

### 3. АНТИКРИЗОВА СТРАТЕГІЯ ЄВРОСОЮЗУ

УДК 339.7:330.3

*Ю.І. Біленко*, канд. екон. наук, доцент,  
завідувач кафедри міжнародного  
економічного аналізу і фінансів  
Львівського національного університету  
імені Івана Франка

#### РОЛЬ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ У РОЗВИТКУ КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ

**АНОТАЦІЯ.** Визначено рівень притоку іноземного капіталу та фінансової глобалізації економіки країн Центральної та Східної Європи та виконано оцінку їхнього впливу на економічний розвиток для 15-ти країн протягом 1994—2011 рр. на основі кореляційних матриць. Здійснено аналіз волатильності впливу іноземного капіталу на економічне зростання країн ЦСЄ.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** іноземний капітал, фінансова глобалізація, економічний розвиток, економічне зростання, країни Центральної та Східної Європи.

**АННОТАЦИЯ.** Определен уровень притока иностранного капитала и финансовой глобализации экономики стран Центральной и Восточной Европы и выполнена оценка их влияния на экономическое развитие для 15-ти стран в течение 1994—2011 гг. на основе корреляционных матриц. Осуществлен анализ волатильности влияния иностранного капитала на экономический рост стран ЦВЕ.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** иностранный капитал, финансовая глобализация, экономическое развитие, экономический рост, страны Центральной и Восточной Европы.

**ANNOTATION.** Defined the level of of foreign capital inflows and financial globalization, the economies of Central and Eastern Europe and the estimation of their impact on economic growth for 15 countries during 1994—2011 based on correlation matrices. The analysis of the impact of the volatility of foreign capital on economic growth in the CEE countries was done.

**KEYWORDS:** foreign capital, financial globalization, economic development, economic growth, the countries of Central and Eastern Europe.

**Постановка проблеми.** Перехід постсоціалістичних країн Центральної та Східної Європи на ринкові механізми функціонування економіки з початку 90-х років ХХ століття, членство у МВФ і СОТ спричинив швидку їхню інтеграцію до світових ринків капіталу, лібералізацію внутрішніх і зовнішніх обмежень мобільності капіталу. Цей процес був посилений розвитком фінансової глобалізації у світовій економіці.

Фінансова глобалізація стала важливою тенденцією розвитку сучасної світової економіки, надзвичайно прискоривши темпи інновацій і виявивши необхідність коригування стратегії розвитку сучасних світогосподарських зв'язків, посилення взаємодії національних економік, створення гнучких ринків праці, товарів, капіталу. Глобалізація фінансового простору — це одна з найбільш дієвих і потужних складових глобалізації економіки в цілому [15]. По мірі розвитку фінансової глобалізації національні фінансові ринки все більш інтенсивно інтегруються у єдиний світовий фінансовий простір. Інтенсифікація залучення

зовнішнього капіталу забезпечує економіку необхідними для інвестицій коштами, але водночас підвищує її вразливість для зовнішніх шоків.

**Аналіз останніх джерел і публікацій.** Протягом останніх десятиріч обсяги міжнародної міграції капіталів значно перевищили обсяги світової торгівлі. Основною передумовою вивозу капіталу є його відносний надлишок країні, а також бажання отримати прибуток чи відсотки з нього. До причин експорту капіталу також відносять: можливість монополізації місцевого ринку країни-реципієнта, отримання доступу до дешевшої сировини і робочої сили в країнах-імпортерах, а також переваги політичної стабільності та сприятливого інвестиційного клімату.

Експорт капіталу може здійснюватись у формі: прямих іноземних інвестицій (у промислові, торгові та інші об'єкти); портфельних інвестицій (в іноземні облігації, акції, цінні папери); середньо- та довгострокових міжнародних кредитів (промисловим і торговим корпораціям, банкам та іншим фінансовим установам); економічної допомоги: без необхідності повернення чи у вигляді пільгових кредитів (безвідсоткових чи під низькі відсотки). Основними групами суб'єктів джерел міжнародних інвестиційних ресурсів є: фізичні особи, корпорації, уряди країн, національних та міжнародних фінансових інституцій.

Що стосується позик, портфельних інвестицій, то держава намагається ліквідувати всі перешкоди для їх переміщення. У випадку з ПП держава залишає за собою право вдаватись до будь-яких обмежувальних заходів з метою захисту інтересів національної економіки. Причому експорт капіталу регулюється меншою мірою, ніж приплив іноземного капіталу. Отже, держава у своєму розпорядженні має такі методи регулювання: по-перше, *фінансовий інструментарій* (пришвидшена амортизація, податкові пільги, надання субсидій чи позик, страхування та гарантування кредитів); по-друге, *нефінансові методи*, які передбачають надання земельних ділянок, забезпечення необхідної інфраструктури, технічної допомоги тощо [2, с. 20—30].

