

Факторы бегства капитала: обзор проблемы¹

Леонова Н.В.

Явление оттока или бегства капитала широко обсуждается в СМИ, упоминается в выступлениях политических деятелей, часто подкрепляясь конкретными количественными значениями. Вместе с тем на сегодняшний день российская официальная статистика не публикует показатель непосредственно оттока либо бегства капитала, а использование данных терминов в экономической литературе может варьироваться от исследования к исследованию, определяя тем самым нестабильность множества финансовых потоков, формирующих явление. Проблема бегства капитала, в целом, характеризуется присутствием неопределенности на всех этапах исследования. Так, помимо отсутствия единой терминологии, общепринятого определения и соответствующего количественного показателя, в зависимости от специфики конкретной экономики и рассматриваемого временного периода варьируются взгляды экономистов на факторы и формы бегства капитала, эффективность политики, предупреждающей нежелательные финансовые потоки или направленной на снижение их объемов, место рассматриваемого явления в общем контексте экономических взаимосвязей.

Данная работа посвящена вопросу идентификации факторов бегства капитала. В статье представлен обзор публикаций соответствующей тематики как российских, так и зарубежных исследователей. Для определения границ явления уточнен теоретико-понятийный аппарат. В частности, рассмотрены вопросы терминологии, принятой в русскоязычной экономической литературе, освещены подходы к определению множества финансовых потоков, классифицируемых в качестве «убежавших», а также предложено определение бегства капитала с учетом нежелательных последствий процесса. Теоретические основы анализируемой проблемы представлены исследованиями, определяющими инвестиционный климат в качестве основной первопричины оттока, связывающими бегство капитала с существованием асимметрии инвестиционных рисков резидентов и нерезидентов, а также проблемами институтов. Обзор прикладных работ раскрывает вопросы выбора конкрет-

¹ Содержание настоящей статьи отражает личную позицию автора и может не совпадать с официальной позицией Банка России.

Автор выражает благодарность Ф.Т. Алескерову за оказанную помощь, ценные советы и замечания.

Леонова Нина Вячеславовна – заместитель начальника отдела прямых инвестиций Департамента статистики и управления данными Центрального банка Российской Федерации (Банк России).
E-mail: nina.leonova@gmail.com

Статья поступила: 10.03.2020/Статья принята: 5.06.2020.

ных макроэкономических показателей в моделях, определяющих факторы оттока как для развивающихся стран Латинской Америки, Африки и Восточной Европы, так и для рыночных экономик Азии и Евразии.

Ключевые слова: отток капитала; бегство капитала; международное движение капитала; платежный баланс.

DOI: 10.17323/1813-8691-2020-24-2-215-267

Для цитирования: Леонова Н.В. Факторы бегства капитала: обзор проблемы. *Экономический журнал ВШЭ*. 2020; 24(2): 215-267.

For citation: Leonova N.V. The Determinants of Capital Flight: An Overview of the Problem. *HSE Economic Journal*. 2020; 24(2): 215-267. (In Russ.)

Введение

В эпоху возрастающего уровня глобализации международные потоки капитала выступают аналогом кровеносной системы мировой экономики. Внешняя торговля обеспечивает выгоду от специализации, экономии на масштабах и расширении потребительского выбора. Открытость товарного и финансового рынков, а также рынка факторов производства меняет систему всего мироустройства.

Вместе с тем, по аналогии с провалами рынка внутри конкретных экономик, все чаще в центре внимания оказываются патологии мирового рынка. К их числу относится проблема неоптимального распределения ресурсов, в рамках конкретной страны сводящаяся к «нерационально» высоким объемам исходящих трансграничных потоков в условиях недостаточности внутренних инвестиций для обеспечения устойчивых темпов экономического роста – ситуации оттока капитала².

Абалкин [Абалкин, 1998] выделяет три основных мотива вывода капиталов за рубеж: коммерческая целесообразность, политическая пристрастность и сохранность капиталов. Разделение является условным: любая попытка классификации мотивов вывоза средств характеризуется высоким уровнем субъективизма и наличием множества оговорок. На данном этапе, однако, это предположение позволяет определить неформальные границы явления оттока капитала в общем множестве иностранных инвестиций. «Нормальные» вложения определяются целями получения коммерческой выгоды, причины бегства – желанием резидентов вывести капитал из-под контроля властей. Негативная окраска термина «отток капитала» объясняется также в контексте вопросов частного и общественного благосостояния. «Хорошие» вложения приносят пользу не только осуществляющему их конкретному инвестору, но и обществу в целом. Отток связан с изъятиями из общественного благосостояния.

² Обратная ситуация – неконтролируемый приток зарубежного капитала также является серьезной проблемой, менее актуальной в современных российских реалиях, но для ряда развивающихся экономик не менее важной, чем отток.

Ключевая особенность анализа оттока капитала заключается в отсутствии общепризнанных взглядов, подходов и предпосылок на всех этапах исследования.

Значительная часть публикаций по тематике массового вывоза капитала подготовлена специалистами, ассоциированными с международными организациями: Всемирным банком, Международным валютным фондом (МВФ), Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Большинство работ, посвященных оттоку капитала, опубликовано в периоды кризиса внешнего долга в странах Латинской Америки, Азиатского кризиса и финансового кризиса 2008 г. Российские исследования отражают ситуацию в стране после распада СССР и кризиса 1998 г.

С другой стороны, «глобальность» вопроса в отсутствии четкого определения приводит к тому, что представители СМИ и политические деятели имеют возможность эксплуатировать тему оттока капитала, манипулируя как качественными характеристиками, так и количественными оценками явления.

