

*Іващенко О.А.**

ПОТОКИ КАПІТАЛУ В КОНТЕКСТІ ПРОБЛЕМИ ПЛАТІЖНИХ ДИСБАЛАНСІВ: АНАЛІЗ ТЕОРЕТИЧНИХ ЗАСАД ТА ПРАКТИЧНИХ МОДЕЛЕЙ

В статті проаналізовані теоретичні засади та економічні моделі руху капіталів в контексті проблеми дефіциту платіжних балансів.

Ключові слова: платіжний дисбаланс, дефіцит, профіцит, ліквідність, акумуляція міжнародних резервів, глобальний надлишок заощаджень, подвійний дефіцит.

In the article the author analyses theoretical framework and economic model of the movement of capital in the context of the problem of the deficit of the balance of payment.

Key words: payments imbalance, deficit, surplus liquidity, the accumulation of international reserves, the global excess savings, double deficit.

В статье проанализированы теоретические основы и экономические модели движения капиталов в контексте проблемы дефицита платежных балансов.

Ключевые слова: платежный дисбаланс, дефицит, профицит, ликвидность, накопление международных резервов, глобальный избыток сбережений, двойной дефицит.

Постановка проблеми. Повернення на докризовий рівень показників поточних платіжних балансів та збільшення потоків капіталу на ринки країн, що розвиваються, потребують координації дій урядів країн світу з метою підтримання стабільного зростання світової економіки. Однією з основних проблем, яка потребує негайного вирішення, є регулювання величезної хвилі потоків капіталу, яка спрямовується на ринки розвинених країн та країн, що розвиваються.

Аналіз останніх публікацій. Проблеми лібералізації руху капіталу та поглиблення глобальної фінансової інтеграції опинялись в ракурсі наукових інтересів чисельних закордонних науковців, серед яких П. Кругман, М. Обстфельд, Р. Дорнбуш, Дж. Стігліц, С. Фішер, Дж. Сакс, А. Торнел, Г. Камінські, А. Веласко, К. Рейнхарт, А. Роуз, Б. Ейхенгрін, Ч. Віплош. Серед вітчизняних вчених, що вивчають проблематику взаємозв'язків потоків капіталів та стабільності національних фінансових систем заслуговують на увагу праці М. Відякіної, В. Козюка, З. Луцишин, О. Рогача, Н. Резнікової, О. Шниркова, В. Шевчука та інших.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Попри значну кількість праць, що пояснюють специфіку руху капіталу та механізми його управління, існує певна

* кандидат економічних наук, доцент кафедри менеджменту зовнішньоекономічної діяльності Національної академії статистики, обліку та аудиту

суперечність між класичними постулатами економічних теорій та емпіричним досвідом. В зв'язку з цим виникає потреба у подальшому вивченні особливостей руху капіталу в контексті проблеми дефіциту платіжних балансів, що і становить наукове завдання.

Виклад основного матеріалу. Традиційні економічні моделі припускають, що капітал повинен переміщатися від економік з надлишковим капіталом до бідних країн. Втім, останніми роками капітал рухався у зворотному напрямку, хоча прямі іноземні інвестиції частково і підтримують дану теорію. Чи погіршують ці тенденції зростання в неіндустріальних країнах, позбавляючи їх фінансування для інвестицій? Навпаки, факти говорять про те, що неіндустріальні країни, які більше покладалися на іноземні грошові фонди, не росли швидше в довгостроковому вимірі. В той же час, зростання і розмір іноземних інвестицій прямо пропорційні в індустріальних країнах. В науковому обігу існує переконання, що така різниця пояснюється обмеженою здатністю неіндустріальних країн абсорбувати іноземний капітал.

Існує декілька теорій, які пояснюють зростання дефіцитів платіжних балансів у світі. Серед них слід виділити такі фактори, як перевищення інвестицій над заощадженнями; інтертемпоральний перерозподіл; меркантилістську модель поведінки; глобальний надлишок заощаджень; порушення рівноваги на фінансових ринках. Наявність одного з цих факторів не виключає існування іншого.

Згідно з першою теорією, баланс поточних рахунків фактично дорівнює бюджетному балансу та різниці між інвестиціями і заощадженнями приватного сектору. Як правило, внаслідок економічних шоків найбільше страждає державний сектор. В результаті маємо квазі-екзогенні зміни в бюджетному балансі, і відповідно зміни в балансі поточних рахунків. Яскравим прикладом таких подій є середина 1980-их років, коли в США були зменшені податки і водночас збільшувалися витрати на оборону. Протягом цього періоду розміри бюджетного дефіциту та дефіциту поточних рахунків опинилися на історичному максимумі, в результаті чого виникнуло поняття «подвійного дефіциту».

