

8/23

ПРЕПРИНТЫ



У. К. Джункеев, Е. П. Добронравова,
С. И. Колесник, И. И. Яковлева

**АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ПОТОКОВ КАПИТАЛА
НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ И
СИНХРОНИЗАЦИЮ ДЕЛОВЫХ ЦИКЛОВ**

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российская Академия народного хозяйства и государственной службы при президенте Российской Федерации

(РАНХиГС)

АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ПОТОКОВ КАПИТАЛА НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ И СИНХРОНИЗАЦИЮ ДЕЛОВЫХ ЦИКЛОВ

Джункеев Урмат Кубанович, Центр изучения проблем центральных банков Института прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), стажер-исследователь, dzhunkeev-u@ranepa.ru

Добронравова Елизавета Петровна, Центр изучения проблем центральных банков Института прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), с.н.с., ORCID ID: [0000-0001-5164-906X](https://orcid.org/0000-0001-5164-906X), dobronravova-ep@ranepa.ru

Колесник Софья Игоревна, Центр изучения проблем центральных банков Института прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), стажер-исследователь, kolesnik-si@ranepa.ru

Яковлева Ирина Игоревна, Центр изучения проблем центральных банков Института прикладных экономических исследований (ИПЭИ) Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС), м.н.с., ORCID ID: [0000-0003-0871-8706](https://orcid.org/0000-0003-0871-8706), yakovleva-ii@ranepa.ru

Москва 2023

The Russian Presidential Academy of national economy and public administration
(RANEPA)

ANALYSIS OF THE IMPACT OF CAPITAL FLOWS ON ECONOMIC GROWTH
AND SYNCHRONIZATION OF BUSINESS CYCLES

Urmat K. Dzhunkeev, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), junior researcher, ORCID ID: 0000-0003-0097-4561, dzhunkeev-u@ranepa.ru

Elizaveta P. Dobronravova, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), senior researcher, ORCID ID: [0000-0001-5164-906X](https://orcid.org/0000-0001-5164-906X), dobronravova-ep@ranepa.ru

Sofiya I. Kolesnik, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), junior researcher, kolesnik-si@ranepa.ru

Irina I. Yakovleva, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), junior researcher, ORCID ID: [0000-0003-0871-8706](https://orcid.org/0000-0003-0871-8706), yakovleva-ii@ranepa.ru

Moscow, 2023

Аннотация. Настоящее исследование посвящено анализу существующих работ в области анализа факторов мобильности капитала, а также влияния потоков капитала на процессы экономического роста и синхронизацию деловых циклов. **Актуальность** настоящего исследования обусловлена перспективами углубления финансовой интеграции стран-членов Евразийского экономического союза и необходимостью выявления механизмов и направления влияния интеграционных процессов на экономику стран-участниц. **Цель** данного исследования состоит в выявлении на основе обзора теоретических и эмпирических исследований ключевых механизмов влияния финансовой интеграции на экономический рост и процесс конвергенции в рамках экономического союза, а также синхронизацию бизнес-циклов между странами, основные **методы** – системный анализ, синтез, обобщение существующих эмпирических и теоретических исследований. **Результаты** данного исследования позволяют сформулировать подход к изучению процесса финансовой интеграции между странами-членами ЕАЭС, выявлению и оценке работоспособности каналов влияния мобильности капитала на экономические процессы в краткосрочной и долгосрочной перспективах в зависимости от видов трансграничных потоков капитала. **Выводы** исследования в части, посвященной экономическому росту, заключаются в том, что даже в рамках одного канала характер влияния на экономический рост перехода к более открытому счету операций с капиталом может варьироваться. Тем не менее для потоков капитала в форме прямых инвестиций наиболее вероятно обнаружение положительного влияния на экономический рост, поскольку такие потоки чаще всего сопряжены с производительными инвестициями. В части, связанной с деловыми циклами, может быть сделан вывод о том, что характер влияния мобильности капитала на синхронизацию деловых циклов являются неоднозначными, и существуют аргументы как в пользу того, что финансовая интеграция приводит к синхронизации деловых циклов, так и в пользу десинхронизации. Однако ПИИ, скорее, способствуют синхронизации циклов, поскольку они стимулируют международные цепочки создания стоимости и деятельность транснациональных корпораций, которые могут распределять прибыль и убытки между филиалами, а также способствуют трансферу технологий.

Ключевые слова: мобильность капитала, синхронизация деловых циклов, экономический рост, факторы мобильности капитала, экономическая интеграция, финансовая интеграция.

JEL-коды: F02, F15, F21, F36, F44, C22, C23, C33, C36, C38.

Abstract. In this paper we study existing works about factors of capital mobility, as well as the impact of capital flows on the economic growth and synchronization of business cycles. The relevance of this study arises from the prospects of deepening financial integration of the Eurasian Economic Union member countries and the need to identify the mechanisms and direction of the impact of integration processes on the economies of the member countries. The **purpose** of this study is to identify, based on a review of theoretical and empirical studies, the key mechanisms of the impact of financial integration on economic growth and the process of convergence within the economic union, as well as the synchronization of business cycles between countries. The basic **methods** are system analysis, synthesis, generalization of existing empirical and theoretical studies. **The results** of this study allow us to formulate an approach to investigate the process of financial integration between the EAEU member countries, to identify and assess the performance of channels of capital mobility impact on economic processes in the short and long term depending on the types of cross-border capital flows. The **conclusions** of the study on economic growth are that even within a single channel, the nature of the impact of capital mobility on economic growth may vary. Nevertheless, capital flows in the form of direct investment are the most likely to be found to have a positive impact on economic growth, as such flows are most often associated with productive investment. On the business cycle side, it can be concluded that the nature of the impact of capital mobility on business cycle synchronization is ambiguous, and there are arguments both in favor of financial integration leading to business cycle synchronization and desynchronization. However, FDI is more likely to contribute to cycle synchronization because it stimulates international value chains and the activities of multinational corporations that can share profits and losses among affiliates, as well as facilitating technology transfer.

Key words: capital mobility, synchronization of business cycles, economic growth, factors of capital mobility, economic integration, financial integration.

JEL-codes: F02, F15, F21, F36, F44, C22, C23, C33, C36, C38.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	6
1 Факторы мобильности капитала: обзор существующих исследований	7
2 Влияние мобильности капитала на процессы экономического роста и конвергенции: каналы, теоретические и эмпирические	12
3 Связь между мобильностью капитала и синхронизацией деловых циклов	19
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	23
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	25

ВВЕДЕНИЕ

Углубление торговых и финансовых связей, происходящее в условиях экономической интеграции, обычно приводит к синхронизации бизнес-циклов между странами, а также оказывает влияние на процессы экономического роста и конвергенции в рамках экономического союза. Одной из важных предпосылок к успешной интеграции является международная мобильность капитала, часто также включаемая в качестве безусловной предпосылки в теоретические модели международной экономики, анализирующие взаимодействие интегрирующихся экономик.

На современном этапе страны Евразийского экономического союза движутся в направлении гармонизации регулирования финансовых рынков. В этой связи вопрос углубления финансовой интеграции и понимания механизмов её влияния на экономические процессы в странах-членах ЕАЭС представляется чрезвычайно актуальным.

Целью данного исследования является выявление ключевых механизмов влияния финансовой интеграции на экономический рост и процесс конвергенции в рамках экономического союза, а также синхронизацию бизнес-циклов между странами на основе обзора теоретических и эмпирических исследований.