В работе представлен обзор публикаций российских и зарубежных ученых, посвященных определению факторов оттока капитала. Для ограничения области исследования теоретико-понятийный аппарат явления уточняется в соответствии с подходами, предложенными в российской экономической литературе. Ввиду широкого использования количественных оценок бегства капитала в эмпирических исследованиях в работу также включен обзор алгоритмов их построения, который носит в определенной степени справочный характер. Вместе с тем, как уже упоминалось выше, рассматриваемая проблема является исключительно многогранной, и каждый из ее аспектов, как например, место рассматриваемого явления в общем контексте экономических взаимосвязей, выбор оптимальной реакции на рост объемов и волатильности трансграничных потоков со стороны фискальных и монетарных властей, формы и каналы бегства капитала, заслуживает отдельного исследования.

Теоретико-понятийный аппарат

Вопросы терминологии: понятия оттока, бегства, вывоза и утечки капитала

Несмотря на многолетнюю историю изучения оттока капитала как специфической формы международных финансовых потоков, единая теоретическая и методологическая база не сформирована и сегодня, что порождает многочисленные разночтения и несопоставимость эмпирических результатов.

В современной российской литературе (например, в [Гурвич, Прилепский, 2016; Синяков, Юдаева, 2016; Юдаева, 2012]) термином «отток капитала» обозначают рост иностранных активов. В англоязычных публикациях этому показателю соответствует термин «*capital outflow*», определяющий множество исходящих финансовых потоков, зафиксированных данными официальной статистики и, соответственно, количественно измеримых. Зарубежные активы – это прямые, портфельные и прочие инвестиции государственного и частного секторов. При прочих равных, наращивание иностранных активов нельзя считать однозначно негативным по причине, например, угрозы экономическому росту.

Вывод за рубеж доходов от нелегальной деятельности, основание компаний в офшорных зонах для снижения налоговой нагрузки, приобретение резидентами иностран-

ной валюты в отсутствии доверия к национальной, перевод бизнеса в зарубежные юрисдикции в целях устранения рисков экспроприации – деятельность такого вида в англоязычной литературе обозначается термином *«capital flight»*, в трудах российских ученых фигурируют понятия «бегство капитала» и «утечка капитала». Можно выделить три отличия бегства или утечки капитала от оттока. Явление бегства или утечки рассматривается как *однозначно нежелательное, его объемы напрямую не фиксируются данными статистики, среди специалистов отсутствует согласованная позиция относительно определения явления, что обуславливает высокую степень субъективизма исследований по теме.* Таким образом, понятия бегства и утечки капитала без определения конкретной совокупности финансовых потоков предполагают, что процесс сопровождается негативными последствиями.

В России значительная часть публикаций по теме оттока капитала датируется концом 1990-х годов. В этих работах, помимо прочего, выдвигались предложения по уточнению теоретико-понятийного аппарата. В частности, определены различия смысловой нагрузки терминов «бегство капитала», «утечка капитала», «вывоз капитала» и «отток капитала». Абалкин [Абалкин, 1998] называет вывозом «государственное и частное движение капитала, портфельные и прямые инвестиции, кредиты другим странам, прочие легальные и нелегальные формы экспорта капитала»; утечка капитала – любая форма «перемещения ресурсов в другие, более благоприятные с точки зрения инвестиционного климата страны». К основным характеристикам бегства автор относит нелегальный или полуполуправильный характер таких операций, «серьезные долговременные перекосы в социально-экономической политике» в качестве первопричин, спад производства и внутренних инвестиций – в качестве последствий. В статье [Смородинская, 1998] подчеркивается, что бегство капитала носит массовый скоропалительный характер, термин «утечка» используется для обозначения длительного стабильного процесса вывоза капитала. В работе [Сенчагов, 2000] под бегством капитала понимается устойчивый и масштабный отток экономических и финансовых активов в легальной и нелегальной формах, сокращающий финансово-инвестиционные ресурсы экономики.

В данной работе в контексте нежелательных последствий роста исходящих трансграничных потоков предлагается использовать термин «бегство капитала» в значении, предложенном в работах [Абалкин, 1998; Сенчагов, 2000]. Наиболее распространенный в СМИ и использованный здесь ранее термин «отток капитала» – трактовать в соответствии с [Синяков, Юдаева, 2016]. Далее, аналогично [Абалкин, 1998], вывоз капитала – все исходящие международные финансовые потоки, в том числе нелегальные или полуполуправильные. Термин «утечка капитала» представляется понятием более общим, относящимся не только к финансовым потокам, что обуславливает необходимость определения самой природы «капитала». Авторы работы [Мильнер, Нисевич, 2000] рассматривают утечку не только финансовых, но и природных, производственных и интеллектуальных ресурсов. Такой подход, не учитывая корректность с точки зрения экономической теории, ведет к возникновению проблем практического характера. Внешняя торговля и финансовые потоки фиксируются в официальной статистике. Движение, например, человеческого капитала измерить количественно практически невозможно. Вопрос определения массива данных для построения количественных оценок вывоза капитала становится еще более трудным в случае анализа его части, связанной с нелегальной деятельностью. Объем нелегального капитала определяется пропорционально размеру теневой экономики, его

формируют потоки, направленные на финансирование криминальной деятельности и доходы, ею обеспечиваемые. Реальный размер «черного рынка» и генерируемых им финансовых потоков определить не представляется возможным. Соответственно, в рамках данной работы бегство капитала формируют исключительно финансовые потоки, фиксируемые данными официальной статистики или напрямую из них выводимыми.

Многоаспектность проблемы также затрудняет установление границ анализа и определяет сосуществование работ по данной тематике, подготовленных не только экономистами, но и юристами, политиками и психологами. При этом число трудов, базирующихся на междисциплинарном подходе, крайне ограничено. Отметим исследование, выполненное группой российских ученых [Гвоздева, Каштуров, Олейник, Патрушев, 2000], в котором они анализируют цели, каналы и инструменты вывоза капитала не только в контексте экономической теории, но и со стороны юридических, статистических, а также социальных и психологических аспектов проблемы. Вместе с тем авторы отмечают, что предложенный подход полезен в описании природы вывозимого капитала, так как дает лишь «возможность очертить контуры тех поисковых полей, на которых смогут работать специалисты различного профиля – экономисты, финансисты, юристы, криминалисты и т.п., решая соответствующие аналитические и практические задачи». Бегство капитала – многогранная проблема, однако в рамках данной работы предлагается ограничиться ее экономическими и статистическими аспектами. Даже в исследованиях, выполненных в рамках соответствующих дисциплин, присутствует значительная степень неоднозначности. Уточнение терминологии и ограничение области исследования потоками, для которых доступны количественные оценки или же существуют возможности их построения, позволяют анализировать явление с учетом двух из трех особенностей процесса. Основные затруднения, однако, связаны с вопросами определения части финансового экспорта, классифицируемой как бегство капитала. «Наполнение» понятия варьируется от исследования к исследованию. Смородинская [Смородинская, 1997] описывает два критериальных подхода к проблеме – нормативный и мотивационный.