Проблема «подвійного дефіциту» набула особливого загострення в середині 1980-их років та в 2001-2004 роках. Звичайно, існують й інші види економічних шоків, які впливають на сукупний попит або пропозицію всередині країни, але за них відмічається менш тісний взаємозв'язок між двома дефіцитами. Однак, це не заперечує обґрунтованість вищезазначеної точки зору.

Систематичний підхід включає в себе моделювання поточного рахунку на основі таких факторів, як приватні інвестиції та заощадження, шляхом додавання цих двох змінних до бюджетного балансу. У 2007-2008 рр. вчені М. Чін та Х. Іто [1] провели регресійний аналіз економік розвинених країн та країн, що розвиваються, на основі даних протягом періоду 1971-2004 рр., використовуючи середні показники за кожні п'ять років. В результаті дослідження вченими було встановлено позитивний кореляційний зв'язок між такими показниками як баланс державного бюджету, чисті зовнішні активи, розвиток фінансових ринків (для країн, що розвиваються) та балансом поточних рахунків.

Якщо для країн, що розвиваються, характерною є висока волатильність умов торгівлі, то вони, як правило, мають активне сальдо поточних рахунків (або невеликий за розміром дефіцит). Макроекономічна невизначеність стимулює до збільшення заощаджень і дещо негативно впливає на обсяги інвестування. Ступінь відкритості національних ринків для міжнародної торгівлі майже не впливає на формування дефіциту поточного балансу.

Основним висновком аналізу вчених М. Чіна та Х. Іто стали наступні твердження: бюджетний баланс є важливим фактором, який впливає на формування балансу поточних рахунків в розвинених країнах; коефіцієнт змінної бюджетного балансу в моделі, яка конт-

ролює інституційні змінні, становить 0,15. Згідно з дослідженнями, якщо сальдо бюджету зростає на 1%, то баланс поточних рахунків зростає на 0,1-0,5%. Аналіз доводить, що у випадку США причиною збільшення дефіциту поточних рахунків став низький рівень заощаджень, а не інвестиційний бум, за виключенням періоду 2001-04 років. Також дослідження М. Чіна та Х. Іто виявили дещо вищі показники сальдо поточних рахунків для країн Східної Азії, ніж ті, які були передбачені за допомогою застосування емпіричних моделей.

Міжчасовий підхід є основою формального підходу до пояснення дисбалансів рахунку поточних операцій. Згідно з ним, споживання на сьогоднішній день має дорівнювати вартості очікуваних у майбутньому об'ємів виробництва продукції, яка вимірюються на основі поточної дисконтованої вартості. Таким чином, зміни в рівні споживання можливі лише у разі зміни процентної ставки, або зміни очікуваних об'ємів виробництва продукції через падіння/зростання продуктивності праці, скорочення інвестицій і державних витрат.

Згідно з іншою теорією, профіцит поточних рахунків в країнах Східної Азії пояснюється меркантилістською моделлю поведінки. Країни Східної Азії, що розвиваються, обрали експортоорієнтовану стратегію розвитку, яка забезпечила їм швидке зростання. Проте, починаючи з середини 1990-х років, внаслідок інвестиційного буму профіцит рахунку поточних операцій перетворився на дефіцит рахунку поточних операцій.

В результаті фінансової кризи 1997 року, потік інвестицій в ці країни впав, у той час як норми збереження залишилися відносно високими. Валюти в регіоні зазнали швидкого знецінення. Протягом певного часу східно-азіатські центральні банки підтримували свої валюти на досить слабкому рівні. На думку низки експертів, цього достатньо, щоб пояснити відносно великий і постійний профіцит рахунку поточних операцій в регіоні. Дещо ускладнює розуміння ситуації лише те, що експортоорієнтована стратегія розвитку має місце вже протягом десятиліть, а пояснення різкого падіння профіциту поточного рахунку і перетворення його у дефіцит у кризовий період після 1997 року відсутнє.

Для того, щоб перевірити теорію «глобального надлишку заощаджень», можна дослідити залежність між дисбалансом та рівнем фінансового та інституційного розвитку. Згідно з проведеним дослідженням М. Чіна та Х. Іто, тільки для розвинених країн коефіцієнти регресії при аналізі поточного рахунку мають від'ємне, хоч і статистично невелике значення. Оперуючи такими результатами, не можна стверджувати, що країни з розвиненими фінансовими ринками більш схильні до зниження сальдо рахунку поточних операцій, як це роблять прихильники теорії «глобального надлишку заощаджень».