Для выполнения поставленной цели в рамках исследования решались следующие задачи: во-первых, на основе обзора литературы выявить и классифицировать факторы международной мобильности капитала, во-вторых, провести обзор теоретических подходов к объяснению и моделированию влияния мобильности капитала на долгосрочную совместную динамику макроэкономических показателей (процессы экономического роста и конвергенции), выявить каналы данного влияния, в-третьих, проанализировать связь между краткосрочной совместной динамикой макроэкономических показателей (процессы синхронизации делового цикла) и мобильностью капитала на основе обзора теоретических и эмпирических методов.

Проведенный в рамках данного исследования комплексный обзор литературы позволяет сформулировать подход к изучению процесса финансовой интеграции между странами-членами ЕАЭС, выявлению и оценке работоспособности каналов влияния мобильности капитала на экономические процессы в краткосрочной и долгосрочной перспективах в экономиках стран-участниц в зависимости от видов трансграничных потоков капитала.

1 Факторы мобильности капитала: обзор существующих исследований

Под мобильностью капитала обычно понимается возможность резидентам страны совершать финансовые операции с зарубежными активами и обязательствами, а также возможность для нерезидентов совершать финансовые операции с отечественными активами и обязательствами.

Интерес к анализу факторов, определяющих направления и интенсивность, потоков финансового капитала в научной литературе был вызван двумя эпизодами: всплеском потоков капитала из развитых в развивающиеся страны в 1980-90е годы и резким оттоком капитала из развивающихся стран, произошедшим во время мирового финансового кризиса в 2008 году. Обычно выделяют внешние и внутренние факторы, нами также рассматривается классификация факторов на краткосрочные и долгосрочные, обсуждается зависимость интенсивности и направления потоков капитала от типа инвестиций и инвесторов. В настоящий обзор были включены фундаментальные и наиболее цитируемые статьи в соответствующей области. Уделяется внимание исследованиям, где приводятся теоретические обоснования и экономико-математические модели, объясняющие направления и динамику потоков капитала.

Taylor и Sarno (1997) [1] отмечают, что как чистые, так и валовые международные потоки капитала определяются двумя ключевыми наборами факторов: фундаментальными экономическими факторами, а также рыночными фрикциями, включающими официальную государственную политику в отношении финансовой открытости и несовершенствами финансовых рынков. К фундаментальным факторам относятся инвестиционные возможности, доступные в глобальной экономике, ожидаемая доходность различных инвестиционных проектов, реализуемых в разных странах, межвременные предпочтения индивидов и склонность индивидов к риску. Однако оценить вклад фундаментальных факторов в интенсивность финансовых потоков на практике сложно. При этом для каждой страны можно выделить внутренние, т.е. возникающие в стране, и внешние, т.е. возникающие за рубежом и «неподвластные» внутреннему регулированию, факторы мобильности капитала.

Fernandez-Arias и Montiel (1996) [2], исследуя рост потоков финансового капитала из развитых стран в развивающиеся в 1973-1981 и в начале 1990-х, одними из первых предложили разграничивать два вида факторов, определяющих направление финансовых потоков. Это так называемые «push-» и «pull-» факторы, т.е. факторы, способствующие оттоку капитала из страны и факторы, способствующие притоку капитала в страны. Fernandez-Arias и Montiel (1996) [2] представляют теоретическую экономико-математическую модель, с помощью которой демонстрируют, что внутренние факторы (отечественный экономический климат, кредитный рейтинг страны), влияющие на привлекательность инвестиций в страну,

частично могут зависеть от не контролируемых малой открытой экономикой внешних условий (финансовое состояние стран-кредиторов, например, внутренние доходности, регулирование оттока капитала с финансовых рынков и т.п.) , в частности от зарубежных процентных ставок.

Taylor и Sarno (1997) [1] отмечают, что в случае кратковременных колебаний таких рассматриваемых Fernandez-Arias и Montiel (1996) [2] факторов как состояние отечественного экономического климата, финансовое состояние стран-кредиторов, кредитный рейтинг страны, будет наблюдаться кратковременное изменение финансовых потоков, в то время как постоянные шоки этих факторов приводят к структурным сдвигам в направлениях и интенсивности международных потоков капитала. Изменение текущих потоков капитала определяется, с одной стороны, разрывом между желаемыми и фактическими потоками капитала в предыдущий период, с другой стороны, изменениями «push»- и «pull»-факторов, определяющих желаемые чистые зарубежные финансовые потоки. При этом долгосрочный или краткосрочный характер изменения по-прежнему зависит от временного или постоянного характера изменения факторов чистого притока и оттока капитала.

Фундаментальные факторы притока капитала (pull-factors), согласно [1], отражают отечественные инвестиционные возможности и риски. Как мы уже отмечали выше, Fernandez-Arias и Montiel (1996) [2] разделяют факторы притока капитала на отечественный инвестиционный климат и кредитные риски страны. В исследованиях [2] и [3] выделяются и другие факторы, к ним относятся: улучшение отечественной макроэкономической политики (проведение успешной политики по стабилизации инфляции, стабилизации валютного курса, устойчивость бюджетно-налоговой политики, сокращение структурного дефицита бюджета, устойчивость государственного долга, сокращение издержек на обслуживание долга, а также структурные и институциональные реформы), развитие финансовых рынков, политика, направленная на либерализацию отечественных финансовых рынков, финансовую открытость для зарубежных инвесторов, и политика либерализации торговли, например сокращение пошлин. Перечисленные внутренние факторы относятся к долгосрочным, среди краткосрочных внутренних факторов, влияющих на привлекательность инвестиций, Agias и Montiel (1996) [2] выделяют такие, как ужесточение денежно-кредитной политики, шоки национального дохода, приводящие к изменениям условий торговли в стране.

Ключевые внешние факторы, оказывающие влияние на альтернативные издержки инвестирования в страну, обсуждаются в исследованиях [4], [2], [3] и др. Их также можно разделить на краткосрочные и долгосрочные. Так, к краткосрочным внешним факторам притока капитала можно отнести: зарубежные процентные ставки, подъёмы и рецессии за рубежом, поведенческие эффекты, возникающие на мировых финансовых рынках. К долгосрочным внешним факторам на основе работ [4], [2], [3] могут быть отнесены: ослабление

регулирования стран-кредиторов в отношении выхода их экономических агентов на финансовые рынки развивающихся стран, рост конкуренции на зарубежных рынках, рост издержек производства на зарубежных рынках, рост роли институциональных инвесторов, изменение возрастной структуры населения стран-доноров.

Влияние глобальных циклических колебаний на международные потоки капитала оценивается авторами неоднозначно. Так, с одной стороны, Calvo и др. (1993) [4] показывают, что рецессии в странах-донорах вынуждают центральные банки этих стран снижать процентные ставки, что приводит к оттоку капитала в страны-реципиенты, а также увеличивают кредитоспособность и сокращают риски дефолта стран-должников. С другой стороны, ряд авторов [5], [6] отмечают, что кризис в соседних странах (как правило, тоже реципиентах) может негативно сказаться на притоке капитала в рассматриваемую страну, на что указывают модели «финансового заражения».