Нормативный и мотивационный подходы

В соответствии с идеями нормативного подхода отток капитала из развивающихся стран с высоким уровнем внешней задолженности и отрицательным сальдо текущего счета считается бегством капитала. Средства, вложенные в зарубежные активы, в случае использования внутри страны направляются на поддержание инвестиций в основной капитал и, соответственно, восстановление производства, обслуживание долга, покрытие дефицита бюджета, что способствует экономическому росту. В этом контексте отток капитала снижает общественное благосостояние. Таким образом, нормативный подход фокусируется на потерях экономики от существования явления экспорта капитала в целом, не предпринимая попыток выделить «бегущий» капитал из общей массы. Норма прибыли в развивающихся странах в большинстве случаев выше, чем в странах с развитой экономикой, следовательно, капитал из индустриальных стран должен стремиться в страны с формирующейся экономикой. Обратная же ситуация свидетельствует о существовании рисков, заставляющих капитал «бежать» из страны. Данный подход был предложен в 1980-е годы в работах [Cuddington, 1986, 1987; Cumby, Levich, 1987]. Нормативная концепция в ее чистой интерпретации удобна на практике – весь объем оттока, который легко

оценить на основе данных платежного баланса, определяет размеры бегства капитала. Уровень внешней задолженности и сальдо текущего счета количественно измеримы и публикуются статистическими органами.

Альтернативный подход, относящий финансовые потоки к числу «бегущих» на основе мотивов выбора инвесторами иностранных активов, получил название мотивационного. Его суть в разграничении «нормальных» и «ненормальных» мотивов, побуждающих инвесторов к вывозу средств. «Нормальные» мотивы связаны с максимизацией доходности вложений путем приобретения активов за рубежом. «Ненормальные» – предполагают отклонение поведения инвестора от рациональных идей максимизации. Однако на практике «нормальные» мотивы сводят к фактору доходности финансового актива (капитал экспортируется, если за рубежом выше ставка процента). В случае, когда массовый вывоз средств за рубеж обусловлен желанием резидентов избежать рисков, которыми сопровождаются инвестиции во внутреннюю экономику, то речь идет об аномальном оттоке капитала. Таким образом, по мнению сторонников мотивационного подхода, бегство капитала определяется разницей в степени риска, связанного с иностранными инвестициями относительно вложений внутри страны, т.е. аномальный отток возникает в ситуации, когда инвестирование во внутренние финансовые инструменты сопряжено с серьезными экономическими и политическими рисками. Большинство исследований, идеи которых можно хотя бы косвенно вписать в концепцию мотивационного подхода, посвящены выявлению и классификации подобных рисков, анализу их возникновения и исследованию взаимосвязи с вывозом капитала. Мотивационный подход с точки зрения принятия решений, влияющих на экономическую политику, представляется более предпочтительным, чем нормативный. Предположив, что масштабы «ненормальных» потоков определены с достаточной степенью точности, и, соответственно, наблюдаема их динамика, можно говорить о показателе бегства капитала как об адекватном макроэкономическом индикаторе, среди прочих определяющем действия властей.

Вместе с тем даже авторы работ, положивших начало данным концепциям, не пытаются охарактеризовать бегство капитала исключительно со стороны мотивационного или нормативного подхода. Здесь можно говорить лишь о смещении акцентов, в первом случае в сторону исследования причин явления, во втором – анализа негативных последствий. В большинстве работ внимание в равной степени уделяется как вопросам факторов, определяющих возникновение явления, так и проблемам его влияния на экономику страны. Следовательно, можно предположить не взаимоисключающий, а взаимодополняющий характер двух подходов, что наглядно иллюстрируется в работах, анализирующих как причины выбора инвестором зарубежных активов, так и последствия такого выбора для общества. В контексте сосуществования нормативного и мотивационного подходов *бегство капитала определяется как вывоз капитала за рубеж, обусловленный мотивами, непосредственно не связанными со сравнительным уровнем доходности внутренних и иностранных финансовых инструментов, ведущий к снижению общественного благосостояния на фоне роста благосостояния конкретного инвестора.*

Методики оценки масштабов бегства капитала

Прежде чем перейти непосредственно к рассмотрению теоретических и эмпирических работ, посвященных исследованию причин, определяющих масштабы бегства капи-

тала, еще раз отметим ненаблюдаемость явления как его ключевую особенность. В то время как большинство макроэкономических показателей представлены конкретными числовыми значениями (чаще всего в рамках официальной статистики), напрямую рассчитать объем «убежавших» капиталов не представляется возможным, в первую очередь по причине отсутствия единого определения явления и невозможности установления совокупности финансовых потоков, формально составляющих бегство капитала. Соответственно, все числовые данные, характеризующие масштаб и динамику явления, представляют собой оценки, построенные с использованием определенных алгоритмов. Разработке таких алгоритмов, методик построения оценок величины бегства капитала посвящен значительный объем работ зарубежных ученых³. Наибольшее распространение получила методика, предложенная специалистами Всемирного банка, в рамках которой величина бегства капитала оценивается в соответствии с так называемым «остаточным» («*residual*») принципом, основанном на тождестве платежного баланса. Основной идеей алгоритмов, разработанных в рамках «остаточного» подхода, является предположение о том, что поступившая в страну валюта должна быть использована либо для увеличения резервов, либо для покрытия дефицита текущего счета. В классической формулировке: использование фондов должно быть равно их финансированию [Egbe, 1985]. В случае возникновения избытка финансирования он направляется за рубеж в форме «убегающих» капиталов. К использованию фондов относят увеличение международных резервов, покрытие дефицита текущего счета и счета операций с капиталом; к источникам финансирования – рост прямых инвестиций и портфельных инвестиций в части инструментов участия в капитале, а также поступлений по каналам внешнего долга. Формально расчет величины оттока капитала в рамках данного алгоритма можно записать в следующем виде⁴:

$$(1) \quad WB = \Delta ED - (DI + PI_{eq}) - Res + CA,$$

где WB – величина бегства капитала, рассчитанная в соответствии с алгоритмом Всемирного банка; ΔED (*External Debt*) – изменения объемов внешнего долга; DI (*Direct Investment*) – сальдо баланса прямых инвестиций; PI_{eq} (*Portfolio Investment, Equity*) – сальдо

³ Несмотря на вполне очевидный интерес как непосредственно экономистов, исследующих проблему, так и конечных пользователей, в большей степени доверяющих конкретным количественным показателям нежели экспертному мнению, к вопросам анализа и прогноза динамики рассматриваемого явления, отсутствие единой методики расчета определяет неустойчивость и несопоставимость результатов эмпирических исследований даже в рамках одной страны. Так, например, вариативность динамики бегства капитала из Российской Федерации в зависимости от использованного алгоритма демонстрируется в работе [Леонова, 2017]. В рамках данной статьи предлагается краткий обзор методик, чаще всего используемых для расчета величины «убежавшего» капитала.

⁴ Стоит отметить, что методология составления платежного баланса за период времени, прошедший с предложения данного метода, лишь концептуально оставалась неизменной, технически же вместе с развитием экономических отношений в целом менялась и структура платежного баланса, в том числе знаки в части финансового счета. Таким образом, формулы расчета, приведенные здесь и далее, концептуально сохраняя идеи авторов, адаптированы под статьи платежного баланса, составленного по методологии шестого издания Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции [IMF, 2009].

баланса портфельных инвестиций в части инструментов участия в капитале; *Res (International Reserves)* – международные резервы; *CA (Current Account)* – сальдо текущего счета платежного баланса. Еще одна методика, которая формально также предлагает рассчитывать объемы «убежавшего» капитала косвенным образом, предложена в работе [Doo-ley, 1986]. Предполагается, что бегство капитала представляет собой разницу между величиной фактически накопленных зарубежных активов (как отражено в официальной статистике) и величиной активов, получение дохода по которым зафиксировано в текущем счете платежного баланса. То есть каждый период в страну поступает определенный поток доходов, полученный на накопленный объем инвестиций за рубежом. Зная ставку процента по соответствующим финансовым инструментам, можно определить величину инвестиций, которые этот поток генерируют. Предполагается, что именно этот объем накопленных инвестиций представляет собой часть зарубежных активов, не являющихся бегством капитала. Сравнивая эту величину с величиной накопленных инвестиций, зафиксированной в официальной статистике, можно определить объем активов, вложения в которые не приносят дохода, точнее, доход от которых не учитывается в статистике платежного баланса. Эти активы, в свою очередь, и составляют бегство капитала.

В рамках «прямого» подхода, предложенного Дж. Каддингтоном [Cuddington, 1986], к бегству капитала относят краткосрочные исходящие потоки прочих секторов, оперативно возникающие в ответ на политический или финансовый кризис, ужесточение контроля трансграничного движения капитала, девальвацию национальной валюты и другие негативные изменения политических и экономических условий в стране. Это так называемые показатели горячих денег, которые в русскоязычной литературе также часто обозначают термином «спекулятивный капитал». Предполагается, что спекулятивный капитал вернется в страну, как только инвестиционный климат станет более благоприятным.

Теоретические исследования

Одно из самых ранних упоминаний бегства как формы международного движения капитала приводится в работе [Kindelberger, 1937]. Киндельбергер определяет бегство как аномальный отток капиталов, вызванный страхом потери активов. Это утверждение формально позволяет считать его основоположником мотивационного подхода⁵. Однако на момент первого издания данной книги в отсутствие развитого рынка международного капитала вопросы массового вывоза средств за рубеж не представляли большого интереса. В условиях Бреттонвудской системы и все еще ограниченных взаимосвязей между экономиками разных стран бегство капитала оставалось локализованной проблемой, не достигшей серьезных масштабов. Реальный интерес к явлению возник в период кризиса внешнего долга в странах Латинской Америки, когда беспрецедентное наращивание внешней задолженности сопровождалось значительными исходящими потоками, инициируемыми резидентами стран-должников. В 1987 г. вышла в свет книга «Бегство капитала и долг третьих стран» [Lessard, Williamson, eds., 1987], объединившая исследования, многие из которых стали «классикой» теории бегства капитала. Среди работ сборника, на-

⁵ Отметим, что в более поздней работе [Kindelberger, 1988] автор называет бегство капитала «формой борьбы среднего класса против государства».

пример, исследования [Alesina, Tabelini, 1989; Cumby, Levich, 1987; Deppler, Williamson, 1987; Gulati, 1987; Rodriguez, 1987; Walter, 1987].

Инвестиционный климат

Среди наиболее очевидных причин бегства капитала – неблагоприятная макроэкономическая обстановка в стране. Так, страны Латинской Америки периода кризиса внешнего долга характеризовались фиксированным курсом национальной валюты, дефицитом государственного бюджета, высоким уровнем внешних заимствований и постоянно растущим уровнем цен в экономике. Если определить в качестве первопричины подобной ситуации необходимость сокращения отрицательного сальдо бюджета, внешние заимствования можно рассматривать как попытку покрытия дефицита, что, однако, в условиях последующего вывоза полученных средств за рубеж под видом резидентского капитала в дальнейшем ведет к росту уровня цен – вводится так называемый инфляционный налог на резидентов. Крайней мерой в ситуации возможного дефолта является переход к плавающему валютному курсу и, соответственно, обесценение национальной валюты. Таким образом, в центре внимания исследователей того времени оказывается «порочный круг», суть которого описана выше, и роль массового вывоза средств как в качестве одного из факторов, запускающих данный процесс, так и его неизбежного результата.

