

ПЕРЕДВИБОРЧА МОТИВАЦІЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТОРІВ В УКРАЇНІ

***Анотація.** У контексті виборчих кампаній проаналізовано поведінку потоків капіталу в широкому аналітичному діапазоні – прямих і портфельних інвестицій, сальдо фінансового рахунку. Також оцінено структурні ефекти припливу капіталу в аспекті впливу на співвідношення між секторами внутрішньої і зовнішньої торгівлі. Доведено присутність взаємного зв'язку між потоками капіталу, виборчими кампаніями і структурними параметрами економіки України.*

Ключові слова: потоки капіталу, виборчі кампанії, “залежна” економіка

Dekhtyarova N.

PRE-ELECTION MOTIVATION OF FOREIGN INVESTORS IN UKRAINE

***Summary.** Relationship between political campaigns and capital flows, i.e. foreign direct and portfolio investments as well as the financial account balance, is analyzed. In the context of tradable and nontradable goods sectoral effects, structural dimensions of capital inflows are assessed. It is found that there is the two-way causality between capital flows, structural shifts and political campaigns in Ukraine.*

Keywords: capital flows, political campaigns, the dependent economy

1. Вступ

Відплив іноземних інвестицій у зв'язку з очікуваною економічною і політичною нестабільністю зазвичай розглядається однією зі “стилізованих” характеристик виборчого циклу. Зокрема, чимало прикладів саме такої поведінки місцевих та іноземних інвесторів зібрано у країнах Латинської Америки [1]. В одному з найвідоміших випадків це стало інструментальним чинником руйнівної фінансової кризи у Мексиці (1994 р.). Проте не виключено, що якраз особливості передвиборчої політики можуть приваблювати іноземних інвесторів або заохочувати “рециклінг” капіталу резидентів. Передвиборчу мотивацію для припливу капіталу зазвичай створюють: а) підвищення процентної ставки внаслідок зростаючих запозичень на внутрішньому ринку, б) збільшення державних інвестицій, в) фінансування політичних сил, г) стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу. Водночас протилежний негативний вплив можуть мати очікування девальвації грошової одиниці.

Як показує українська ситуація зразка 2004–2005 рр., контрастний приплив-відплив капіталу може становити відповідне тло для політичної кампанії і слугувати каталізатором кризових явищ. Виразне “виборче” забарвлення має стрімке погіршення сальдо фінансового рахунку в IV кв. 2004 р., коли відбувалися вибори президента України. Відплив капіталу та придбання іноземної валюти населенням сягнули 24% від ВВП (рис. 1). Одразу ж після президентської кампанії приплив капіталу відновився. Подібним відпливом капіталу позначилася попередня президентська кампанія 1999 р., хоча цього разу вибори співпали з “післямаком” від російської фінансової кризи (серпень 1998 р.), що могло мати домінуючий вплив. Так само важко відокремити вплив внутрішніх і зовнішніх (кризових) чинників у 1998 р. (вибори до Верховної Ради) і 2010 р. (вибори президента України).

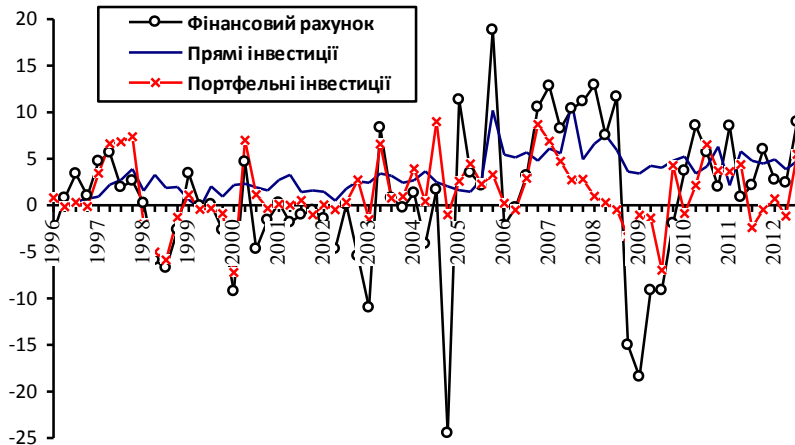


Рис. 1. Приплив капіталу в економіку України, 1996–2012 рр.