Lopez-Meija (1999) [3] выделяет несколько ключевых каналов «финансового заражения», отражающих механизмы влияния зарубежных кризисов на приток капитала в страну. Так, оно может происходить через торговые связи и колебания валютных курсов, многосторонние финансовые связи между странами. Также кризис в одной из стран-реципиентов капитала заставляет инвесторов менять отношение к риску вложений в остальные страны, что приводит к снижению их кредитных рейтингов, оттоку капитала и распространению кризиса. Вследствие несовершенств и асимметрии информации из-за кризиса в одной стране инвесторы присоединяются к большинству и выводят свои капиталы из подверженной кризису страны и из остальных стран региона.

В литературе, посвящённой изменениям мировых потоков капитала во время и после мирового финансового кризиса внимание уделяется в первую очередь последствиям стимулирующей денежно-кредитной политики в развитых экономиках [7], [8], а также увеличению несклонности к риску глобальных инвесторов [9], причём для развивающихся экономик эти факторы относятся к набору внешних, т.е. «push»-факторов. Так, Milesi-Ferretti и др. (2011) [9] отмечают, что во время финансовых кризисов (и во время мирового финансового кризиса 2008 года, в частности) рост международных потоков капитала был в первую очередь спровоцирован «шоком рисков»: с одной стороны, наблюдался общий рост уровня финансовых рисков, т.к. финансовые активы с высокими кредитными рейтингами оказались менее надёжными, чем это представлялось инвесторам ранее, а с другой стороны, сократилась склонность инвесторов к риску при каждом возможном уровне риска.

Сравнительная важность внешних и внутренних факторов притока капитала является частью научной дискуссии. Так, результаты работ [10], [11] указывают на внутренние факторы улучшения макроэкономической среды развивающихся экономик как ключевые драйверы

притока капитала в эти страны в 1980-90е годы. Однако исследования [4], [2], наоборот, особо подчёркивают роль внешних «push»-факторов, т.е. экономической обстановки в зарубежных экономиках, влияющих на приток капитала в страну или отток из неё, в частности циклических колебаний экономик стран-доноров. Montiel и Reinhart (1999) [12] отмечают, что внешние «push»-факторы определяют величину оттока капитала из стран-доноров, однако распределение этого капитала между странами-реципиентами зависит в первую очередь от внутренних «pull»-факторов, а потому при моделировании притока-оттока капитала в отдельные страны нужно обязательно учитывать обе группы факторов.

Тем не менее Коерке (2019) [7] отмечает, что разделение факторов мобильности капитала на внешние и внутренние, а также идеи об их «дихотомии» не всегда являются оправданными. Не все факторы, существенно влияющие на финансовые потоки, можно однозначно отнести к внешним или внутренним. Некоторые показатели в целом отражают одни и те же процессы в отечественной и зарубежных экономиках, и поэтому, например, вместо темпов роста отечественной и глобальной экономик лучше сразу смотреть на дифференциалы темпов роста, аналогично – на дифференциалы процентных ставок и т. д.

На потоки капитала влияют не только описанные факторы, но ряд исследователей отмечает, что факторы международных потоков капитала могут различаться в зависимости от типа инвестиций: ПИИ, портфельные инвестиции в форме инструментов участия в капитале, портфельные инвестиции в форме долговых обязательств, банковские займы и т.п. Основное различие между этими типами инвестиций заключается в том, что одни из них более чувствительны к краткосрочным внешним и внутренним факторам, в то время как другие – к долгосрочным.

Чаще всего в литературе обращают внимание на долгосрочный характер прямых иностранных инвестиций, на которые, соответственно, большее влияние оказывают институциональные и структурные факторы и которые в большей степени подвержены влиянию краткосрочных шоков и волатильности финансовых рынков. В исследовании [3] автор показывает, что прямые инвестиции наиболее чувствительны к фундаментальным долгосрочным внутренним «pull»-факторам притока капитала, но гораздо слабее зависят от внешних факторов и, в частности, от зарубежных процентных ставок. При этом отмечается, что портфельные инвестиции наиболее чувствительны к дифференциалам процентных ставок в стране и за рубежом и, соответственно, к денежно-кредитной политике больших экономик. Аналогичные результаты по потокам портфельных инвестиций в ответ на зарубежную процентную и нетрадиционную монетарную политику получены в исследованиях [2], [12], [13], [14] и др. Негативное влияние роста мировых процентных ставок на потоки банковских займов в малые экономики были подтверждены в работах [15], [16].

В более ранних исследованиях говорилось скорее в пользу того, что прямые иностранные инвестиции слабо зависят от краткосрочных циклических колебаний [1]. Однако в работе Doytch (2021) [17] выделяются два канала влияния циклических колебаний на ПИИ. Согласно эффекту дохода входящие потоки ПИИ должны вести себя контрциклически. Во время подъема у фирм повышаются доходы и стоимость их активов. Иными словами, во время подъема активы являются более дорогими и потому менее привлекательными для иностранных инвесторов. Эффект замещения, или эффект арбитража наоборот предсказывает процикличность в поведении ПИИ. Это происходит, потому что зарубежные инвестиции зависят от относительной доходности вложений в отечественные активы по сравнению с зарубежными, т.е. ПИИ положительно зависят от предельной производительности капитала, а предельная производительность капитала является проциклической.

Некоторые исследования также отмечают неоднородность воздействия факторов на мобильность капитала в зависимости от типа инвесторов. Так, в исследовании [7] отмечается, что на инвестиции институциональных инвесторов, страховых компаний и пенсионных фондов практически не оказывают влияния краткосрочные факторы, такие как циклические колебания деловой активности в странах-донорах и странах-реципиентах, а также временное повышение волатильности финансовых рынков. В то же время к этим факторам оказывается наиболее чувствительны инвестиции, осуществляемые хедж-фондами. Инвестиции взаимных фондов также сильно реагируют на глобальные шоки рисков.

Еще одним важным фактором потоков капитала может быть разделение инвесторов на частный сектор и государственный сектор, включающий также займы международных организаций, таких как Всемирный банк или МВФ. Например, в работе [18] отмечается, что если на потоки частного капитала экономические факторы оказывают определяющее влияние, то они оказываются практически не значимыми для инвестиций органов государственного управления и международных организаций вероятно в силу того, что эти финансовые потоки определяются скорее политическими факторами. Это может быть важным аргументом при определении факторов мобильности капитала в странах ЕАЭС, так как в некоторых государствах-членах достаточно большая доля потоков инвестиций осуществляется именно в государственном секторе.

Таким образом, могут быть выделены две ключевые группы факторов: внутренние «pull»-факторы, характеризующие привлекательность и риски инвестиций в страну на основе ее индивидуальных характеристик и внутренних процессов, и внешние «push»-факторы, характеризующие экономическую обстановку в странах-донорах. В свою очередь внутренние и внешние факторы могут быть разделены на краткосрочные и долгосрочные. К долгосрочным внутренним факторам в первую очередь были отнесены институциональная среда,

стабильность макроэкономической обстановки, эффективность и прозрачность макроэкономической политики, экономический рост, наличие нормативных ограничений на потоки капитала, а также уровень развития финансовых рынков, доступность финансовых операций, разнообразие финансовых инструментов и т. д. К краткосрочным внутренним факторам относят в первую очередь циклические колебания, конкретные действия в рамках макроэкономической политики (например, повышение процентных ставок) и индивидуальные шоки премии за риск. К долгосрочным внешним факторам относят либерализацию финансовых рынков, глобальную конкуренцию и демографические процессы, в то время как ключевыми краткосрочными факторами является глобальная волатильность на финансовых рынках, в том числе влияющая на склонность инвесторов к риску, изменение мировых процентных ставок под воздействием денежно-кредитной политики крупных мировых экономик, глобальные циклические колебания. При этом следует отметить, что на прямые иностранные инвестиции влияют в первую очередь долгосрочные внутренние фундаментальные факторы, в то время как на инвестиции, характеризующиеся более краткосрочным или спекулятивным характером, ключевое воздействие оказывают краткосрочные внешние факторы.