Совокупность элементов «порочного круга» периода кризиса внешнего долга и ряда других факторов часто объединяют в понятие инвестиционного климата. Неблагоприятный инвестиционный климат и в современных публикациях во многих случаях представляется самым очевидным объяснением «бегущих» капиталов.

Отметим также распространенные в то время попытки решения проблемы путем введения ограничительных мер вплоть до полного запрета трансграничных потоков. При этом в ситуации, близкой к дефолту, большинство стран-должников прибегали к программам помощи МВФ, выступавшего категорически против подобных мер. В целом, вопросы эффективности и оправданности введения мер контроля и им сопутствующих выгод и издержек неразрывно связаны с вечным противоборством приверженцев идей саморегулирующегося рынка и сторонников государственного участия в экономике. В качестве одной из противоборствующих сторон обычно как раз и выступают МВФ и Всемирный банк, придерживающиеся точки зрения необходимости высокого уровня открытости экономики, свободных рынков и, соответственно, минимального государственного вмешательства. Им противостоят независимые исследователи, пытающиеся доказать несостоятельность идей Вашингтонского консенсуса, предлагавшего в числе прочего элиминацию мер контроля. Анализ эффективности введения ограничений на трансграничное перемещение капитала, как в долгосрочном, так и в краткосрочном периоде, в контексте стабилизационных программ международных организаций и вне его, в различные исторические периоды, включая современный этап, трансформация идей контроля в концепцию менеджмента финансовых потоков – вопросы государственного и рыночного управления международными финансовыми потоками – формируют отдельный обширный пласт исследований, который в целях экономии объема не рассматривается в рамках данного обзора и планируется к публикации в виде отдельного материала.

Классическим примером использования концепции инвестиционного климата для анализа первопричин бегства являются работы [Cuddington, 1986, 1987]. Нестабильность

и низкие значения основных макроэкономических показателей рассматриваются как ключевые факторы вывоза капитала. В частности, бегство определяется высокой и волатильной инфляцией, переоцененным курсом национальной валюты и разницей доходности финансовых активов стран-должников в сравнении с индустриальными странами. Эмпирическую базу исследования формируют данные восьми стран, характеризующихся высоким уровнем внешнего долга в 1974–1982 гг. К финансовым потокам, попадающим под определение бегства, автор относит спекулятивный капитал и статью ошибок и пропусков платежного баланса, формулируя методики расчета количественных оценок масштаба явления. В основе исследования – стандартная модель портфеля с тремя активами: внутренними финансовыми активами, иностранными финансовыми активами и внутренними реальными активами, позволяющими хеджировать инфляцию. Резиденты выбирают инструменты инвестирования посредством сравнения доходности внутри страны и за рубежом, учитывая ожидания обесценения национальной валюты, роста инфляции и размер вложений предыдущего периода в каждый из активов.

Для Аргентины, Мексики, Уругвая и Венесуэлы, характеризующихся наиболее значительными объемами вывезенного капитала, ключевым фактором бегства оказалась степень переоцененности номинального обменного курса. Вместе с тем в случае близости номинального и рыночного курсов, т.е. в отсутствии ожиданий обесценения национальной валюты, модель также прогнозирует значительный объем вывезенного капитала, который, однако, в несколько раз меньше определенного в условиях фиксированного курса. В случае Уругвая и Венесуэлы высокий уровень инфляции также определяет выбор инвесторов в пользу иностранных активов. В странах, где проблема бегства капитала стоит не столь остро, устойчивой взаимосвязи между переоцененным курсом и вывозом средств выявлено не было. Автор объясняет такой результат внедрением мер контроля капитала и близостью курса к равновесному.

С оговоркой о необходимости осторожной трактовки полученных результатов по причине низкого качества первичных данных Каддингтон высказывает предположение о роли факта несопоставимости рисков иностранных кредиторов и инвесторов-резидентов при вложениях в активы стран с формирующейся экономикой, развивая данную идею в направлении асимметрии частных и общественных выгод, возникающих в случае массового вывоза капитала за рубеж. Заимствования частного сектора за рубежом легко переходят в категорию государственных обязательств, как напрямую, так и посредством неявных гарантий со стороны государства. Иностранные же вложения в условиях действия законов о банковской тайне и льготном налогообложении зарубежных инвестиций остаются частными. Этот вывод и сегодня широко применяется для определения нежелательности наращивания резидентами иностранных активов.

Асимметрия рисков

Неблагоприятный инвестиционный климат, однако, не мог объяснить наблюдавшиеся в то время в странах Латинской Америки кризисные процессы, характеризующиеся массовым вывозом капиталов на фоне неконтролируемого роста заимствований из-за рубежа. В условиях неблагоприятной экономической и политической ситуации оправданным представляется желание резидентов найти капиталам лучшее применение, но мотивы зарубежных кредиторов, инвестирующих в экономику стран, переживающих не-

простые времена, остаются неясны. Попытки найти причину, по которой резиденты выводят капитал, а иностранные инвесторы увеличивают вложения, привели к возникновению концепции асимметрии рисков. Ее суть состоит в том, что риски, связанные с инвестициями во внутреннюю экономику развивающихся стран, для резидентов и нерезидентов различны. К числу основных рисков, с которыми приходится сталкиваться резидентам, относят увеличение налоговой нагрузки, в том числе посредством инфляционного налога, резкое обесценение курса и национализацию частной собственности. Инвестиции из-за рубежа сопряжены с рисками неполноты информации: нерезиденты не могут с достаточной степенью уверенности судить о платежеспособности заемщиков и вероятности наступления дефолта. В этой ситуации особую роль играет государственный сектор, путем введения государственных гарантий балансирующий риски резидентов и иностранных инвесторов. Несмотря на то, что, например, в работе [Lessard, Williamson, eds., 1987] подходы, определяющие «разницу процентных ставок» и «разницу рисков» как первопричину бегства, противопоставляются друг другу, некорректно утверждать взаимоисключающий характер этих концепций. В современных работах идея асимметрии рисков представляется уточнением более общей концепции инвестиционного климата.