Джерело: власні розрахунки на підставі даних Держкомстату

Мета даної статті полягає у тому, щоб проаналізувати взаємний зв'язок між потоками капіталу, виборчими кампаніями і структурними параметрами економіки України. Структура статті відбиває поставлені завдання. Спочатку наведено необхідні аналітичні міркування, далі подано характеристику потоків капіталу в Україні відповідно до графіка виборчих кампаній, а також зроблено доречні емпіричні оцінки. Статтю завершено стислими висновками.

2. Аналітичні міркування

Загальні міркування проілюстровано на рис. 2. Незалежно від типу країни – промислова чи така, що розвивається, стандартною рисою виборчої кампанії виступає збільшення урядових видатків та/або зниження податкового тиску [3; 5; 8, с. 333–386; 10], що зазвичай призводить до погіршення сальдо бюджету³². Якщо фінансування дефіциту бюджету відбувається за рахунок емісії облігацій внутрішньої позики, природно очікувати підвищення процентної ставки, що може становити серйозний стимул для припливу капіталу, передусім за умови заниженого обмінного курсу. Оскільки збільшення сукупного попиту призводить до погіршення сальдо поточного рахунку внаслідок підвищення попиту на імпорт, значний приплив спекулятивного капіталу здатен підсилити зовнішні дисбаланси і підвищити вразливість до подій на зразок “раптової зупинки” потоків капіталу³³, коли на тлі зростаючого дефіциту бюджету і прискорення інфляції, а також зменшення валютних резервів, навіть порівняно незначні зовнішні шоки можуть позначитися стрімким погіршенням сальдо

³² Як показав В. Нордхаус [9, с. 169-190], тимчасове передвиборче збільшення дефіциту бюджету дозволяє знизити безробіття, що стимулює електоральну підтримку. В інтерпретації Д. Б'юкенена і Р. Вагнера [6], за умов обмеженої раціональності виникає своєрідна “фіскальна ілюзія”, що дозволяє заручитися підтримкою короткозорих виборців і таким чином підвищити ймовірність переобрання владної команди. Також не виключено, що в економіці з раціональними учасниками ринку в політичних цілях можна використати цілком раціональне “згладжування” податків, як це теоретично продемонстрував Р. Барро [4, с. 940-971]. Проте основним інструментом використання фіскальної політики слугують бюджетні трансферти [2, с. 1-30].

³³ Зазвичай “раптову зупинку” характеризують поєднання відпливу капіталу і втрати можливостей рефінансування раніше акумульованого зовнішнього боргу.

фінансового рахунку (головним чином за рахунок портфельних інвестицій та банківських кредитів). Для “залежної” економіки тенденція до погіршення сальдо поточного рахунку може підсилюватися обмеженими можливостями заміщення імпорту як інвестиційних, так і споживчих товарів. Водночас проведення виборчої кампанії може мати незалежний обмежуючий вплив на інвестиції, що, зрозуміло, послабить амплітуду погіршення сальдо поточного рахунку.



Рис. 2. Механізми впливу виборчої кампанії на потоки капіталу

На перший погляд, побоювання щодо можливого платіжного дисбалансу є слабшими на випадок запозичень на зовнішніх ринках, але потрібно враховувати критерії самодостатності обох показників – державного боргу і поточного рахунку. Якщо макроекономічні фундаменти недостатньо переконливі, передвиборча активність найімовірніше діючої влади провокуватиме очікування девальвації грошової одиниці. У такому разі можна очікувати на відплив капіталу ще до завершення виборчої кампанії, тим паче в разі появи несприятливих зовнішніх шоків.