2 Влияние мобильности капитала на процессы экономического роста и конвергенции: каналы, теоретические и эмпирические

Одной из первых теоретических работ в этой области является исследование Варго и др. (1992) [19], где строится теоретическая модель, на основе которой может быть описана связь между мобильностью капитала, процессами экономического роста и конвергенцией в трех случаях. В первом случае предполагается, что экономика закрытая, во втором, что присутствует совершенная мобильность капитала, в третьем, что мобильность капитала только частичная. По результатам анализа темпов роста экономики в устойчивом состоянии авторы делают вывод о том, что они идентичны в случае закрытой экономики и экономики с частичной мобильностью капитала, однако скорость конвергенции различается. В закрытой экономике она самая низкая, а в экономике с совершенной мобильностью капитала самая высокая, так как возможность заимствования на внешних рынках позволяет увеличивать запас физического капитала, что сказывается на скорости конвергенции. В случае отдельных ограничений на потоки капитала скорость конвергенции ниже, чем когда такие ограничения вовсе отсутствуют. В контексте экономического союза это означает, что сближение стран-членов по уровню жизни будет происходить в более быстром темпе, если ограничения на потоки капитала внутри союза минимальны.

В работе Razin и Yuen (1997) [20] строится теоретическая модель экономического роста, на основе которой тоже может быть описана связь между мобильностью капитала и процессами конвергенции в уровнях и темпах роста доходов внутри экономического союза. Предложенная авторами модель экономического роста относится к группе основанных на процессе накопления человеческого капитала (human-capital-growth model) и предполагает, что конвергенция в уровнях дохода невозможна при переходе к более открытому счету операций с капиталом в силу существования «экстерналий Лукаса». Выравнивание возможно только в случае постоянной отдачи от масштаба, тогда между странами будет происходить выравнивание отношения физического капитала к человеческому, соответственно доходы в расчете на душу населения будут одинаковыми, если рассматриваемые работники обладают одинаковым набором навыков [20]. Таким образом, модель Razin и Yuen (1997) [20] указывает на то, что рост мобильности капитала между странами может обеспечить конвергенцию только в темпах роста доходов, но не в их уровнях.

На основе модели эндогенного роста АК с учетом финансового посредничества может быть описана простейшая модель, дающая представление о связи между экономическим ростом и мобильностью капитала. В работе Baillilu (2000) [21] разрабатывается модификация модели АК для открытой экономики, когда нерезиденты инвестируют свои средства в отечественную экономику с привлечением финансовых посредников. В работе [21] сравниваются темпы роста экономики в устойчивом состоянии в закрытой и открытой экономике. На основе сравнения в исследовании выделяются каналы влияния мобильности капитала на экономический рост. Первый канал связан с нормой сбережения: если $s^* > s$, то темпы роста закрытой экономики будут ниже, чем открытой. Норма сбережения в открытой экономике s^* оказывается выше, чем в закрытой, тогда чистый приток капитала в экономику положительный. Для того чтобы норма сбережений в открытой экономике была выше по сравнению с закрытой, потоки капитала должны принимать форму прямых инвестиций, капитал из-за рубежа должен использоваться не для потребления, а для инвестиций, а зарубежные инвестиции не должны вытеснять внутренние. Также в открытой экономике будут наблюдаться более высокие темпы роста в том случае, когда выше эффективность финансового посредничества, которая может увеличиваться за счет усиления конкуренции во внутреннем финансовом секторе, диффузии технологий в финансовом секторе (например, предоставление инновационных финансовых технологий) и более тщательного отбора инвестиционных проектов, однако в случае инвестиционных проектов может измениться и технологический параметр A . В работе [21] также обсуждается то, что в двух странах, одна из которых характеризуется более развитым финансовым сектором, при прочих равных одна и та же величина притока иностранного капитала будет приводить к разным темпам

экономического роста. В стране с более развитым финансовым сектором выше темпы экономического роста за счет более эффективного распределения и инвестирования капитала.

В большинстве теоретических и эмпирических работ каналы, посредством которых мобильность капитала оказывает влияние на экономический рост, не систематизируются. Однако в исследовании Varma (2010) [22] предпринимается попытка ввести другую классификацию: выделить прямые и косвенные каналы. К прямым относятся канал сбережений, канал диверсификации рисков, канал трансфера технологий, канал финансового развития, а к косвенным – канал стимулирования специализации, канал совершенствования экономической политики и сигнальный канал.

Рассмотрим выделяемый в работе Varma (2010) [22] канал сбережение более подробно – с привлечением других исследований, где излагается ряд дополняющих положений для описания этого канала [23], [24], [19], [25], [26], [27]. Канал сбережений фактически сочетает в себе несколько каналов, поскольку при его описании упоминаются эффект, обратный эффекту вытеснения отечественных инвестиций зарубежными, и эффект, связанный с перемещением капитала в страны с более низкой капиталовооруженностью. Каждый из упомянутых эффектов заслуживает особого внимания. Для простоты положим, что каждому эффекту соответствует определенный канал сбережений, то есть канал сбережений первого или второго типа.

Обратимся к каналу сбережений первого типа. В основе эффекта, связанного с перемещением капитала между странами с различающимся уровнем капиталовооруженности лежит принятое в рамках неоклассических моделей экономического роста предположение о том, что если рынки совершенны, нет неопределенности, а производственная функция устроена так, что характеризуется постоянной отдачей от масштаба, и единственными факторами производства являются труд и капитал, то в условиях снятия ограничений на движение потоков капитала он будет перетекать в страны с более высокой предельной производительностью капитала [24], [19] [22]. При отсутствии ограничений на потоки капитала инвестиции направляются в страны-реципиенты из стран-доноров, характеризующихся низкой предельной производительностью капитала в силу его избытка.

Изложенная цепочка причинно-следственных связей – предмет дискуссии в экономических исследованиях. Так, в ряде работ [25], [26] обсуждается парадокс Лукаса, согласно которому потоки капитала не направлены из развитых стран в развивающиеся, а напротив, капитал аккумулируется в развитых странах. В литературе выделяются различные объяснения парадокса Лукаса, некоторые из которых фигурируют в рассматриваемых ниже каналах [26]. Так, препятствовать перетоку капитала из развитых стран в развивающиеся

могут несовершенства институциональной среды, низкий уровень развития финансового сектора, различия в совокупной факторной производительности между странами и т. д. [26].

Хотя все страны ЕАЭС относятся к развивающимся, однако возможно предположить, что взаимные инвестиции будут концентрироваться в странах с более высоким доходом на душу населения. Для ЕАЭС, скорее, характерна ситуация, обратная парадоксу Лукаса и соответствующая каналу производительности. Основным донором большинства взаимных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в ЕАЭС является Россия, характеризующаяся самым высоким значением валового основного капитала на душу населения. Хотя Казахстан является вторым по объемам донором ПИИ в ЕАЭС, на основе данных ЕЭК по взаимным ПИИ, может быть сделан вывод, что Россия – единственный нетто-экспортер взаимных ПИИ в ЕАЭС. К странам-реципиентам и нетто-импортерам относятся прочие члены союза. Тем не менее следует упомянуть и другие факторы, оказывающие влияние на направление потоков капитала в ЕАЭС, в частности взаимосвязи, сложившиеся в советское время, низкий уровень развития финансового сектора в странах-членах ЕАЭС и то, что в союзе есть явное интеграционное ядро, представленное Россией [55]. Кроме того, в настоящее время ЕАЭС находится только на пути формирования общего финансового рынка, и более высокая степень интеграции достигнута в рамках союзного государства.