Гипотеза, предполагающая более низкий уровень риска инвестиций за рубежом по сравнению с вложениями во внутреннюю экономику, детально рассматривается в работе [Dooley, 1988], где автор обозначает перечень финансовых рисков, с которыми сталкиваются резиденты, инвестируя внутри страны, и анализирует влияние каждого из них на объем вывезенных средств. Эмпирическая база представлена данными Аргентины, Бразилии, Венесуэлы, Мексики, Перу, Филиппин и Чили в 1976–1983 гг.; объем «убежавшего» капитала оценивается по алгоритму, предложенному автором в рамках этой же работы.

В качестве основных рисков внутренних инвестиций, неактуальных для нерезидентов, выделено увеличение налоговой нагрузки, в том числе за счет роста инфляции и обесценения национальной валюты. Нерезиденты подвержены только одному типу риска – дефолту. В ситуации неблагоприятного инвестиционного климата, выражающегося, в частности, в отсутствии у государства средств для финансирования дефицита бюджета или обслуживания внешнего долга, формируются ожидания увеличения налоговых ставок и/или проведения дополнительной эмиссии, также ведущей к повышению уровня налоговой нагрузки. Избежать инфляционного налога, а также последствий возможной девальвации в случае переоцененного курса, можно путем приобретения иностранной валюты и/или активов, в ней эмитированных. В условиях действия ограничений на покупку иностранной валюты и отсутствия на внутреннем рынке финансовых инструментов в валюте, отличной от национальной, для резидентов, стремящихся сохранить капитал и получить определенную доходность, инвестиции за рубеж остаются единственным решением. Ни рост налоговой нагрузки, ни возможное обесценение валюты не касаются зарубежных кредиторов, инвестиции которых обычно осуществляются в одной из резервных валют. Более того, слабая национальная валюта, в соответствии с теорией паритета процентных ставок, повышает инвестиционную привлекательность страны для нерезидентов. Гипотеза проверяется в рамках эконометрической модели, где риски резидентов (темп инфляции, разница между ставкой процента по срочным долларовым депозитам и депозитам в национальной валюте) и вероятность дефолта, определяющая риски иностранных инвесторов, включены в качестве регрессоров. Результаты моделирования подтверждают положительную связь между названными факторами и

бегством капитала. Инфляционные ожидания и более высокая ставка по долларовым депозитам способствуют усилению оттока, внешние заимствования, используемые для его финансирования, снижаются в ожидании дефолта нерезидентами.

Введение еще одного типа рисков резидентов впервые упоминается в исследовании [Khan, Naqee, 1985]. В качестве ключевого фактора, объясняющего феномен наращивания резидентами вложений в иностранные активы в условиях высокого долгового бремени, авторы определяют возможность отчуждения частной собственности государством. Инвестиции в страны с формирующейся экономикой характеризуются более высоким уровнем риска по сравнению с развитыми странами. Низкий уровень развития институтов и, как следствие, слабая защита частной собственности определяют неактуальный для нерезидентов риск отчуждения внутренних активов государством. В странах с формирующейся экономикой для резидентов безрисковыми являются только вложения за рубеж. На основе гипотезы существования такого риска, впервые названного риском экспроприации в данной работе, и анализируются причины бегства в условиях роста внешней задолженности.

Проблема исследуется на примере Аргентины, Бразилии, Чили, Венесуэлы, Южной Кореи, Филиппин и Перу, используются количественные оценки, рассчитанные в [Cuddington, 1986; Dooley, 1986], в качестве альтернативы – объем депозитов нефинансового сектора в американских банках. В работе строится модель, в рамках которой резиденты максимизируют суммарную полезность двух периодов от вложений во внутренние и иностранные активы. Инвестиции за рубеж для резидентов считаются безрисковыми, но могут сопровождаться трансакционными издержками, растущими пропорционально объему вложений. Резиденты могут привлекать иностранный капитал, который в первом периоде может быть направлен только во внутренние активы. Разработано несколько вариантов модели. Базовая спецификация не предполагает возможности национализации и дефолта. Она используется авторами для демонстрации трудностей, связанных с одновременным включением в модель внешних заимствований и инвестиций: уравнения, определяющие необходимые условия максимизации, не являются независимыми, что не позволяет определить оптимальное решение. Существование решения обеспечивается за счет включения в модель риска экспроприации как вероятности национализации фирмы-резидента вместе с сопутствующими долговыми обязательствами перед иностранными кредиторами. В случае отсутствия трансакционных издержек все сбережения резидентов направляются за рубеж, а инвестиции внутри страны финансируются заемными средствами. Поскольку дефолт исключен, инвестиции в экономику осуществляются до момента равенства предельного продукта капитала доходности иностранных инвестиций. В ситуации, когда инвестирование за рубеж, оставаясь безрисковым, сопряжено с дополнительными издержками, внутренние инвестиции снижаются с ростом уровня риска. Тенденция использования заемных средств для инвестиций внутри страны и направления собственных средств за рубеж сохраняется. В следующей спецификации модели вероятность экспроприации не является случайной величиной, а определяется государством по результатам сравнения издержек по выплате долга национализируемых фирм перед иностранными кредиторами с выгодами от процесса отчуждения. В ситуации, когда вероятность экспроприации определяется заданным в явном виде правилом, общий объем инвестиций оказывается ниже или равен общему объему инвестиций в случае отсутствия такого правила. Кроме того, вероятность национализации возрастает пропорционально накоплению капитала внутри страны. Включение в модель возможности дефолта приводит к

возникновению ограничений на иностранные заимствования и появлению положительной взаимосвязи между внешним долгом и ставкой процента за рубежом. Поскольку обслуживание долга осуществляется лишь за счет внутренних накоплений или вновь полученных заемных средств, иностранные инвесторы могут оценить возможность дефолта и ограничивают объем предоставленных средств, если текущих ресурсов не хватает для его обслуживания.

