основе анализа панельных данных по 14 европейским странам внесли вклад в решение загадки Фелдстайна — Хориоки. Во-первых, они рассмотрели взаимосвязь сбережений и инвестиций, используя анализ временных рядов и панельных данных для интегрированных показателей. Во-вторых, рассмотрели подгруппы стран в выборке. В-третьих, провели тестирование гипотезы применительно к различным дезагрегированным показателям и трансформациям исходных данных для анализа влияния налогово-бюджетной политики. Исследователи пришли к выводу:

— о существовании единой направленности изменений текущего счета для некоторых групп стран и одновременном отсутствии изменений (стационарности) для других стран. Результаты панельных тестов доказывают существование межстрановой коинтеграции по инвестициям;

— о наличии межвременной несостоятельности (intertemporal insolvency)¹⁰ правительства на основе анализа межстрановой коинтеграции по государственным сбережениям¹¹.

Как отмечают в своем исследовании К. и В. Райнхарт¹², международное перемещение капитала похоже на кульминацию в голливудском блокбастере, когда злодей соблазняет жертву в зале зеркал. В сфере международных финансов дефицит текущего счета в одной стране отражается в дефиците счета капитала в другой. Исследователи пытаются понять причины временного ускорения международных потоков капитала и проанализировать случаи его массированного притока в определенные страны, вводя

⁹ См.: Feldstein M., Horioka C. *Domestic Saving and International Capital Flows* / *The National Bureau of Economic Research* (http://www.nber.org/papers/w0310.pdf?new_window=1).

¹⁰ Термин «межвременная несостоятельность правительства» был предложен нобелевскими лауреатами Ф. Кидландом и Э. Прескоттом. Правительство непоследовательно проводит политику, поскольку существует противоречие между кратко- и долгосрочными задачами. Это существенный повод для критического подхода исследователя к выработке рекомендаций относительно фискальной политики. Правительство должно жестко придерживаться заявленной линии поведения и не отступать от своих обещаний, это важно для формирования устойчивых ожиданий стабильности у бизнеса. Преодолевая же краткосрочные сложности и временные трудности в сфере экономики посредством отступления от заявленного курса, оно рискует утратить доверие частного сектора если не навсегда, то на продолжительное время. Из-за погони чиновников за политической выгодой на практике правительству бывает сложно придерживаться выбранного курса, поэтому говорят о существовании межвременной несостоятельности правительства.

¹¹ См.: Banerjee A., Zanghieri P. *A New Look at the Feldstein — Horioka Puzzle using an Integrated Panel* / *The Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII)* (<http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/2003/wp03-22.pdf>).

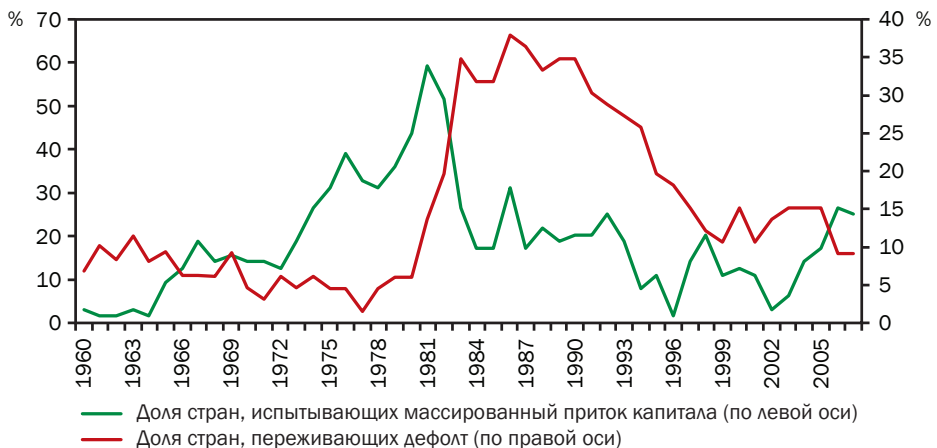
¹² См.: Reinhart C., Reinhart V. *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present* / *The National Bureau of Economic Research* (<http://www.nber.org/papers/w14321.pdf>).

в научный оборот термин *capital-flow bonanza* (*bonanza* — букв. золотое дно, источник большого дохода). Обычно такой приток тесно связан с увеличением дефицита текущего счета, и, наоборот, отток капитала выражается в увеличении сальдо текущего счета.

Исследователи фокусируют внимание непосредственно на состоянии макроэкономики страны — получателя капитала, но не распространяют анализ на вопросы, относящиеся к популярной в настоящее время теме глобальных дисбалансов¹³. По мнению ученых, причины и последствия массивного притока капитала заслуживают дальнейшего изучения. В частности, интерес вызывают следующие вопросы: как охарактеризовать связь между ценами на активы, финансовыми пузырями и кризисами, вызванными потоками капитала; что служит причиной оттока капитала, и т. п.