Канал сбережений второго типа действует через другой механизм, описываемый в работе [22] и предполагающий положительное влияние роста мобильности капитала на экономический рост. Его суть состоит в том, что если зарубежные сбережения не вытесняют отечественные, то совокупный уровень сбережений будет выше, что благоприятно сказывается на инвестициях в отечественную экономику и на темпах экономического роста. Следовательно, страны с более открытым счетом операций с капиталом могут финансировать больший дефицит счета текущих операций.

В изложенных выше цепочках причинно-следственных связей, соответствующих каналам сбережений первого и второго типа, вид капитала не специфицируется, но результаты исследования [78] указывают на то, что канал сбережений в постановке, предполагающей положительное влияние на экономический рост, скорее, соответствует прямым иностранным инвестициям, причем для них коэффициент трансформации инвестиций в сбережения выше, чем 0,5, и эффект вытеснения внутренних сбережений зарубежными не наблюдается, а напротив, фиксируется значимый рост внутренних сбережений [78]. Для потоков капитала в других формах – портфельных инвестиций и иностранных кредитов – коэффициент трансформации ниже 0,5, а для инвестиций в форме кредитов наблюдается эффект вытеснения внутренних сбережений, объясняемый тем, что большая часть потоков капитала в форме кредитов может расходоваться не на инвестиции в отечественную экономику, а на увеличение

текущего потребления [78]. В работе [85] показано, что наиболее выраженное положительное влияние взаимных инвестиций на экономический рост наблюдается, если рассматриваются потоки капитала в форме прямых иностранных инвестиций. Соответственно, результаты [85] не противоречат работе [78], где содержатся указания на то, что только для прямых иностранных инвестиций коэффициент трансформации во внутренние инвестиции высокий, что положительно сказывается на процессах экономического роста.

Для ЕАЭС проверка рассматриваемого канала сбережений в разрезе типов потоков капитала затруднительна, так как данные публикуются только по взаимным прямым иностранным инвестициям.

Перейдем к рассмотрению каналов, связанных с динамикой потребления. Каналы долгосрочного влияния мобильности капитала на потребление домашних хозяйств выделяются нами на основе неоклассических моделей экономического роста и эффектов, связанных с потоками капитала в форме иностранных кредитов, предложены в работе Bosworth и др. (1999) [23].

В рамках неоклассического подхода при анализе влияния мобильности капитала на динамику потребления обычно сравниваются случаи закрытой экономики (автаркии) и малой открытой экономики. Если экономика является автаркией, то максимальный объем текущего потребления определяется текущим выпуском. Если экономика является открытой, то у экономических агентов появляется возможность перераспределять потребление во времени, увеличивая текущее потребление за счет заемных средств [19], [23]. Obstfeld (1996) [28] показывает, что значительный рост текущего потребления происходит при низкой норме межвременного замещения, и сопровождается либо снижением внутренних сбережений, либо их ростом.

В работе [23] тестируется комплекс гипотез относительно влияния потоков капитала в различной форме на инвестиции и сбережения и выявляется, что в случае потоков капитала в форме иностранных заимствований внутренние сбережения вытесняются зарубежными, и происходит значительный рост текущего потребления, который не сопряжен с ростом инвестиций, что негативно сказывается на процессах экономического роста в долгосрочной перспективе.

Таким образом, каналы, связанные с динамикой потребления, предполагают вариативное влияние мобильности капитала на экономический рост. Если внутренние сбережения не вытесняются зарубежными, то влияние роста мобильности капитала может быть положительным.

Другой канал влияния мобильности капитала на экономический рост – канал диффузии технологий, в работах [28], [27] обсуждается в контексте эффектов, связанных с потреблением.

В исследовании [22] этот канал обозначается как канал «ноу-хау» и относится к косвенным каналам влияния мобильности капитала на экономический рост. Суть канала диффузии технологий состоит в том, что приток в отечественную экономику иностранного капитала приводит к тому, что происходит трансфер технологий.

В ЕАЭС создание единого финансового рынка может способствовать распространению технологий между странами-членами, однако с учетом исторически сложившихся связей между странами, а также санкционного давления и рисков вторичных санкций возможности для диффузии технологий внутри союза ограничены.

Существует и канал диверсификации рисков, он относится к группе прямых [22]. Его суть состоит в том, что рост мобильности капитала приводит к расширению возможностей для инвестирования. Это, в свою очередь, стимулирует не склонные к риску фирмы увеличивать общий объем инвестиций, тем самым ускоряя экономический рост. По мере увеличения потоков капитала внутренний фондовый рынок становится более ликвидным, в результате чего снижается премия за риск и стоимость привлечения капитала для инвестиций, что благоприятно сказывается на процессах экономического роста [22].

Могут быть выделены и другие каналы влияния мобильности капитала на экономический рост. Рост мобильности капитала может оказывать влияние на экономическую политику в целом. В работе [22] содержатся указания на то, что переход к более открытому счету операций с капиталом играет дисциплинирующую роль и приводит к более эффективному перераспределению капитала в ответ на изменения в макроэкономической политике, что положительно сказывается на процессах экономического роста, поскольку финансовая либерализация проводится страной для привлечения зарубежных инвестиций и входит в набор мер по повышению инвестиционной привлекательности страны, как и улучшение макроэкономической политики. Данный канал обозначим как канал улучшения экономической политики.

Еще один канал влияния мобильности капитала на экономический рост можно назвать сигнальным каналом. Его суть состоит в том, что снятие ограничений на потоки капитала выступает в качестве благоприятного сигнала для инвесторов, указывающего на то, что экономика становится более открытой. Кроме того, рост мобильности капитала может приводить к увеличению доли иностранного капитала в структуре баланса отечественных банков, что может повлечь совершенствование нормативно-правовой базы в сфере отечественного банковского сектора [22]. Иностранные банки также внедряют множество новых финансовых инструментов и методик [22]. Приход иностранных банков усиливает конкуренцию в банковском секторе, что повышает качество отечественных финансовых услуг и эффективность распределения ресурсов и благоприятно сказывается на процессах

экономического роста [22]. Для ЕАЭС этот канал может не работать в полной мере, так как в России филиалы иностранных банков запрещены, хотя в странах-членах ЕАЭС большинство банков с участием зарубежного капитала относятся не к странам союза. Кроме того, в России и Беларуси действует квота на участие иностранного капитала в банковской системе, причем исключения для стран-членов в текущей версии законодательства не предусмотрены.

Упоминая банковский сектор, следует обратиться и к проблеме риска недобросовестного поведения. Этот канал может быть выделен на основе теоретической модели из работы McKinnon и Pill (1997) [29], где сравниваются эффекты от перехода к более открытому счету операций с капиталом в случае отсутствия риска недобросовестного поведения и ситуации, когда он присутствует. Если контроль за деятельностью банков недостаточен, то банки могут недооценивать риски, связанные с притоком капитала, и выдавать слишком много кредитов.

