



Парадокс капитала

Ишвар Прасад, Рагурам Раджан
и Арвинд Субраманьян

Работница на фабрике в китайской провинции Анхуи, экспортирующей продукцию в страны Европейского союза.

Связан ли иностранный капитал с экономическим ростом, и если нет, то почему его потоки направлены «вверх»?

СТАНДАРТНАЯ экономическая теория утверждает, что в совокупности финансовый капитал должен перетекать из более богатых стран в более бедные. То есть он должен направляться из стран, где физический капитал превышает запасы рабочей силы (а значит, прибыль на капитал ниже), в страны, располагающие относительно меньшим капиталом (а значит, имеющие больше неиспользованных инвестиционных возможностей). В принципе, от такого перемещения капитала более бедные страны должны становиться богаче, поскольку оно открывает им доступ к большему объему финансовых ресурсов, которые они могут вложить в физический капитал, такой как оборудование, машины и инфраструктура. Такие инвестиции должны вести к повышению уровня занятости и доходов этих стран.

Естественно ожидать, что с усилением финансовой глобализации, то есть трансграничных потоков финансового капитала различных видов, эти потоки из промышленно развитых стран в развивающиеся будут возрастать, приводя к улучшению экономического положения всех стран. Это действительно весьма оптимистический сценарий, но что же происходит на самом деле? В своей знаменитой статье, написанной в 1990 году, Роберт Лукас указал на то, что потоки капитала из богатых стран в бедные были очень незначительными и ни в коей мере не приближались к уровням, предсказываемым теорией. В последние полтора десятка лет финансовая глобализация, безусловно, ускорилась. Что же в таком случае произошло с эмпирическим парадоксом, который был выявлен Лукасом? Устранила ли его растущая финансовая интеграция?

Удивительно то, что с течением времени этот парадокс скорее даже усилился. Как показано на рис. 1, средние доходы (по отношению к доходам в Соединенных Штатах) стран-экспортеров капитала снизились, значительно отстав от соответствующего уровня в странах-импортерах капитала. Иными словами, капитал перетекает из бедных стран в богатые!

Наблюдаемый в последнее время дефицит по счету текущих операций США и профицит по счету текущих операций Китая, безусловно, в значительной мере объясняют, почему капитал течет «вверх». Но этим дело едва ли исчерпывается. Многие промышленно развитые страны в настоящее время имеют дефицит по счету текущих операций, тогда как большое число стран с формирующимся рынком — профицит. На рис. 1 показано также, что восходящие потоки капитала не представляют собой совершенно новое явление: аналогичная тенденция наблюдалась и в середине 1980-х годов.

Потоки капитала в развивающиеся страны и из этих стран включают официальные потоки, такие как приток иностран-

ной помощи и отток в виде накопленных международных резервов. Эти потоки могут быть обусловлены иными факторами, чем базовые соображения о доходности инвестиций, которые рассматривались выше. Лучше ли согласуется динамика потоков частного капитала с экономической теорией? Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) действительно перетекают из более богатых стран в более бедные, что весьма отдаленно. Однако, несмотря на то что роль ПИИ со временем возрастает, их доля в потоках частного капитала в развивающиеся страны по-прежнему составляет лишь примерно 40 процентов, а в общих потоках капитала — еще меньше. Кроме того, с точки зрения наличия ресурсов, которые можно было бы использовать для финансирования инвестиций в стране, в конечном счете важна именно структура общих потоков капитала. В настоящей статье исследуется размещение капитала в мире, а также вопрос о том, насколько иностранный капитал действительно способствует экономическому росту в развивающихся странах.

Изучение парадокса

Возможно, если разобраться в этом получше, парадокс Лукаса — не такой уж парадокс. Ведь многие развивающиеся страны обременены целым рядом проблем — включая недостаточно развитую инфраструктуру, низкий уровень образования трудовых ресурсов, коррупцию и тенденцию нарушать условия погашения внешнего долга, — которые снижают прибыль на инвестиции, скорректированную по риску. Эти проблемы могут служить объяснением того, почему капитал не поступает в развивающиеся страны в ожидаемых масштабах. Возможно, скорректированная по риску прибыль, которую иностранные инвесторы получают от инвестиций в этих странах, гораздо ниже нормы прибыли, которую можно было бы ожидать, ориентируясь исключительно на относительный дефицит капитала и относительный избыток рабочей силы.

Во всяком случае, из того капитала, который действительно поступает в развивающиеся страны, больше должно направляться в те страны, которые демонстрируют наиболее быстрые темпы роста и потому, вероятно, имеют лучшие инвестиционные возможности. Но происходит ли это?