Інтеграція в рамках Європейського Союзу сприяла фінансовій регіоналізації на континенті, що сприяло тому, що доля Європи в глобальних транскордонних потках значно зросла з 50 % в 1996 році до 70 % у 2005 році. Зарубіжні банки стали домінуючим гравцем у 10 нових членах Європейського Союзу, які приєднались в 2004 році, активи яких склали 77 % усіх банківських активів цих країн на кінець 2005 року. Загалом у 17 країнах Східної Європи, банківські активи, контрольовані іноземними банками зросли з 80 млрд доларів США у 1995 році до 369 млрд доларів США у 2005 році і склали майже 58,5 % обсягу загальних банківських активів [5, р. 101].

Хотілось би зазначити, що портфельні потоки у формі боргових зобов'язань і транскордонних банківських операцій зростали найвищими темпами на світовому ринку капіталу. Обсяг світових ринків акцій та облігацій більш, ніж у два рази перевищує обсяг світового ВВП, і в 2011 році капіталізація глобального фондового ринку досягнула 47 трлн дол. США у порівнянні з 38 трлн дол., а ринків облігацій — з 45 трлн дол. до 98 трлн дол. США і разом з банківськими активами глобальні ринки облігацій з 1990 року по 2005 рік зросли у три рази, досягнувши 120 трлн дол. США [8, р. 10], а з 2005 року по 2011 рік зросли до 208,8 трлн дол. США [6, р. 99].

Така висока динаміка транскордонних потоків капіталу призвела до появи в економічній літературі такої нової категорії, як *фінансова глобалізація*, яка асоціюється з поняттями фінансової інтеграції та відкритості. Ступінь фінансової глобалізації країни також є багатограним поняттям. У науковій літературі пропонується кілька методів для вимірювання фінансової глобалізації країн. Одним з них є — кореляція між заощадженнями та інвестиціями, який використовували у своїй праці М. Фельдшейн і К. Горіока, розглядаючи групу високо розвинутих країн [3, р. 315—320]

Інший альтернативний метод зосереджується на порівнянні реальних процентних ставок між країнами. Застосування цього методу до країн з перехідною економікою і країн, що розвиваються, стримується не лише розбіжностями у здійсненні контролю за різницею в ризиках та ліквідності на міжнародному рівні, але й також можливістю того, що неефективний арбітраж може відображати внутрішні, а не міжнародні фінансові коливання [7].

Однак, найбільш широко застосований і загально прийнятий спосіб вимірювання фінансової інтеграції, який використовували у своїх дослідженнях Ф. Лейн і М. Мілезі-Ферретті — це сума валових зовнішніх активів і пасивів поділена на ВВП. Цей спосіб відображає потребу широкого охоплення країн протягом тривалого часу [4].

У нашому дослідженні ми пропонуємо таку методику вимірювання рівня фінансової глобалізації через потоки капіталу в середину та за межі країни:

$$\text{Рівень фінансової глобалізації} = |(\text{АКТИВИ} + \text{ПАСИВИ})| / \text{ВВП}. \quad (1)$$

Активи — це сума інвестицій, які здійснюють резиденти країни за межі країни (прямі іноземні інвестиції + портфельні інвестиції + інші інвестиції, які включають торгові та інші кредити); пасиви — це сума аналогічних інвестицій нерезидентів, які надійшли в країну. Сума визначається за модулем для того, щоб охопити весь оборот капіталу.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** В нашому дослідженні ми здійснили спробу виміряти процес притоку іноземного капіталу та фінансової глобалізації в країнах Центральної та Східної Європи за період відкриття цих країнами власних ринків капіталу. В дослідження включено 15 країн: країни ЄС Болгарія, Чехія, Естонія, Угорщина, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія; а також пострадянські європейські країни: Україна, Росія, Молдова, Білорусь за період з 1994 по 2011 роки.

Основні елементи активів і пасивів були зібрані на основі аналізу фінансового рахунку платіжного балансу країн, використовуючи статистичні дані центральних банків щодо платіжного балансу.

Аналіз фінансової глобалізації в табл. 1 свідчить про значну волатильність показників фінансової глобалізації до кризи 2008 року, найбільш динамічними у процесі поглиблення фінансової глобалізації можна назвати Болгарію, Словенію та країни Прибалтики (особливо, Естонію та Латвію). У цих же країн спостерігається різке зменшення потоків капіталу у період 2009—2011 роки, у Латвії та Болгарії більш, ніж у чотири рази, а в Угорщині та Словенії у два рази.