Таким образом, может быть сделан вывод о вариативности механизма влияния мобильности капитала на экономический рост. В эмпирических исследованиях в соответствующей области представлены различные методы оценки от OLS до GMM [21], [30] и [31], различные подходы к спецификации эмпирической модели экономического роста. Однако полученные в них результаты, скорее, указывают на положительный характер влияния мобильности капитала, а именно потоков капитала в форме ПИИ, на экономический рост. В некоторых случаях его характер определяется комбинацией факторов, характеризующих уровень развития финансового сектора. Анализ связи между процессами экономического роста и мобильностью капитала в странах-членах ЕАЭС представляется весьма затруднительным из-за недостаточной протяженности рядов по показателям, необходимым для построения эмпирической модели экономического роста. В настоящее время репликация рассмотренных подходов для ЕАЭС – нетривиальная задача в силу критерия доступности данных.

Однако существует ряд исследований, где обсуждаются вопросы конвергенции внутри ЕАЭС. Область исследований процессов конвергенции различных макроэкономических показателей в ЕАЭС крайне ограничено представлена следующими работами – докладом ЕАБР (2017) [32], где обсуждаются вопросы реальной и номинальной конвергенции стран-членов ЕАЭС по ряду макроэкономических показателей, исследованием Пелипась (2017) [33], в котором тестируются гипотезы относительно реальной, номинальной, институциональной и клубной конвергенции в ЕАЭС, работой Жиряевой и Наумова (2022) [34], где рассматривается конвергенции темпов роста потребления, и работой Горбуновой и др. (2023) [35], основанной на анализе с помощью индексов Джини процессов конвергенции по социально-экономическим показателям внутри ЕАЭС. В подобных работах используются различные

методы от корреляционного анализа [34] и расчета коэффициентов Джини [35], до ARFIMA-моделей [32], методологии Phillips, Sul (2007, 2009) [33], суть которой состоит в оценивании нелинейной факторной модели с меняющимися параметрами на панельных данных. Результаты большинства указывают на наличие явного ядра процессов реальной конвергенции по доходам, образованного Россией, Беларусью и Казахстаном. Однако они не позволяют судить, какова роль собственно ЕАЭС в этом процессе, так как эти страны были и остаются участниками различных интеграционных объединений постсоветского пространства.

Таким образом, нами были проанализированы отдельные теоретические модели, на основе которых может быть установлена связь между мобильностью капитала и процессами экономического роста и конвергенции. На основе рассмотренных моделей и ряда эмпирических исследований выделяются и описанные каналы, а именно канал сбережений, канал диффузии технологий, канал роста конкуренции, каналы, связанные с динамикой потребления, эффект вытеснения отечественных сбережений (инвестиций), канал риска недобросовестного поведения.

3 Связь между мобильностью капитала и синхронизацией деловых циклов

В настоящей главе приведен обзор научных работ, в которых обсуждается связь между мобильностью капитала и синхронизацией деловых циклов. Теоретической основой большинства подобных исследований являются динамические стохастические модели общего равновесия, в которых тестируется разная степень мобильности капитала между странами. Как правило она включается в модели в форме предпосылок о функционировании международного рынка капитала, а также включении зарубежных финансовых активов в бюджетное ограничение домашних хозяйств.

Один из взглядов на мобильность капитала представлен международной теорией реального делового цикла, в которой утверждается, что асимметричные шоки производительности, происходящие в отдельных странах, приводят к асинхронности деловых циклов между странами, и этот эффект может усиливаться в условиях высокой мобильности капитала, т.к. капитал будет перетекать из менее производительных стран (например, находящихся в состоянии рецессии) в более производительные (согласно РДЦ, находящиеся в состоянии подъема).

Теория международного реального делового цикла выделяет аргументы в пользу десинхронизации деловых циклов в условиях совершенной мобильности капитала. Так, шок производительности в одной стране приводит к росту производительности капитала в ней и в условиях высокой мобильности капитала дополнительному притоку инвестиций. Таким

образом страна, оказавшаяся в состоянии подъема, притягивает финансовые ресурсы из других стран, поэтому в ее странах-партнерах наблюдается отток капитала, сокращение производства и спад деловой активности. Кроме того, возможно функционирование канала производственной специализации, в соответствии с которым интеграция финансовых рынков позволяет экономическим агентам диверсифицировать свои портфели, вкладывая средства в активы разных экономик, причем инвестировать они будут в наиболее производительные отрасли, что будет стимулировать специализацию страны на ее сравнительных преимуществах. С углублением специализации индивидуальные шоки производительности будут воздействовать на выпуск стран асинхронно. Однако этот канал показывает, что в случае диверсифицированных портфелей домашних хозяйств их доходы от сбережений будут меняться равномерно, независимо от страны проживания, тем самым при асинхронных колебаниях совокупного выпуска будут наблюдаться синхронные колебания совокупного потребления.

Альтернативный механизм влияния мобильности капитала на синхронизацию деловых циклов представляют такие каналы, как канал трансфера знаний и технологий, проведение схожей экономической политики, усиление внутриотраслевой торговли. Финансовые каналы международной трансмиссии шоков также предсказывают разную степень синхронности бизнес-циклов: так, в результате синхронного изменения стоимости активов или сокращения предложения кредита международными банками, действующими в нескольких странах, негативный шок в одной стране будет сокращать выпуск в другой стране. Тем не менее канал ребалансировки портфеля говорит о том, что при негативном шоке в одной стране будет происходить переток финансовых ресурсов в другие страны, с более благоприятной экономической конъюнктурой, что приведет к рассинхронизации циклических колебаний.

В исследовании Jansen и Stockman (2004) Европейского центрального банка (ЕЦБ) [36] авторы полагают, что укрепление экономических взаимосвязей между странами на основе прямых иностранных инвестиций можно охарактеризовать процессом диверсификации по причине того, что входящие и исходящие инвестиции совместно увеличиваются, либо уменьшаются во времени.

В исследовании [36] показано, что потоки прямых иностранных инвестиций по сравнению с международной торговлей являются более значимым фактором синхронизации деловых циклов 1995-2001 гг. развитых стран, таких как страны еврозоны, Канада, США, Япония.

В работе Kose и др. (2003) [37] используется метод наименьших квадратов на перекрестных данных. В то же время синхронизация измеряется коэффициентом корреляции ВВП за 10-летние непересекающиеся периоды. Помимо развитых стран, выборочная

совокупность включает также и развивающиеся экономики. На примере 21 развитой и 55 развивающихся стран за период 1960-1999 гг. получено, что на коэффициент корреляции темпов роста ВВП между странами отрицательно влияют волатильность условий торговли, фиктивные переменные ограничений на движение капитала. В то же время увеличение объема торговли со странами G7 способствует синхронизации деловых циклов.

Авторы ряда исследований обратили внимание на проблему двунаправленной причинно-следственной связи между финансовой интеграцией и синхронизацией деловых циклов, и поэтому еще одним распространенным методом моделирования является метод инструментальных переменных.