Окремий випадок створює ситуація, коли пов’язані з урядом інвестори використовують переваги інформаційної асиметрії щодо політики обмінного курсу. Якщо проведення експансійної політики створює передумови для зниження рівноважного значення обмінного курсу, оптимально використати переваги високої реальної процентної ставки у передвиборчий період для поповнення портфеля урядових цінних паперів або боргових зобов’язань приватного сектора, а відразу ж після виборів вивести капітал за кордон – за діючим обмінним курсом, але у такий спосіб, щоб ініціювати “спекулятивну атаку” на грошову одиницю. За таким сценарієм напередодні виборів відбувається підтримка урядової діяльності в несуперечливий спосіб – з отриманням підвищеного інвестиційного доходу, а після виборів виникають передумови для реінвестування виведених за кордон коштів.

Потрібно врахувати, що звичного ризику немає, адже під час придбання урядових облігацій наближені до уряду інвестори заздалегідь володіють достовірною інформацією щодо намірів центрального банку: “тримати” обмінний курс “до останнього” в період до виборів (навіть всупереч очікуванням учасників ринку), а відразу ж після

виборів піти на корекцію курсового орієнтира. Фактично виникає цілком узгоджена квазі-спекулятивна атака на грошову одиницю, якій не опирається центральний банк. Інвестори виграють двічі: спочатку від вищої доходності урядових боргових зобов'язань (включно з премією від ризику), а потім від девальвації грошової одиниці.

Зрозуміло, що сприятливі передумови для такого розвитку подій створює практика адміністративних змін курсового таргету, яка передбачає відносні переваги від володіння інсайдерською інформацією про реальні наміри центрального банку. За умов плаваючого обмінного курсу важко реалізувати дискримінаційний підхід до визначення бажаної траєкторії обмінного курсу, навіть при зацікавленості з боку центрального банку. Офіційно декларований фіксований обмінний курс залишає більше можливостей для дискретних дій, але водночас передбачає ускладнену процедуру девальвації грошової одиниці, що загрожує репутаційними втратами.

У запропонованій інтерпретації для конкретних українських умов літа-осені 2012 р. зовнішні запозичення мали не лише пряме – фінансування дефіциту бюджету, але й опосередковане значення – як своєрідний “якір” для очікувань передвиборчої грошової стабільності. Придбання внутрішніх гривневих облігацій могло мати подвійну природу. Частина інвесторів могла орієнтуватися на дискретні обіцянки погашення урядових облігацій за заздалегідь обумовленим вищим обмінним курсом, а інших інвесторів становили державні банки, які зазвичай не надто переймаються власними фінансовими результатами у контексті проблем політичного циклу.

3. Потоки капіталу в контексті виборчих кампаній

Задля попередньої характеристики зв'язку між виборчими кампаніями і потоками капіталу використано порівняння амплітуди сальдо фінансового рахунку та його окремих компонент у такому часовому розрізі: за два і один квартали до виборів, під час виборів та один і два квартали після виборів. Отримані результати дозволяють стверджувати, що максимальні надходження капіталу відбуваються за один квартал до виборів (рис. 3). Надалі у кварталі, коли відбуваються вибори, практично немає ПІІ, а сальдо фінансового рахунку стає від'ємним, головним чином за рахунок компонент, що класифіковані як “інші інвестиції” (банківські і торговельні кредити), включно з придбанням іноземної валюти юридичними і фізичними особами – резидентами національної економіки. Разом з тим портфельні інвестиції залишаються на високому рівні – майже 4% від ВВП.

Зменшення ПІІ сягає апогею через квартал після виборів, але в наступному кварталі надходження прямих інвестицій відновлюються. Також поступово поліпшується сальдо фінансового рахунку, тоді як портфельні інвестиції дещо знижуються. Візуально все виглядає на те, що портфельні інвестори досить стійкі до ризиків політичної кампанії. Одним з пояснень може бути те, що цінні папери державного і приватного секторів купують фінансові структури, що пов'язані з українською політичною та діловою елітою. В такому разі головними стають міркування політичної доцільності, а отримання належного інвестиційного доходу передбачає поєднання фінансової вигоди (висока доходність) та неформальних преференцій.