Згідно з основним твердженням неокласичної моделі, капітал повинен перетікати від країн, які мають відносно високе співвідношення капіталу до робочої сили і відносно не вигідні інвестиційні можливості, до країн, які мають відносно низькі співвідношення. Втім, ще у 1990 році вчений Р. Лукас зазначив, що переміщення капіталу від країн Півночі до країн Півдня не відповідає рівням, передбаченим теорією.

З того часу, як Р. Лукас написав свою роботу, фінансова глобалізація набрала великих темпів, значно збільшилися іноземні фінансові потоки. Неіндустріальні країни, особливо група ринкових економік, що розвиваються, стали набагато більше інтегровані в міжнародні фінансові ринки. Навіть за умови, що іноземні фінансові потоки вирости, що припускає більше фінансово інтегрований світ, розподіл потоків, здається, став більше спотвореним відносно того, про що говорить економічна теорія. Зокрема, згідно з основним затвердженням неокласичної моделі, капітал повинен перетікати від країн, які мають відносно високе співвідношення капіталу до робочої сили, до країн, які мають відносно

низьке співвідношення. Прикметно, що тоді як середній дохід на душу населення в профіцитних економіках має тенденцію до зменшення, в країнах з дефіцитом грошових коштів спостерігаються позитивні зрушення до його зростання.

Дійсно, останнє десятиліття ХХ століття ознаменувалось перетоком капіталу від бідних країн до багатих. Втім подібні явища спостерігались ще наприкінці 1980-их років, коли середній дохід на душу населення в профіцитних країнах був нижче за відповідні показники дефіцитних країн.

Переміщення капіталу між розвиненими країнами та економіками країн, що розвиваються, частково можуть бути пояснені результатом офіційних потоків (допомоги, акумуляцією міжнародних резервів), що може бути викликано чинниками, відмінними від базових мотивів зрівнювання на основі рівня прибутковості згідно неокласичної теорії. В свою чергу, прямі іноземні інвестиції (ПІІ) поводяться в більшій мірі відповідно до засад моделей, згідно з якими середньозважена відносна дохідність в країнах, що відчувають притік капіталу, здебільшого нижча за показники країн, що його експортують, хоча відносний дохід країн-донорів капіталу має тенденцію до зменшення, в той час, як рівень доходу країн-реципієнтів росте, починаючи із середини 1990-их років. Частково, активний притік ПІІ до країн, що розвиваються в період із середини 1980-их років до середини 1990-их років став результатом активного проведення процесів приватизації, інспірованих, в тому числі, порадами МВФ.

Вчені П.-О. Гурінча і О. Жан [2], які наводять факти негативної кореляції між потоками капіталів та інвестиційними ставками, доводять, що в межах групи неіндустріальних країн, капітал повинен переміщатися у великих кількостях до країн, що демонструють найвищі темпи росту, а, отже, мають найкращі інвестиційні можливості. Дослідник Р.-Г. Раджан [3] розділив неіндустріальні країни на три рівні за розміром групи (за рівнем населення), відокремивши Індію та Китай, і обрахував загальний дефіцит поточного рахунку для кожної групи. Згідно отриманих результатів, як за період 1970-2004 рр., так і упродовж підперіодів, чистий розмір припливу іноземного капіталу до країн, що відносно швидко розвиваються, був менше, ніж до країн з середніми або низькими темпами зростання.

Власне, Китай як країна, що розвивається найдинамічніше, має надлишок в цей період. Втім, вже у період з 2000 р. по 2004 р. тенденція має яскраво зворотний характер, де Індія та Китай репрезентують групу країн-експортерів капіталу, тоді як країни з низькими темпами росту перетворюються на реципієнтів значних обсягів капіталів. Таким чином, авторами підтверджено висновок щодо відсутності кореляції між потенційними темпами росту країн та напрямками потоків капіталу, що повністю підтверджує так звану загадку розподілу капіталу П.-О. Гурінча і О. Жана.