При решении вопроса регулирования потоков капитала ученые рекомендуют обратить внимание на печальные последствия проциклической налогово-бюджетной политики и на дестабилизирующую рыночные отношения реакцию такой политики (использование государственных расходов) на внезапный приток краткосрочного капитала. Экспансионистская налогово-бюджетная политика, как правило, разворачивается на фоне высоких темпов роста объемов производства в стране и увеличения доходов правительства. К. и В. Райнхарт указывают на то, что страны при крупномасштабных государственных расходах столкнулись бы с макроэкономическими проблемами и без притоков капитала. Другими словами, финансирование строительства инфраструктуры, производство общественных благ и рост внутреннего корпоративного финансирования также ассоциируются с долговыми и валютными кризисами и инфляцией¹⁴.

**Массивный приток капитала
и внешний суверенный дефолт в 1960–2007 гг.**



Источник: Reinhart C., Reinhart V. *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present* / The National Bureau of Economic Research (<http://www.nber.org/papers/w14321.pdf>).

¹³ Справедливости ради следует отметить, что не только ученые-теоретики осуществляют исследования, связанные с международным движением капитала. Представители банковской и инвестиционной практики не без интереса относятся к данной проблематике. Так, по словам М. Эль-Эриана, директора инвестиционной фирмы *Pitco*, управляющей активами на сумму \$1,8 трлн, некоторые эксперты утверждают, что глобальные дисбалансы — результат принятых решений в области макроэкономической политики. Другие отмечают структурную роль национальных сбережений и ту легкость, с которой излишние средства могут быть инвестированы в других странах. Существует также категория лиц, которые рассматривают дисбалансы как отражение все более устаревающей международной валютной системы.

¹⁴ См.: Reinhart C., Reinhart V. *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present* / The National Bureau of Economic Research (<http://www.nber.org/papers/w14321.pdf>).

Правительства большинства стран с развивающимся рынком рассматривают свою способность привлечения иностранного капитала как следствие эффективной политики. К. и В. Райнхарт анализируют выборку экономических показателей по 181 стране начиная с 1980-х гг. и делают вывод, что в странах с низким и средним уровнем дохода вероятность возникновения банковского кризиса составляет 20 %, а валютного кризиса, дефолта по внешнему долгу или ускорения инфляции, если они испытывали capital-flow bonanza в предшествующие три года, — 30 %. Исследователи определяют bonanza как внезапное сокращение сальдо счета текущих операций и как прокси-переменную для притока/оттока капитала в последующем.

Почему же страны пытаются привлечь зарубежный капитал, если это оказывает такой негативный эффект? Ответ К. Райнхарт заключается в следующем: проблема не в сумме инвестиций, а в их волатильности, и именно тенденция к их сокращению представляет действительную трудность.

В исследованиях по вопросам международного перемещения капитала, взаимовлияния потоков капитала и внешнего экономического равновесия (платежный баланс) существенное внимание уделено взаимосвязи частного и государственного секторов. Можно сделать предположение о наличии тесной связи между процессами, происходящими в государственном секторе, и оттоком частного капитала из страны. В частности, идея о межвременной несостоятельности правительства и дестабилизирующем характере макроэкономической политики с большой вероятностью может оказаться прогрессивной на пути к объяснению такого явления, как бегство частного капитала.

Библиография

1. Киндельбергер, Ч. «Мыльные пузыри» // Экономическая теория / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. — М.: ИНФРА-М, 2004. — С. 25–27.
2. Пономарев, А. В. Открытая экономика. Платежный баланс. Валютный курс // Макроэкономика. Углубленный курс: Учебник / Под ред. С. Ф. Сергиной. — М.: Юрайт, 2012. — С. 449–453.
3. Banerjee, A., Zangheri, P. A New Look at the Feldstein — Horioka Puzzle using an Integrated Panel [Электронный ресурс] / The Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII). — Режим доступа: <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/2003/wp03-22.pdf>.
4. Brada, J. C., Drabek, Z., Perez, M. F. Illicit Money Flows as Motives for FDI [Электронный ресурс] / F.R.E.I.T. Forum for Research on Empirical International Trade. — Режим доступа: <http://www.freit.org/WorkingPapers/Papers/ForeignInvestment/FREIT130.pdf>.
5. Feldstein, M., Horioka, C. Domestic Saving and International Capital Flows [Электронный ресурс] / The National Bureau of Economic Research. — Режим доступа: http://www.nber.org/papers/w0310.pdf?new_window=1.
6. Lucas, R. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? [Электронный ресурс] / Department of Economics. The Pennsylvania State University. — Режим доступа: <http://www.econ.psu.edu/~aur10/437W/LucasCapitalFlows.pdf>.
7. Reinhart, C., Reinhart, V. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present [Электронный ресурс] / The National Bureau of Economic Research. — Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w14321.pdf>.
8. Reinhart, C. M., Rogoff K. S. This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crisis [Электронный ресурс] / The National Bureau of Economic Research. — Режим доступа: http://www.nber.org/papers/w13882.pdf?new_window=1.