Чтобы изучить этот вопрос, мы проранжировали развивающиеся страны в порядке возрастания средних темпов роста за период с 1970 по 2004 год. Затем мы разделили их на три группы с примерно равной совокупной численностью населения. Индия и Китай рассматривались отдельно, поскольку численность их населения очень велика. Мы просуммировали дефицит по счету текущих операций в каждой группе и дефля-



тировали рассчитанные таким образом потоки, выраженные в долларах, с помощью индекса потребительских цен США, с тем чтобы обеспечить их сопоставимость во времени. В принципе, больше всего капитала должно поступать в страны с наиболее быстрыми темпами экономического роста и меньше всего — в группу стран с самыми медленными темпами.

На рис. 2 показано, что за период с 1970 по 2004 год, а также за более короткие периоды времени чистый объем иностранного капитала, поступавшего в развивающиеся страны с относительно высокими темпами роста, был ниже, чем объем капитала, поступавшего в группы стран со средними и низкими темпами роста. В 2000–2004 годы структура потоков капитала носила поистине аномальный характер: Индия, Китай и страны с высокими и средними темпами экономического роста *экспортировали* значительные объемы капитала, в то время как страны с низкими темпами роста получали значительные суммы капитала. Такая ситуация, когда потоки капитала, направляемого в развивающиеся страны, не ориентируются на темпы роста, получила название «загадки размещения» в работе Gourinchas and Jeanne (2006).

Эта загадка становится еще более непостижимой, если обратиться к анализу чистых потоков ПИИ (см. рис. 3). В самый последний период (2000–2004 годы) даже чистые потоки ПИИ не ориентируются на темпы экономического роста. В целом, однако, они соотносятся с темпами роста: за период с 1970 по 2004 год группа развивающихся стран с наиболее быстрыми темпами роста получила большую часть ПИИ, причем значительные суммы поступали в Китай. Это указывает на то, что быстро развивающиеся страны действительно имеют больше инвестиционных возможностей, благодаря чему они привлекают больше ПИИ. Однако в общей сложности они не используют больше иностранного капитала, а Китай даже является чистым экспортером капитала.

Коротко говоря, явная аномальность общей ситуации с иностранным финансированием становится еще более ярко выраженной, если рассмотреть размещение капитала по развивающимся странам. Парадокс международных потоков капитала еще больше, чем представлялось Лукасу!

Движущая сила роста

Почему в развивающихся странах, темпы *роста* которых быстрее и в которых, как следствие, выявленная предельная

производительность капитала (и, возможно, кредитоспособность) действительно высока, не поступает больше иностранного капитала? И, что более важно, не препятствуют ли эти аномальные потоки капитала экономическому росту в странах, не относящихся к группе промышленно развитых?

В многочисленных исследованиях делается по существу один и тот же вывод: используя макроэкономические данные, сложно установить устойчивую причинно-следственную связь между притоком частного капитала и экономическим ростом. Но означает ли это, что иностранный капитал не играет никакой роли?

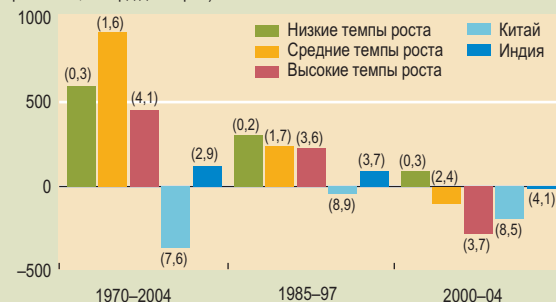
Подойдя к этому вопросу с другой стороны, мы исследовали долгосрочную взаимосвязь между сальдо счета текущих операций и экономическим ростом. Сальдо счета текущих

Рисунок 2

Аномальные тенденции

Развивающиеся страны с высокими темпами роста привлекали меньше чистого иностранного капитала, чем страны из групп со средними и низкими темпами роста.

(Совокупные потоки в страны, не относящиеся к группе промышленно развитых, в млрд долларов)



Источник: расчеты авторов.

Примечание. В скобках указаны медианные значения темпов роста реального ВВП стран, входящих в каждую группу (после их усреднения за соответствующий период по каждой стране). Включенные в выборку страны, не относящиеся к группе промышленно развитых, разбиты на три группы с примерно равной общей численностью населения стран, входящих в каждую группу. Китай и Индия рассматривались отдельно. Каждая панель показывает кумулятивный дефицит по счету текущих операций (в млрд долларов, дефлятированный по индексу потребительских цен США, значение которого в 2004 году приравнено к 1), суммированный по каждой группе за соответствующий период. Отрицательный показатель означает профицит.