Таким образом, авторы утверждают, что резиденты развивающихся стран вывозят внутренние накопления за рубеж, используя внешние заимствования для инвестиций во внутреннюю экономику. Поскольку предполагается, что выплаты по внешнему долгу в том или ином виде обеспечены государством, в случае банкротства или национализации сопутствующие обязательства по зарубежным заимствованиям также перейдут к государству. Вместе с тем инвестиции за рубеж характеризуются практически полным отсутствием риска, что позволяет исключить возможность экспроприации личного капитала. Таким образом, поведение инвесторов развивающихся стран укладывается в рамки рационального поведения, а увеличение бегства капитала, сопровождающееся наращиванием внешних заимствований, оправдано в контексте существования разницы рисков внутренних и зарубежных вложений. Причем, чем выше риск отчуждения активов внутри страны и чем ниже транзакционные издержки при инвестировании за рубежом, тем значительнее масштабы бегства. Существование прямых или косвенных государственных гарантий зарубежным кредиторам в случае банкротства или национализации внутренних активов, капитал которых сформирован заемными средствами, приводит к тому, что обязательства по погашению внешнего долга переходят от частного сектора к государству. Соответственно, инвестирование заемных средств во внутренние активы снижает вероятность их национализации. Риск экспроприации, по мнению авторов, напрямую зависит от общей макроэкономической ситуации в стране, в том числе от факторов, традиционно рассматриваемых в качестве ключевых детерминантов бегства капитала в контексте инвестиционного климата: переоцененности курса национальной валюты, дефицита бюджета, волатильности инфляции, низкого экономического роста и т.д.

Слабая защита прав собственности в качестве основной причины бегства капитала анализируется также в работе [Tornell, Velasco, 1992]. Авторы исследуют проблему в рамках так называемой трагедии ресурсов общего пользования. С помощью строгих математических выводов демонстрируется, что либерализация финансового счета в условиях возможной экспроприации активов приводит к переводу резидентами капитала в страны с более низкой ставкой процента. В то же время авторы отмечают, что в данной ситуации открытие финансового счета и спровоцированные им «убегающие» капиталы необязательно ведут к снижению общественного благосостояния и темпов экономического роста, а служат скорее дисциплинарной мерой, позволяющей предотвратить «перенационализацию».

Авторы работы [Ize, Ortiz, 1987] исследуют вопросы массового вывоза средств резидентами в контексте риска фискальной несостоятельности, понимая под этим термином общую платежеспособность государства, его способность корректно и своевременно реагировать на шоки и управлять риском дефолта. Внутренние и внешние шоки, оказывающие негативное воздействие на государственный бюджет, создают фискальные разрывы, которые в отсутствие своевременных фискальных корректировок приводят к росту внешнего долга и/или увеличению налогов на держателей внутреннего. Резиденты,

предвидя подобное развитие ситуации, переводят средства в иностранные активы, что, в свою очередь, ведет к снижению реального курса национальной валюты. Самое очевидное решение в данной ситуации – единичная девальвация, ведущая к повышению уровня цен и сокращению реального размера внутреннего долга. Однако такое развитие событий возможно только в случае, если цены достаточно гибкие, а внутренние и внешние финансовые активы не являются совершенными субститутами. Государство сокращает затраты на обслуживание долга, увеличивая долю иностранных бумаг в своем портфеле, нерезиденты получают своеобразные государственные гарантии, ожидая, что обслуживание долга будет финансироваться посредством введения инфляционного налога на резидентов. Однако при недостаточной гибкости цен реальная стоимость внутреннего долга не может быстро сократиться. В таком случае расходы приходится уменьшать посредством снижения внутренних реальных ставок процента. В свою очередь, в соответствии с теорией паритета процентных ставок это возможно только в ситуации, когда реальный курс после изначального обесценения постепенно начинает восстанавливаться, снижая доходность иностранных бумаг в единицах национальной валюты. Невозможность девальвации, таким образом, ведет к существенному обесценению реального валютного курса, что в условиях фиксированного режима приводит к спекулятивным атакам на национальную валюту, увеличивая вероятность дефолта сначала по внутренним, а при худшем развитии ситуации и по внешним обязательствам. Таким образом, в случае фискальных дисбалансов бегство капитала возникает в любом случае по причине асимметрии рисков, которую в полной мере осознают как резиденты, так и нерезиденты. Вместе с тем время наступления явления, его интенсивность и последствия зависят от уровня гибкости цен и своевременной реакции со стороны государственного сектора. Так, авторы отмечают, что девальвация, переход к плавающему валютному курсу и тем более дефолт крайне нежелательны для государства в контексте возможной реакции со стороны частного сектора. По этой причине в большинстве случаев оптимальный момент для принятия соответствующих мер упускается, решение о вмешательстве принимается слишком поздно, в значительной мере усугубляя ситуацию.