В работе Kalemli-Ozcan и др. (2003) [38] авторы отмечают, что при большей мобильности капитала между странами у экономических агентов появляются возможности диверсификации рисков финансовых вложений с помощью инвестирования в международные рынки капитала. В отличие от [38] в работе [39] исследуется взаимосвязь между отраслевой специализацией и показателем асимметричности циклических колебаний. Авторы [39] не исключают, что при росте дисперсии промышленного производства меняется отраслевая специализация стран в пользу непромышленных секторов, что подразумевает обратную причинно-следственную связь между отраслевой специализацией и асимметричностью деловых циклов. Вследствие этого авторы применяют двухшаговый МНК, где в качестве инструментальных переменных для индекса отраслевой специализации выступают следующие показатели: площадь стран, плотность населения, охват школьным образованием, ВВП, доля финансового сектора и операций с недвижимостью в ВВП стран [38]. На основе анализа выборочной совокупности из 11 стран ОЭСР за период 1997-1990 гг. и 50 штатов США за период 1977-1994 гг. получено, что углубление отраслевой специализации региона, обуславливает рост индекса асимметрии циклических колебаний данного региона по сравнению с аналогичным показателем остальных регионов: укрепление международной позиции страны в отраслевой специализации приводит к асимметричной траектории темпов роста ВВП данной страны в сравнении с динамикой выпуска остальных стран торгового союза.

В работе Kalemli-Ozcan и др. (2013) [40] авторы также применяют двухшаговый МНК при оценке влияния финансовой интеграции на синхронизацию деловых циклов. По мнению авторов [40], при оценке влияния финансовой интеграции на синхронизацию деловых циклов возникает ряд проблем эконометрической идентификации. Во-первых, финансовая интеграция и синхронизация деловых циклов могут одновременно меняться под воздействием прочих глобальных факторов, таких как торговая интеграция, синхронизация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик. Во-вторых, синхронизация деловых циклов может

преимущественно объясняться общими социокультурными, географическими и политическими характеристиками стран, нежели финансовой интеграцией. В-третьих, возможна обратная причинно-следственная связь, согласно которой динамика выпуска может приводить к финансовой интеграции стран через межстрановое распределение рисков. В-четвертых, ошибки измерения в данных по международным капиталовложениям не способны в полной мере учесть косвенные потоки финансовых активов и обязательств, что может приводить к смещенным результатам эконометрического моделирования.

Помимо двухшагового МНК, в научной литературе также выявлена практическая применимость трехшагового МНК при оценке взаимосвязи между финансовой интеграцией и синхронизацией деловых циклов [41], [42]. В работе [41] эконометрически оценивается система одновременных уравнений на основе трехшагового метода наименьших квадратов.

На первом этапе оценивается система уравнений посредством двухшагового МНК и сохраняется ковариационная матрица регрессионных ошибок. На третьем этапе вновь оценивается система на основе обобщенного МНК, при котором коэффициенты при объясняющих переменных корректируются с учетом ковариационной матрицы, полученной двухшаговым МНК. По результатам анализа авторами выявлено, что финансовая интеграция оказывает как прямое, так и косвенное статистически значимое положительное влияние на синхронизацию деловых циклов. Трансмиссионный механизм прослеживается через отраслевую структуру стран: финансовая интеграция приводит к углублению производственной специализации, а последнее – к рассинхронизации деловых циклов. В свою очередь, торговая интеграция между странами обуславливает однонаправленную динамику их ВВП [42].

Необходимость применения трехшагового МНК при изучении международных деловых циклов также подчеркивается авторами исследования Kose и др. (2003) [37]. С одной стороны, формирование международных торговых взаимосвязей положительно отражается на синхронизации деловых циклов. С другой стороны, развитие внешнеэкономической деятельности ассоциируется с укреплением позиции страны в отраслевой специализации на международном уровне, что обуславливает как более высокую значимость внутриотраслевых, нежели межстрановых шоков в изменении деловых циклов отдельной страны, так и рассинхронизацию деловых циклов между экономиками. В условиях финансовой интеграции, при которой экономические агенты разных стран инвестируют капитал в единый рынок финансовых активов, снижение доходностей на данном фондовом рынке приводит к одновременному снижению потребительского и инвестиционного спроса в странах. В то же время межстрановые финансовые взаимосвязи укрепляют производственную специализацию посредством перераспределения капитала в производственный сектор в соответствии со

сравнительными преимуществами. Таким образом, финансовая интеграция между экономиками ассоциируется с большей синхронностью конечного потребления стран.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основе обзора литературы выявлены ключевые факторы мобильности капитала. Для каждой страны их можно разделить на внешние, возникающие в глобальной экономике, и внутренние, характеризующие привлекательность и риски страны для осуществления инвестиций. При этом авторами исследования данные факторы дополнительно были классифицированы на краткосрочные и долгосрочные. Проведенный обзор литературы показал, что разным типам инвестиций и разным типам инвесторов соответствует разные определяющие факторы мобильности капитала. Так, на прямые иностранные инвестиции в первую очередь влияют внутренние фундаментальные факторы страны (среднее соотношение риска и доходности, стабильность экономической и политической ситуации, институциональная среда, эффективность и прозрачность макроэкономической политики), в то время как на инвестиции, характеризующиеся более краткосрочным и спекулятивным характером, такие как портфельные инвестиции, в большей степени влияют внешние краткосрочные факторы (глобальная волатильность, изменение склонности инвесторов к риску, мировые процентные ставки). Однако выявленный набор экономических факторов в меньшей степени влияет на инвестиции, осуществляемые государственным сектором и международными организациями. При этом для некоторых государств-членов ЕАЭС такие инвестиции составляют достаточно большую долю финансовых операций.

В части, посвященной анализу влияния мобильности капитала на экономический рост, нами были рассмотрены такие модели, как неоклассические, АК, риска недобросовестного поведения и процессов экономического роста и конвергенции в рамках экономического союза. С их помощью выделены каналы влияния мобильности капитала на экономический рост – канал сбережений, каналы, связанные с динамикой потребления, канал диффузии технологий, риска недобросовестного поведения и т.д. Обсуждена возможность функционирования отдельных каналов в ЕАЭС и то, для каких форм потоков капитала наиболее вероятно то, что они трансформируются в производительные инвестиции, которые благоприятно сказываются на процессах экономического роста. К таким инвестициям относятся долгосрочные ПИИ, однако выявить характер их влияния на экономический рост стран-членов ЕАЭС не представляется возможным в силу коротких рядов макропоказателей.

Влиянию мобильности капитала на краткосрочную динамику макроэкономических показателей посвящены как теоретические, так и эмпирические исследования. В теоретических исследованиях выделяются несколько трансмиссионных каналов влияния

мобильности капитала на краткосрочную динамику макроэкономических показателей, а также их синхронизацию. Первый канал трансмиссии отражает интеграцию финансовых систем, при которой рост производительности в национальной экономике приводит к рассинхронизации деловых циклов по причине того, что в условиях большей мобильности капитала происходит переток финансовых активов от менее к более производительным странам. Второй канал трансмиссии, напротив, предполагает синхронизацию деловых циклов в результате роста прямых иностранных инвестиций, которые способствуют вертикальной интеграции производственного процесса и укреплению торговых взаимосвязей между странами. Третий канал трансмиссии характеризует ситуацию, при которой специализация стран в производстве аналогичных товаров и услуг приводит к синхронизации деловых циклов, так как отраслевая структура государств подвергается общим макроэкономическим шокам.