Рисунок 1

Вниз или вверх?

По сравнению с Соединенными Штатами относительные доходы стран-экспортеров капитала снизились. (Относительный ВВП на душу населения, взвешенный по текущим операциям)



Источник: расчеты авторов.

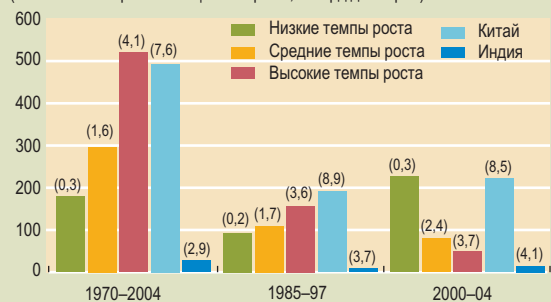
Примечание. Для каждого года выборка стран разбита на две группы: страны, имеющие профицит по счету текущих операций, и страны, имеющие дефицит по счету текущих операций в данном конкретном году. Затем по первой группе рассчитана доля каждой страны в общем профиците по счету текущих операций всех стран, относящихся к этой группе. Затем эта доля умножена на относительные, скорректированные по паритету покупательной способности доходы на душу населения этой страны (измеренные относительно доходов на душу населения в самой богатой стране из выборки за данный год). В результате был получен показатель относительных доходов стран, имеющих профицит, взвешенный по текущим операциям. То же самое было проделано для стран, имеющих дефицит по счету текущих операций. Это позволило сопоставить относительные доходы стран, имеющих профицит, с относительными доходами стран, имеющих дефицит, в каждом году.

Рисунок 3

Лучшие возможности

За исключением самого последнего периода, больше прямых иностранных инвестиций (ПИИ) поступало в страны с наиболее высокими темпами роста.

(Чистые ПИИ в развивающиеся страны, в млрд долларов)



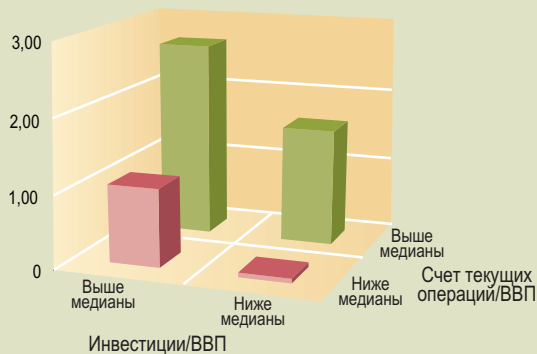
Источник: расчеты авторов.

Примечание. В скобках указаны медианные значения темпов роста реального ВВП стран, входящих в каждую группу (после их усреднения за соответствующий период по каждой стране). Включенные в выборку страны, не относящиеся к группе промышленно развитых, разбиты на три группы с примерно равной общей численностью населения стран, входящих в каждую группу. Китай и Индия рассматривались отдельно. Каждая панель показывает кумулятивный чистый приток ПИИ (в млрд долларов, дефлятированный по индексу потребительских цен США, значение которого в 2004 году приравнено к 1), суммированный по каждой группе за соответствующий период.

Меньшая зависимость

В странах с более высокими коэффициентами инвестиций и более низким дефицитом по счету текущих операций наблюдались более быстрые темпы экономического роста, чем в странах, которые в большей степени опирались на иностранный капитал.

(Средний рост ВВП на душу населения, в процентах)



Источник: расчеты авторов.

Корпоративные инвестиции ограничивались бы объемом внутренних финансовых средств фирм, полученных ими в результате прошлых инвестиций, а потребители сберегали бы значительную часть более высоких доходов, обусловленных ростом производительности, поскольку они не могли бы брать кредиты в ожидании будущего повышения доходов.

Еще одно возможное объяснение заключается в том, что слаборазвитые финансовые системы не могут способствовать эффективному опосредованию иностранного капитала. Результатом этого также могло бы быть отсутствие положительной взаимосвязи между потоками иностранного капитала и более высокими темпами роста. Но если финансовые системы развивающихся стран слабо развиты, откуда взяться повышению производительности? Мы предполагаем, что повышение производительности в странах, не относящихся к группе промышленно развитых, которое происходит *несмотря на* слабость финансовых систем, может объясняться воздействием глобализации, и особенно улучшением функционирования цепей поставок и усилением конкуренции, которые ведут к росту эффективности производства.