Таблиця 1

**ДИНАМІКА ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ  
В КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ, 1994—2011 РОКИ**

Країни	Показники фінансової глобалізації (середні показники за три роки)					
	1994—96	1997—99	2000—02	2003—05	2006—08	2009—11
Албанія	0,14	0,09	0,10	0,08	0,14	0,15
Білорусь	0,16	0,05	0,06	0,04	0,12	0,20
Болгарія	0,11	0,12	0,13	0,25	0,45	0,10
Чехія	0,19	0,16	0,16	0,15	0,14	0,09
Естонія	0,16	0,25	0,19	0,44	0,43	0,35
Угорщина	0,15	0,16	0,14	0,20	0,28	0,13
Латвія	0,23	0,21	0,20	0,32	0,48	0,12
Литва	0,11	0,14	0,09	0,16	0,25	0,16
Молдова	0,24	0,28	0,17	0,09	0,22	0,13
Польща	0,09	0,08	0,07	0,11	0,14	0,11
Румунія	0,07	0,07	0,08	0,08	0,10	0,07
Росія	0,10	0,13	0,08	0,14	0,22	0,11
Словаччина	0,10	0,17	0,20	0,16	0,17	0,12
Словенія	0,05	0,07	0,11	0,20	0,35	0,20
Україна	0,15	0,11	0,10	0,24	0,37	0,19

*Джерело:* розрахунки автора на основі річних статистичних звітів платіжного балансу центральних банків досліджуваних країн

Найнижчі показники фінансової глобалізації серед країн ЄС спостерігаються в Польщі, Румунії та Чехії. Серед досліджуваних пострадянських країн найбільш фінансово глобалізованою виявилась Україна, найменш глобалізованою — Білорусь.

Найбільш залежними від іноземного капіталу Болгарія, Естонія та Латвія. Домінантним періодом у зростанні притоку іноземного капіталу можна вважати 2006—2008 роки, коли частка іноземного капіталу у ВВП країн ЦСЄ зросла в середньому в 1,5—2 рази у порівнянні з попереднім трьохрічним періодом і складала на момент світової фінансової кризи 2008 року 10—38 % ВВП цих країн.

Враховуючи, що притоки іноземного капіталу відігравали визначальну роль у формуванні структури та обсягів національних ринків капіталу країн ЦСЄ і перевищували в 1,5—2 рази показники внутрішніх заощаджень важливо визначити напрямки впливу фінансової глобалізації та притоку іноземного капіталу на економічний розвиток цих країн.

Таблиця 2

**ДИНАМІКА ПРИТОКУ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ  
В КРАЇНИ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ В 1994—2011 РОКАХ**

Країни	Показники притоку іноземного капіталу (середні показники за три роки, частка до ВВП)					
	1994—96	1997—99	2000—02	2003—05	2006—08	2009—11
Албанія	0,01	0,05	0,07	0,06	0,11	0,12
Білорусь	0,12	0,03	0,03	0,03	0,10	0,17
Болгарія	0,06	0,08	0,08	0,17	0,38	0,03
Чехія	0,14	0,10	0,10	0,10	0,08	0,05
Естонія	0,12	0,18	0,13	0,25	0,27	-0,03
Угорщина	0,07	0,11	0,09	0,16	0,19	0,04
Латвія	0,16	0,13	0,14	0,23	0,35	0,00
Литва	0,10	0,12	0,07	0,12	0,19	0,02
Молдова	0,19	0,13	0,09	0,07	0,21	0,11
Польща	-0,01	0,07	0,05	0,07	0,10	0,09
Румунія	0,05	0,04	0,07	0,07	0,09	0,06
Росія	0,05	0,06	-0,02	0,07	0,10	0,03
Словаччина	0,10	0,07	0,13	0,13	0,10	0,07
Словенія	0,04	0,04	0,08	0,12	0,20	0,02
Україна	0,09	0,06	0,03	0,12	0,22	0,10

*Джерело:* розрахунки автора на основі річних статистичних звітів платіжного балансу центральних банків досліджуваних країн. Фінансова глобалізація охоплює всі витоки та притоки в країну і для даної групи країн цей показник дуже значно корелює з притоком іноземного капіталу з коефіцієнтом 0,80, що обумовлює важливість та необхідність зосередитись на аналізі прямих, портфельних інвестицій та кредитів, які вкладаються в країну, а не витікають з неї. Притоки капіталу у всіх країн, крім Росії, більші, ніж витоки або пасиви більші від активів, що зумовлює негативну міжнародну інвестиційну позицію країн Центральної та Східної Європи. (див табл. 2).