Таким образом, нами был проведен обзор существующих эмпирических и теоретических исследований в области анализа факторов мобильности капитала и ее влияния на экономический рост и синхронизацию деловых циклов. Выводы и методы из обзора литературы, который проводится в данном исследовании, могут быть применены при анализе экономик стран-членов ЕАЭС

Материал подготовлен в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Taylor M.P., Sarno L., "Capital flows to developing countries: Long- and short-term determinants," *The World Bank Economic Review*, Vol. 11, No. 3, 1997. pp. 451-470.
2. Fernández-Arias E., Montiel P.J., "The surge in capital inflows to developing countries: An analytical overview," *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 1, 1996. pp. 51-77.
3. Lopez-Mejia A. Large capital flows: A survey of the causes, consequences and policy responses. 9917th ed. INTERNATIONAL MONETARY FUND, 1999.
4. Calvo G.A., Leiderman L., and Reinhart C.M., "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors," *Staff Papers (International Monetary Fund)*, Vol. 40, No. 1, 1993. pp. 108-151.
5. Araujo J.D., David A.C., van Hombecck C., and Papageorgiu C., "Joining the club? Procyclicality of private capital inflows in lower income developing economies," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 70, 2017. pp. 157-182.
6. Broner F., Didier T., Erce A., and Schmukler S.L., "Gross capital flows: Dynamics and crises," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60, 2013. pp. 113-133.
7. Koepke R., "What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 33, No. 2, 2019. pp. 516–540.
8. Kalemli-Özcan Ş. U.S. monetary policy and international risk spillovers. 26297th ed. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2019.
9. Milesi-Ferretti G.M., Tille C., Ottaviano G.I.P., and Ravn M.O., "The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis," *Economic Policy*, Vol. 26, No. 66, 2011. pp. 287-342.
10. Schadler S., Carkovic M., Bennett A., and Kahn R. Recent experiences with surges in capital inflows. 108th ed. Washington: International Monetary Fund, 1993.
11. Hernandez L., Mellado P., and Valdes R. Determinants of private capital flows in the 1970s and 1990s: Is there evidence of contagion? 0164th ed. International Monetary Fund, 2001.
12. Montiel P., Reinhart C.M., "Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, 1999. pp. 619-635.
13. Baek I.M., "Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment?," *Journal of Asian Economics*, Vol. 17, 2006. pp. 363-373.
14. Fratzscher M., Lo Duca M., and Straub R., "On the international spillovers of US quantitative easing ," *The Economic Journal*, Vol. 128, No. 608, 2018. pp. 330–377.
15. Bruno V., Shin H.S., "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 71(C), 2015. pp. 119-132.
16. Ghosh A.R., Qureshi M.S., and Sugawara N. Regulating capital flows at both ends: Does it work? 14188th ed. International Monetary Fund , 2014.
17. Doytch N., "Do FDI inflows to Eastern Europe and Central Asia respond to the business cycle? A sector level analysis," *The Journal of Economic Asymmetries*, Vol. 23, 2021. P. e00194.

18. Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., and Volosovych V., "Sovereigns, upstream capital flows, and global imbalances," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 12, No. 5, 2014. pp. 1240–1284.
19. Barro R.J., Mankiw N.G., and Sala-i-Martin X., "Capital mobility in neoclassical models of growth," *National Bureau of Economic Research*, No. 4206, 1992.
20. Razin A., Yuen C.W., "Income convergence within an economic union: the role of factor mobility and coordination," *Journal of Public Economics*, Vol. 66, No. 2, 1997. pp. 225-245.
21. Baillilu J., "Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries," *Bank of Canada*, No. 15, 2000.
22. Varma S., "Capital mobility and growth in the developing world: an empirical investigation," *Studies in Business and Economics*, Vol. 15, No. 2, 2010.
23. Bosworth B.P., Collins S.M., and Reinhart C.M., "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment.," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, No. 143, 1999.
24. Божечкова А.В., Трунин П.В., and Синельников-Мурылев С.Г., "Ограничения на движение капитала: мировой опыт и уроки для России," *Экономическая политика*, Vol. 12, No. 2, 2017. pp. 8-43.
25. Lucas R., "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?," *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 2, 1990. pp. 92-96.
26. Azémar C., Desbordes R., "Has the Lucas Paradox been fully explained?," *Economics Letters*, Vol. 121, No. 2, 2013. pp. 183-187.
27. Choong C.K., Baharumshah A.Z., Yusop Z., and Habibullah M.S., "Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: A comparative analysis," *Japan and the World Economy*, Vol. 22, No. 2, 2010. pp. 107-117.
28. Obsfeld M., "Capital mobility in the world economy: Theory and measurement," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 24, 1986. pp. 55-10.
29. McKinnon R., Pill H., "Credible economic liberalizations and over borrowing," *American Economic Review*, No. 87, 1997.
30. Ketenci N., "Economic growth and capital flow in European countries in pre and post-crisis periods," *Cuadernos de Economía*, Vol. 38, No. 108, 2015. pp. 163-180.
31. Miron D., Alexe I. Capital flows and income convergence in the European Union. A fresh perspective in view of the macroeconomic imbalance procedure // *Procedia Economics and Finance*. – 2014. – Vol. 8. – pp. 25-34.
32. Денежно-кредитная политика государств — членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации [Электронный ресурс]. – 2017. – URL: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/denezhno-kreditnaya-politika-gosudarstv-chlenov-eaes-tekushchee-sostoyanie-i-perspektivy-koordinatsi/> (дата обращения: 26.05.2023).
33. Пелипась И. Реальная, номинальная и институциональная конвергенция в странах ЕАЭС // Рабочий материал Исследовательского центра ИПМ. – 2017.
34. Жиряева Е.В., Наумов В.Н. К вопросу о свободном движении финансовых услуг и капитала в Евразийском экономическом союзе // *Евразийская интеграция: экономика, право, политика*. – 2022. – Vol. 1. – No. 39. – pp. 43-56.

35. Горбунова М.Л., Комаров И.Д., Маслова Т.Е. Исследование конвергенции и дивергенции интеграционных процессов ЕАЭС на основе индекса Джини // *ЕВРАЗИЙСКАЯ ИНТЕГРАЦИЯ: экономика, право, политика*. – 2023. – Т. 17. – № 2. – С. 34-45.
36. Jansen J., Stokman A., "Foreign Direct Investment and International Business Cycle Comovement," *European Central Bank Working Paper Series*, Vol. 401, 2004.
37. Kose A., Prasad E., and Terrones M., "How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?," *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 2, May 2003. pp. 57-62.
38. Kalemli-Ozcan S., Sorensen B., and Yosha O., "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence," *American Economic Review*, Vol. 93, No. 3, 2003. pp. 903-918.
39. Kalemli-Ozcan S., Sorensen B., and Yosha O., "Economic integrations, industrial specialization, and the asymmetry of macroeconomic fluctuations," *Journal of International Economics*, Vol. 55, No. 1, 2001. pp. 107-137.
40. Kalemli-Ozcan S., Papaioannou E., and Peydro J.L., "Financial Regulation, Financial Globalization, and the Synchronization of Economic Activity," *The Journal of Finance*, Vol. LXVIII, No. 3, June 2013. pp. 1179-1228.
41. Imbs J., "The real effects of financial integration," *Journal of International Economics*, Vol. 68, No. 2, 2006. pp. 296-324.
42. Imbs J., "Trade, Finance, Specialization, and Synchronization," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, No. 3, 2004. pp. 723-734.

В СЕРИИ ПРЕПРИНТОВ
РАНХиГС РАССМАТРИВАЮТСЯ
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ
И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ
К СОЗДАНИЮ, АКТИВНОМУ
ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
ВОЗМОЖНОСТЕЙ
ИННОВАЦИЙ В РАЗЛИЧНЫХ
СФЕРАХ ЭКОНОМИКИ
КАК КЛЮЧЕВОГО УСЛОВИЯ
ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ



РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