В полном согласии с той точкой зрения, что иностранный капитал может оказаться как ненужным, так и бесполезным в силу недостаточной развитости финансовой системы, мы обнаружили, что положительная корреляция между сальдо счета текущих операций и экономическим ростом сохраняется и тогда, когда мы рассматриваем только группу стран с менее развитой финансовой системой. В странах, переживающих периоды быстрого экономического роста, диапазон прибыльных инвестиционных возможностей, а также уровень частного потребления могут быть ограниченными вследствие недостаточного развития финансового сектора, в результате чего инвестиции в таких странах должны будут финансироваться главным образом за счет внутренних сбережений.

Чрезмерная зависимость от иностранного капитала может также иметь пагубные последствия. Она может привести к росту курса национальной валюты, а в некоторых случаях и к его завышению (когда обменный курс выше уровня, обоснованного экономическими детерминантами). Это, в свою очередь, могло бы негативно сказаться на конкурентоспособности и экспорте важнейших секторов экономики, таких как обрабатывающая промышленность. Недавние исследования эпизодов экономического роста показывают, что динамичное развитие обрабатывающего сектора является ключом к долгосрочному росту. Таким образом, ослабление зависимости от иностранного капитала — и недопущение завышенного обменного курса — может оказаться полезным для развития ориентированного на экспорт обрабатывающего сектора.

Оправданная осторожность

Вывод, который можно сделать из нашего анализа, состоит в том, что наблюдающиеся в настоящее время аномальные, как представляется, потоки капитала из бедных стран в богатые не обязательно являются признаком неэффективности глобальных финансовых рынков. Скорее они могут указывать на финансовые и иные структурные препятствия, которые ограничивают способность бедных стран осваивать иностранный капитал.

Если воспринимать полученные результаты буквально, то они наводят на мысль о том, что меньшая зависимость от иностранного капитала связана с более быстрыми темпами экономического роста — хотя нет веских оснований предполагать причинно-следственный характер этой связи. Вместе с тем опора стран, не относящихся к группе промышленно развитых, лишь на внутренние сбережения для финансирования инвестиций сопряжена с издержками. Объем инвестиций и потребления в этом случае меньше, чем в случае, если бы эти страны могли привлекать иностранный капитал на тех же условиях, что и промышленно развитые страны.

Что все это означает с точки зрения мер экономической политики, связанных с открытостью счета операций с капиталом? Любое обсуждение преимуществ открытости счета операций с капиталом, по всей видимости, будет в большой степени зависеть от особенностей конкретной страны. Полученные нами результаты указывают на то, что — коль скоро внутренний финансовый сектор недостаточно развит и следует избегать повышения обменного курса, обусловленного притоком капитала, — возможно, имело бы смысл проявлять большую осторожность в отношении определенных видов притока иностранного капитала. В то же время открытость финансовой системы как таковая может оказаться необходимой для того, чтобы стимулировать развитие внутреннего финансового сектора и воспользоваться выгодами, которые несут с собой финансовые потоки и расширение возможностей роста.

Как разрешить это противоречие? Одним из подходов могло бы стать принятие твердого (и, как хотелось бы надеяться, заслуживающего доверия) обязательства осуществить интеграцию финансовых рынков в определенный момент в будущем, что предоставит внутренней финансовой системе время для развития без возможных неблагоприятных воздействий со стороны притоков капитала и при этом создаст участникам рынка стимул готовиться к грядущей интеграции, так как над ними дамокловым мечом повиснет угроза будущей иностранной конкуренции. Недавним примером тому служит подход Китая, который пытается ускорить реформу банковского сектора, взяв на себя — в числе других обязательств, связанных со вступлением во Всемирную торговую организацию, — обязательство открыть свой банковский сектор для иностранной конкуренции.

Чтобы лучше понять, как повысить емкость рынка страны, что, в свою очередь, позволило бы развивающимся странам извлечь выгоду из иностранного финансирования даже на этапе развития, необходимы дальнейшие, гораздо более обширные исследования. ■

Ишвар Прасад является старшим профессором торговой политики по фонду Толани в Корнельском университете; Рагурам Раджан — почетный профессор по фонду Эрика Гличера Высшей школы бизнеса Чикагского университета; Арвинд Субраманиян — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.

Данная статья основана на материалах написанного авторами и готовящегося к публикации рабочего документа МВФ, который содержит подробные результаты и список литературы.