Як зазначає Н. Резнікова, на окремих емерджентних ринках, наприклад КНР, високі норми збереження пояснюються недорозвитком та неефективністю фінансових ринків. Так, структурні недоліки сприяють зростанню норм заощаджень як корпоративного, так і приватного секторів. В канонічному розумінні, національні рівні заощаджень і капіталовкладень мали б взаємно узгоджуватись, що означало б, що зміни в рівні заощаджень завжди викличуть відповідні зміни в капіталовкладеннях. Втім, в останнє десятиліття окреслений взаємозв'язок між внутрішніми заощадженнями та капіталовкладеннями ослаб через дію чинника лібералізації руху капіталу. Так, у промислово розвинених країнах обсяг заощаджень перевищує капіталовкладення, тоді як у країнах, що розвиваються, заощадження, у порівнянні з обсягами капіталовкладень, значно менші [4].

Пояснення парадоксу Лукаса в інтерпретації Л. Альфаро, С. Калемли-Оцсана та В. Колосовича [5] ґрунтувались на постулаті про те, що доходи, отримані внаслідок здійснення ризикових інвестицій в країнах з нерозвиненими фінансовими установами посту-

патимуться доходам, що потенційно можуть бути отримані при заданому співвідношенні «дохід-ризик-ліквідність» у країнах з відповідною фінансовою інфраструктурою. В свою чергу, К. Рогофф та К. Рейнхарт [6] застерігають про ризик невчасної сплати урядами бідних країн взятих на себе боргових зобов'язань. Такі припущення спрямовують дослідницький ракурс на пошук відповіді на питання, яке дещо спрощено може бути сформульоване в такий спосіб: чому лєвова частка іноземного капіталу не надходить до країн з високими темпами розвитку, що могло б забезпечити його вищу продуктивність? І, що найважливіше, чи мають ці викривлення у географії потоків капіталу несприятливий вплив на неіндустріальні країни?

Розглядаючи взаємозв'язок між станом рахунку поточних операцій та економічним ростом, дослідники М. Чін та Е. Прасад [7] звертаються до моделі життєвого циклу. Так, згідно останньої, бідні країни, лібералізуючи ринки фінансових послуг, швидше матимуть дефіцит поточного рахунку у випадку імпорту капіталу для задоволення свої інвестиційних потреб. Врешті-решт, такі країни стануть відносно багатими на капітал, наростивши свій торговий профіцит, що частково піде на сплату кредитних зобов'язань по дефіциту поточного балансу. Таким чином, кореляція між станом рахунку поточних операцій та відносним доходом між країнами має U-форму, де дуже бідні не є відкритими або здатними позичати; відносно бідні, які мають великий дефіцит поточного балансу та багаті країни з профіцитними балансами.

Згідно теорії Босвотра-Коллінза [8], що містить спрощені моделі кореляційних зв'язків між відносним доходом і станом балансу поточного рахунку для неіндустріальних та індустріальних країн, найнижчі значення платіжного балансу для країн що розвиваються досягаються за достатньо низького рівня доходів. При чому, спостерігається суттєва пряма позитивна кореляція платіжного балансу та відносного рівня доходу країни відповідно. Втім, у випадку промислово розвинутих країн співвідношення обсягу інвестицій до ВВП скорочується по мірі зростання відносного доходу, навіть у разі збільшення заощаджень, тому існує очікуваний позитивний зв'язок між платіжним балансом та відносним доходом. Так, подібні спостереження підтверджують результати досліджень Ф.-Р. Лейна та Ж.-М. Мілесі-Ферретті (2001) [9], які доводять пряму кореляцію між нетто-позицією по зарубіжним активам країн та рівнем їх відносного доходу.

Розглядаючи співвідношення між темпами зростання і балансом поточного рахунку на прикладі неіндустріальних країн, можуть виникнути сумніви, що таке співвідношення перебуває під впливом країн, що відстають в економічному розвитку і паралельно одержують фінансову допомогу. Втім, попри зазначену засторогу, дані, взяті для інтерпретації, можна оцінити як доказ факту, що країни, що менше покладаються на іноземний капітал, ростуть більше.

Висновки. Період 1985-97 рр. можна назвати золотим століттям фінансової інтеграції, тоді як період 1999-2004 рр. відрізняється зворотним накопиченням внаслідок кризи. Водночас, країни з більш високим рівнем інвестицій розвиваються значно впевненіше, ніж ті, у яких їхній рівень низький, що і не суперечить класичним уявленням. Прикметно, що країни, які мали високу внутрішню інвестиційну активність на тлі низької залежності від іноземних заощаджень росли швидше, в середньому, на 1% на рік, в порівнянні з країнами, що мали високі показники інвестицій, але також велику міру залежності від іноземного капіталу.