Наш аналіз полягав у розрахунку кореляційних матриць залежності між фінансовою глобалізацією, притоком капіталу та зростанням ВВП та його компонентами (державним та приватним споживанням, інвестиціями в основний капітал, експортом та імпортом). Ми виявили значну диференціацію у впливі фінансової глобалізації на економічний розвиток у країн ЄС і пострадянських європейських країн (табл. 3).

Таблиця 3

**ЗАЛЕЖНІСТЬ МІЖ РІВНЕМ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ТА ЗРОСТАННЯМ ВВП  
ТА ЙОГО КОМПОНЕНТІВ (КОРЕЛЯЦІЙНА МАТРИЦЯ) В 1994—2011 РОКАХ, %**

Показники	Загальна вибірка країн	Країни Європейського Союзу	Пострадянські європейські країни
Зміна ВВП	0,1289	0,2558	– 0,0991
Зміна державних видатків	– 0,0568	0,0209	– 0,1037
Зміна інвестицій в основний капітал	0,0292	0,0791	– 0,0534
Зміна приватного споживання	0,1408	0,2267	0,0249
Зміна експорту	– 0,0091	0,0598	– 0,1694
Зміна імпорту	– 0,048	0,0947	– 0,0291

*Джерело:* розрахунки автора

Фінансова глобалізація у країнах ЄС пояснює майже чверть загального показника економічного зростання, а також позитивно впливає на зростання приватного споживання, інвестицій у капітал, зростання імпорту. У пострадянських державах фінансова глобалізація негативно впливає на економічне зростання, по суті, заміщуючи експорт товарів і послуг, у вигравші від відкриття ринків капіталу в цих країн є домашні господарства споживання котрих зростає. Необхідно відзначити взагалі слабкий взаємозв'язок між фінансовою глобалізацією та економічним розвитком пострадянських країн, хоча він посилюється в останній період у зв'язку зі значним збільшенням негативного сальдо рахунку поточних операцій.

Якщо ми проаналізуємо тільки притік усіх компонентів іноземного капіталу, загалом, напрямки впливу не змінюються, а тільки посилюються майже у два рази у країнах ЄС, а в пострадянських країнах іноземний капітал сприяє не тільки зростанню приватного споживання, а також імпорту (табл. 4).

Таблиця 4

**ЗАЛЕЖНІСТЬ МІЖ РІВНЕМ ПРИТОКУ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ ТА ЗРОСТАННЯМ ВВП  
ТА ЙОГО КОМПОНЕНТАМИ (КОРЕЛЯЦІЙНА МАТРИЦЯ) В 1994—2011 РОКАХ, %**

Показники	Загальна вибірка країн	Країни Європейського Союзу	Пострадянські європейські країни
Зміна ВВП	0,2269	0,4340	– 0,0806
Зміна державних видатків	0,0044	0,1018	– 0,0278
Зміна інвестицій в основний капітал	0,1329	0,2507	– 0,0478
Зміна приватного споживання	0,3017	0,4555	0,1191
Зміна експорту	0,0230	0,1159	– 0,1231
Зміна імпорту	0,1536	0,2304	0,0176

*Джерело:* розрахунки автора

Наше попереднє дослідження вплив іноземного капіталу на економічне зростання в 27-ми країнах з перехідною економікою за період з 1991 по 2005 роки засвідчило, що загалом прямі іноземні інвестиції мали значно більший вплив на економічне зростання, ніж потоки боргу. Хоча в період після 2000 року вплив іноземного капіталу значно зменшився [1, с. 225—230].

Потоки капіталу в країнах з перехідною економікою мають велике значення для реалізації в регіоні потенціалу зростання. Інвестиції в перебудову, в поєднанні з поліпшеним керуванням і західними технологіями, відкрили нові можливості для підвищення дохідності деякого існуючого капіталу за відносно низьких витрат. Водночас час внутрішні фінансові системи були здатні запропонувати лише обмежену підтримку інвесторам, а заощадження були нижчими, ніж при попередньому режимі, особливо в період відновлення після перехідної рецесії, коли майбутні очікувані доходи стимулювали споживання [9]. Потоки капіталу значно сприяли зниженню вартості фінансування.