Інше пояснення може стосуватися надходжень іноземних інвестицій як реакції на передвиборчу фіскальну політику. Якщо підготовка до виборів супроводжується “вибиванням” з приватного бізнесу авансових податкових платежів, затримкою повернення ПДВ чи іншими проявами репресивних заходів, то виникають стимули для залучення прямих і портфельних інвестицій (зазвичай від власних закордонних структур, наприклад з Кіпру) для поповнення оборотних коштів та ведення інвестиційної діяльності.

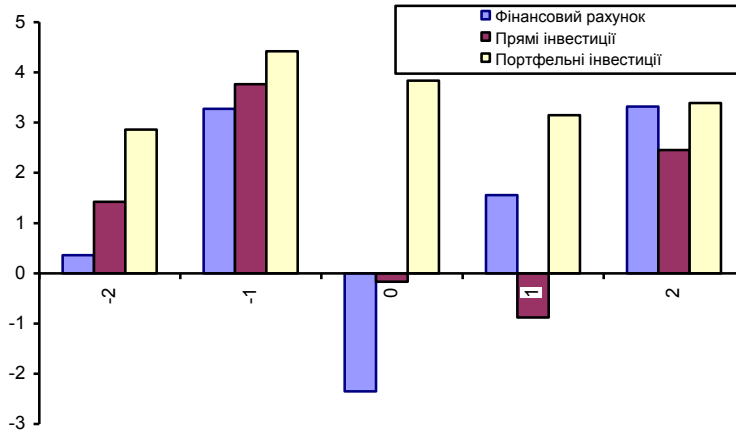


Рис. 3. Амплітуда припливу капіталу (% від ВВП) в контексті виборчих кампаній, 1998–2010 рр.

Джерело: розраховано за даними *International Financial Statistics*

4. Емпіричні оцінки

Для емпіричного оцінювання використано квартальні дані за період 1998–2012 рр. сальдо фінансового рахунку (FA_t) та його окремих компонент: прямих і портфельних інвестицій – FDI_t і $PORT_t$, відповідно (% від ВВП). З-поміж незалежних змінних використано показники сальдо поточного рахунку (CA_t) і структурних характеристик української економіки (STR_t), а також дві фіктивні змінні для окремого врахування політичного циклу (*election*) і кризових явищ (*crisis*).

За допомогою методу двокрокових найменших квадратів (2SLS) отримано такі результати:

а) сальдо фінансового рахунку

$$\begin{aligned}
 FA_t = & 3,988 & -0,513CA_{t-1} & -1,753election & -7,474crisis, \\
 & (2,70^*) & (-2,66^*) & (-0,780) & (-3,30^*) \\
 R^2 = & 0,18 & DW = 1,75 & ADF = -3,40^{**}
 \end{aligned} \tag{1a}$$

$$\begin{aligned}
 STR_t = & 16,338 & +0,751STR_{t-1} & -0,862election & -0,068FA_t, \\
 & (3,09^*) & (3,16^*) & (-2,93^*) & (-1,90^*) \\
 R^2 = & 0,67 & DW = 1,72 & ADF = -2,95^{**}
 \end{aligned} \tag{1b}$$

б) прями іноземні інвестиції

$$\begin{aligned}
 FDI_t = & 0,824FDI_{t-1} & +0,015STR_t & -0,570election & -0,586crisis, \\
 & (8,83^*) & (2,50^{**}) & (-1,30) & (-1,48) \\
 R^2 = & 0,41 & DW = 2,03 & ADF = -3,07^{**}
 \end{aligned} \tag{2a}$$

$$\begin{aligned}
 STR_t = & 24,100 & +0,641STR_{t-1} & -0,759election & -0,219FDI_t, \\
 & (3,04^*) & (5,41^*) & (-2,29^{**}) & (-1,75^{***}) \\
 R^2 = & 0,59 & DW = 1,83 & ADF = -3,44^{**}
 \end{aligned} \tag{2b}$$