За даними Р. Хаусманна, Д. Родрика, Л. Прінчетта [10], країни, переходячи від повільного до швидкого зростання, також прагнуть знизити рівень іноземного фінансування внутрішніх інвестицій. При цьому справедливо зазначити: даний факт не означає, що окреслений спад стосується усіх форм іноземного фінансування при переході до стадії при-

скореного зростання. Окреслене дозволяє стверджувати, що використання іноземного капіталу, очевидно, має негативний вплив на зростання. Зв'язок простежується швидше в заощадженнях, чим в інвестиціях.

Країни розвиваються з більшою вірогідністю, якщо вони споживають менше і економлять більше під час ривків зростання. Це явище, на думку Д. Родрика та Л. Прінчетта, пов'язане з неіндустріальними країнами. Слід визнати, що в такій інтерпретації факти ставлять під сумнів фундаментальне твердження, яке наполягає на тому, що інвестиції в неіндустріальні країни сповільнюються унаслідок нестачі внутрішніх ресурсів. Якби це було так, зв'язок між поточним рахунком і зростанням повинен був би простежуватися на внутрішньому інвестуванні, втім, цього не відбувається.

Неокласична модель не може пояснити масштабний приплив капіталу в розвинені країни, що відбувалося у минулі роки. Швидше за все, урядові заощадження, регулювання державою потоків капіталу і диспропорції на фінансових ринках США та інших розвинених країн скоротили обсяги фінансового капіталу, що не збігається із циклом економічної активності країн, що розвиваються. Отже, має сенс спробувати пом'якшити ситуацію, яка виникла внаслідок надмірного запозичення, за допомогою усунення диспропорцій на фінансових ринках. Іншими словами, велике сальдо рахунку поточних операцій слід розглядати як результат нестабільної макроекономічної, фінансової та/або регуляторної політики.

Причиною спрямування потоків капіталу в країни, що розвиваються, є деформація внутрішньої фінансової системи, яка на сьогодні обумовлена рекордно низькою дохідністю активів країн, що розвиваються. У тому разі, якщо очікується стабільний приплив капіталу, традиційно заходи, спрямовані на регулювання потоків капіталу, виявляються неефективними. З іншого боку, антициклічна фіскальна політика та пруденційні заходи у фінансовому секторі можуть виявитися ефективнішими для вирішення проблеми регулювання потоків капіталу.

Список використаних джерел

1. Chinn M.D. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions [Electronic resource] / M.D. Chinn, H. Ito. – Mode of access: <http://dipeco.economia.unimib.it/Persone/Colombo/ecoemergenti/assignments/cap-liberalisation/chinn-ito.pdf>.
2. Gourinchas, P.-O. Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle [Electronic resource] / P.-O. Gourinchas, O. Jeanne. – Mode of access: http://socrates.berkeley.edu/~pog/academic/allocation_june09.pdf.
3. Rajan R.G. Financial Dependence and Growth [Electronic resource] / R. G. Rajan, L. Zingales. - Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w5758.pdf>.
4. Резнікова Н.В. Теоретико-методологічні підходи до визначення природи економічних дисбалансів в контексті кризових потрясінь / Н. В. Резнікова // Вісник Донецького національного університету. – 2012. – №1. – С. 153-157.
5. Alfaro L. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation [Electronic resource] / L. Alfaro, S.Kalemli-Ozcan, V. Volosovych. – Mode of access: <http://econ.sciencespo.fr/sites/default/files/file/pmartin/secondyear/restat.pdf>.
6. Reinhart C.M. Serial Default and the «Paradox» of Rich-to-Poor Capital Flows [Electronic resource] / C.M. Reinhart, K.S. Rogoff. - Mode of access: http://www.nber.org/papers/w10296.pdf?new_window=1.

7. Chinn M.D. Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: an empirical exploration [Electronic resource] / M.D. Chinn, E. Prasad. – Mode of access: http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_prasad_JIE.pdf.
8. Bosworth B.-P. The Empirics of Growth: An Update [Electronic resource] / B.P. Bosworth, S.M. Collins. – Mode of access: <http://www.brookings.edu/views/papers/bosworth/20030307.pdf>.
9. Lane P.-R. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities [Electronic resource] / P.-R. Lane, G.-M. Milesi-Ferretti. – Mode of access: http://economics.uwo.ca/grad/9663a001/papers/external_wealth_nations_markii_jie.pdf
10. Hausmann R. Growth Accelerations [Electronic resource] / R. Hausmann, L. Pritchett, D. Rodrik. – Mode of access: <http://www.hks.harvard.edu/fs/rhausma/new/w10566.pdf>