Таблиця 5

**ЦИКЛІЧНІ КОЛИВАННЯ ВЗАЄМОВ'ЯЗКУ МІЖ ЕКОНОМІЧНИМ ЗРОСТАННЯМ І ФІНАНСОВОЮ ГЛОБАЛІЗАЦІЄЮ, ПРИТОКАМИ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ**

Роки	Кореляція між притоком іноземного капіталу та зміною ВВП	Кореляція між фінансовою глобалізацією та зміною ВВП
1994	- 0,0774	0,000
1995	- 0,621	- 0,392
1996	- 0,0042	- 0,044
1997	0,4364	0,418
1998	- 0,512	- 0,3411
1999	- 0,099	- 0,569
2000	- 0,377	- 0,1160
2001	0,2837	0,4054
2002	0,2313	0,2399
2003	0,117	0,111
2004	0,0013	0,1602
2005	0,1848	0,2540
2006	0,3632	0,3580
2007	0,2253	0,2503
2008	- 0,0324	- 0,2488
2009	0,7998	- 0,3348
2010	0,6697	0,2698
2011	0,0357	0,4898

Джерело: розрахунки автора

Чисті припливи капіталу і пов'язані з ними дефіцити поточних статей платіжного балансу могли б відіграти корисну роль у розвитку регіону, якщо б їх скеровували в якості інвестицій. Проте, вони також створювали зобов'язання, які повинні

були обслуговуватися, а подальше погіршення рахунку поточних операцій і зростання споживання у деяких країнах досягли тривожних масштабів.

Враховуючи значну волатильність фінансових потоків ми проаналізували динаміку зміни кореляції між фінансовою глобалізацією, притоком капіталу та економічним зростанням залежно від періоду. У результаті було виявлено, по суті, відсутність зв'язку або обернену залежність між фінансовою глобалізацією та економічним зростанням до 2000 року, крім 1997 року та позитивний взаємозв'язок після 2000 року і до 2008 року та відновлення позитивної кореляції у 2010 та 2011 роках (табл. 5).

Притік іноземного капіталу впливає ідентично, як фінансова глобалізація, але можемо констатувати, що відновлення економічного зростання у 2009—2010 роках після світової фінансової кризи 2008 року було забезпечено у значній мірі притоком іноземного капіталу.

**Висновки з проведеного дослідження.** Таким чином, можемо зробити висновок, що завдяки потокам іноземних прямих і портфельних інвестицій, які переважали в країнах ЄС, а також поглибленню фінансової інтеграції після 2004 року значно підвищились темпи економічного зростання, оновився фізичний капітал виробничих потужностей, значно зріс добробут та якість життя громадян. Поглиблення фінансової глобалізації для пострадянських країн у 2003—2008 роках був зумовлений притоком боргового капіталу: кредитів та єврооблігацій і не сприяв довгостроковому економічному зростанню, хоча притік іноземного капіталу в значній мірі сприяв покращенню добробуту домашніх господарств у короткостроковому періоді.

### Література

1. Біленко Юрій. Фінансова глобалізація та економічне зростання в країнах Центральної та Східної Європи / Ю. Біленко // Вісник ЛНУ імені Івана Франка / Серія «Міжнародні відносини». — 2009. — Вип. 26. — С. 220—230.
2. Лук'яненко Д.Г., Мозговий О. М., Губський Б. В. Міжнародна інвестиційна діяльність. — К.: Дельфін, 1996. — 114 с.
3. Feldstein M. Domestic Saving and International Capital Flows / Feldstein M., Horioka C. Y. // The Economic Journal. — Vol. 90. — Issue 358. — 1980. — P. 314—329
4. Lane Ph. R. Capital Flows to Central and Eastern Europe / Lane Ph. R., Milesi-Ferretti G.M. // IMF Working paper 06/188. — 2006.
5. Global Financial Stability Report. Market Development and Issues. — Washington: IMF. — April 2007. — 210 p.
6. Global Financial Stability Report. Restoring Confidence and Progressing on Reforms. — Washington: IMF. — 2012. — 188 p.
7. Kose A. Financial Globalization: A Reappraisal / Kose A., Prasad E., Rogoff K. and Wei S.-J. // IMF Working Paper, 06/189. — 2006.
8. M.A.Kose. Financial Globalization: Beyond the Blame Game / M.A.Kose, E.Prasad, K.Rogoff and S.-J. Wei // Finance and Development. — Vol. 44. — №1. — P. 10.
9. Wachtel P. Current Account Balances and External Debt in Transition Economies: Lessons for Central Asia. — Washington: IMF. — 1998. — Доступно: <http://www.imf.org/external/np/eu2/kyrgyz/pdf/pw.pdf>.

Статтю подано до редакції 22.10.2012 р.