в) портфельні інвестиції

$$\begin{aligned}
 PORT_t = & -0,244PORT_{t-1} + 0,051STR_t - 2,899election - 4,178crisis, \\
 & (-1,69^{***}) \quad (3,99^*) \quad (-2,95^*) \quad (-3,52^*) \quad (3a) \\
 R^2 = & 0,30 \quad DW = 1,87 \quad ADF = -3,31^{**}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 STR_t = & 16,670 + 0,745STR_{t-1} - 0,682election - 0,078PORT_t. \\
 & (2,89^*) \quad (8,36^*) \quad (-2,06^{**}) \quad (-1,89^{***}) \quad (3b) \\
 R^2 = & 0,62 \quad DW = 1,91 \quad ADF = -3,79^*
 \end{aligned}$$

Як видно з регресійного рівняння (3а), проведення виборчих кампаній недвозначно обмежує приплив портфельних інвестицій (відповідний коефіцієнт є значущим на рівні 1%), тоді як у специфікаціях для сальдо фінансового рахунку (рівняння (1а)) та ПП (рівняння (2а)) відповідні коефіцієнти є від'ємними, але їм бракує статистичної значущості. Таким чином немає підстав пов'язувати передвиборче збільшення прямих і портфельних інвестицій, а також припливу капіталу за іншими операціями фінансового рахунку (рис. 3), безпосередньо з проведенням політичної кампанії. Найімовірніше, що залучення портфельних інвестицій пояснюється придбанням урядових облігацій на внутрішньому ринку, а прямих інвестицій – з обслуговуванням виробничої діяльності (не секрет, що більшість прямих інвестицій – це, фактично, використання раніше виведених за кордон коштів). У такій інтерпретації справжньою пояснювальною змінною може бути сальдо бюджету, а приплив іноземного капіталу – це вторинна реакція на зміни у фіскальній політиці.

В усіх випадках проведення виборчої кампанії призводить до структурних змін на користь товарів внутрішньої торгівлі. Такий висновок неважко пояснити збільшенням урядових видатків на соціальні цілі, які використовуються переважно для придбання товарів внутрішньої торгівлі. Також не виключено, що передвиборче збільшення внутрішнього попиту супроводжується випереджувочим підвищенням заробітної плати, яке, зі свого боку, погіршує конкурентоспроможність українських товарів і таким чином перешкоджає збільшенню експорту й обмежує можливості заміщення імпорту (в обох випадках частка товарів зовнішньої торгівлі зменшується).

Повністю підтверджено припущення, що приплив капіталу діє на користь сектора товарів внутрішньої торгівлі, причому цей вплив найбільш виразний у випадку ПП. Очевидно, що нами зайвого разу знайдено свідчення щодо недостатньої ефективності залучених вітчизняних ПП – це може бути джерелом іноземної валюти, сучасних технологій, довгострокових інвестицій тощо, але обмеженому контексті випереджувочого розвитку сектора товарів внутрішньої торгівлі. Така ситуація не виключає сприятливого впливу на динаміку економічного зростання, але не передбачає розвитку експортного сектора і поліпшення сальдо поточного рахунку (все якраз навпаки – підвищений попит на імпорт загрожує погіршенням сальдо експорту-імпорту товарів і послуг, що може само по собі стати джерелом додаткових проблем).

Водночас варто зауважити, що поліпшення структурних пропорцій на користь сектора товарів зовнішньої торгівлі супроводжується збільшенням і прямих, і портфельних інвестицій. Проте у специфікації зі сальдо фінансового рахунку залежності цього показника від STR_t не виявлено. Натомість використання у регресійному рівнянні (1) як незалежної змінної сальдо поточного рахунку дозволило отримати звичний обернений зв'язок між обома рахунками платіжного балансу (кожен відсоток погіршення сальдо поточного рахунку вимагає збільшення припливу капіталу за операціями фінансового рахунку на 0,5% від ВВП).

Кризові явища мають виразний негативний вплив на потоки портфельних інвестицій і сальдо фінансового рахунку (регресійні коефіцієнти при *election* і *crisis* є достатньо високими і статистично значущими на рівні 1%), але негативна кореляція з ПІ простежується набагато слабше (відповідний від'ємний коефіцієнт є набагато меншим і йому бракує статистичної значущості). Таким чином помітне візуально збільшення надходжень прямих інвестицій напередодні виборчих кампаній повністю нівелюється у післявиборчий період, хоча цей факт не виглядає так переконливо у зробленому графічному аналізі (рис. 3). Найімовірніше, що таке збільшення надходжень прямих інвестицій перед виборами має опосередкований характер і може пояснюватися або супутніми макроекономічними умовами, або міркуваннями фінансування дефіциту бюджету (наприклад, у зв'язку з програмами приватизації), який слід вважати безпосереднім ініціатором відповідного причинно-наслідкового зв'язку.

5. Висновки

Проведене дослідження дозволяє ствержувати, що в Україні проведення виборчих кампаній як екзогенний (незалежний) чинник супроводжується зменшенням надходжень прямих і портфельних інвестицій, а також погіршенням сальдо фінансового рахунку загалом. Зауважене збільшення портфельних і прямих іноземних інвестицій напередодні виборів може пояснюватися як супутніми макроекономічними умовами, так і потребою фінансування дефіциту бюджету. Інший важливий результат полягає у тому, що проведення виборчих кампаній призводить до зменшення частки сектора зовнішньої торгівлі у промисловому виробництві. Такий вислід може бути наслідком як переважання товарів внутрішніх торгівлі в споживанні державного сектора, так і погіршення цінової конкурентоспроможності українських товарів внаслідок експансійної економічної політики. З іншого боку, структурні зрушення на користь сектора внутрішньої торгівлі стають перешкодою для збільшення і прямих, і портфельних інвестицій.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Шевчук В. Економічні реформи в Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання / В.Шевчук. – Львів: Каменяр, 1999. – 319 с.
2. Alesina, A., G. Cohen, and N. Roubini. Macroeconomic policy and elections in OECD democracies // *Economics and Politics*. – 1992. – Vol. 4. – С. 1-30.
3. Ames, B. *Political Survival: Politicians and Public Policy in Latin America*. – Berkeley, CA: University of California Press, 1987. – 286 p.
4. Barro, R. On the Determination of the Public Debt // *The Journal of Political Economy*. – 1979. – Vol. 87. – Issue 5. – Part 1. – P. 940-971.
5. Breuer, C. *Fiscal policy and the political business cycle in Germany*. – Munic: Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich. – 25 p.
6. Buchanan, J., and Wagner, R. E. *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. – N. Y.: Academic Press, 1977. – 223 p.
7. Doležalová, J. The political-budget cycle in countries of the European Union // *Národohospodářský Obzor – Review of Economic Perspectives*. – 2011. – Vol. 11. – Issue 1. – P. 12-36.
8. Krueger, A., and I. Turan. The politics and economics of Turkish policy reform in the 1980's // *Political and Economic Interactions in Economic Policy Reform: Evidence from Eight Countries* / R. Bates and A. Krueger (eds.). – Oxford: Basil Blackwell, 1993. – P. 333-386.
9. Nordhaus, W. D. The political business cycle // *Review of Economic Studies*. – 1975. – Vol. 42. – P. 169-190.
10. Tufte, E. *Political Control of the Economy*. – NJ: Princeton University Press, 1978. – 192 p.