Следующим шагом в развитии теории бегства капитала стало расширение идей асимметрии путем детального анализа рисков нерезидентов. Итон [Eaton, 1987] утверждает, что институциональная неразвитость стран с формирующейся экономикой ведет, в том числе, к несовершенству контрактов, в рамках которых действуют нерезиденты. Обязательства государства по выплате заемных средств частного сектора определяются неполнотой доступной зарубежным кредиторам информации о платежеспособности потенциального заемщика. При условии возможного дефолта существует «критический» объем заемных средств, привлеченных из-за рубежа, превышение которого приводит к принятию резидентами решения об инвестировании собственных средств в иностранные активы. Зарубежные кредиторы готовы направлять денежные средства в страну, а резиденты – гасить займы до тех пор, пока прибыль от внутренних инвестиций, осуществленных как за счет собственного капитала, так и за счет иностранных кредитов, покрывает издержки обслуживания внешнего долга. Соответственно, предельный уровень заемного капитала положительно зависит от доходности внутреннего актива и размера собственных средств инвестора, вложенных в него, и отрицательно – от издержек обслуживания внешнего долга, доходности зарубежных активов и уровня налоговой нагрузки на резидентов. Иностранные кредиторы инвестируют до достижения «критического» объема

только в случае доступа к полной информации о платежеспособности потенциальных заемщиков, что снижает до минимума риск невыплаты долга. В этом случае ни бегство капитала, ни дефолт невозможны. В условиях же неполноты информации наступление обоих событий возможно в ряде случаев, например, когда нерезиденты переоценивают доходность внутренних инвестиций или размер собственного капитала, вложенного в актив инвестором-резидентом. Негативный для кредиторов исход возможен также в случае недооцененности уровня общей задолженности инвестора-резидента или уровня дохода, который потенциальный заемщик может получить при инвестировании за рубежом.

Поскольку ситуация доступа кредиторов к полной информации, позволяющей определить «критический» уровень предоставляемых средств, на практике невозможна, они обращаются к прямым или косвенным гарантиям государственного сектора страны-заемщика. Другая причина существования таких гарантий объясняется трудностями, связанными с применением кредиторами каких-либо мер в случае невозврата средств, в то время как государство обладает достаточным инструментарием штрафных санкций. Однако государство может гарантировать исполнение выплат по внешнему долгу только в случае инвестирования заемных средств во внутреннюю экономику. В такой ситуации кредиторам достаточно убедиться, что размер предполагаемых штрафов на резидентов страны-заемщика равен или превышает затраты обслуживания соответствующего объема заимствований. В случае существования мошеннических схем, когда резиденты изначально не планируют возвращать заемные средства, вывозя их и допуская дефолт, расходы государственного сектора на погашение задолженности перед зарубежными кредиторами выше оптимального значения. В свою очередь, существующие бюджетные ограничения вынуждают государство повышать налоговую нагрузку на резидентов. Для них рост налогов снижает прибыльность внутренних инвестиций, причем ее уровень падает с ростом количества недобросовестных инвесторов. В модели существуют два равновесия. В первом случае все заемные средства направляются во внутреннюю экономику, внешние заимствования погашаются. Во втором – собственный и заемный капитал вывозится за рубеж всеми инвесторами, что ведет к дефолту частного сектора. Равновесие второго типа, обозначенное как «равновесие бегства», устанавливается, если хотя бы один из резидентов вывозит средства за рубеж в ситуации, когда общий объем заимствований не превышает «критического» уровня и объективная предпосылка для инвестиций за границу отсутствует. Равновесие первого типа, названное «нормальным», предполагает, что все резиденты придерживаются стратегии инвестирования внутри страны. В ситуации «равновесия бегства» возможность дефолта определяется достаточностью бюджетных средств для покрытия существующих долговых обязательств. В случае их нехватки государственный сектор может прибегнуть к повышению налоговой нагрузки, но только при условии, что совокупные издержки (к числу которых относят также политические последствия для правящего режима), сопровождающие подобное решение, ниже затрат, связанных с объявлением дефолта и введением санкций.

В рамках модели второго типа выдвигается предположение о том, что доходность внутренних активов определяется случайными факторами и уровнем усилий инвестора, затрачиваемых на управление ими, предположение о возможности мошеннических схем снимается. Инвесторы делают выбор между внутренними и зарубежными инвестициями исключительно с учетом максимизации прибыли. Соотношение значений случайного и «управленческого» факторов для каждого из внутренних активов известно только его

собственнику и ненаблюдаемо зарубежными кредиторами. Актив приносит прибыль при совокупности благоприятного стечения обстоятельств и высокого уровня управленческих усилий. Процесс характеризуется следующей последовательностью событий: заемщики привлекают определенный объем иностранного капитала, принимают решение об уровне усилий на управление активом, затем включается случайный процесс, исход которого определяет фактор «удачи». Государство и зарубежные кредиторы расценивают инвестирование заемных средств за рубеж как сигнал того, что усилия инвесторов на развитие внутренних активов направлены не будут. В свою очередь, при заданном уровне заемных средств резидент максимизирует прибыль. Внутренние активы развиваются, если при фиксированном уровне усилий их максимальный доход превышает доход от вывоза как заемных, так и собственных средств, в противном случае – все средства направляются за рубеж. Объем внешних заимствований при этом определяется таким образом, чтобы при заданном уровне усилий максимальный доход превышал потенциальный доход от инвестирования всех средств за рубеж. В этой ситуации при условии положительной реализации случайного процесса резиденты развивают внутренние активы. Модель также предполагает наличие двух равновесных состояний. В первом случае все заемщики прикладывают усилия для увеличения прибыльности внутренних активов, весь капитал направляется во внутреннюю экономику. Государство гарантирует выплату долга инвесторов, которым фактор «удачи» не позволил получить доход, достаточный для покрытия обязательств перед зарубежными кредиторами, не повышая налоговую нагрузку на других резидентов. «Равновесие бегства» устанавливается в случае, когда все заемщики направляют собственный капитал за рубеж, инвестируя иностранный капитал во внутренние активы и не прикладывая при этом управленческих усилий. Несмотря на исключение мошеннических схем, равновесие второго типа возможно, так как уровень усилий не наблюдаем, а резиденты все также ищут способы не погашать внешние заимствования. По аналогии с предыдущей моделью, государство, сравнивая сопутствующие издержки, вынуждено или увеличивать налоговую нагрузку, или объявлять дефолт.

Институциональное развитие

Факторы, объясняющие асимметрию рисков, в частности проблемы слабой защищенности прав собственности, неполноты информации и несовершенства контрактов, носили в отличие от макроэкономических показателей инвестиционного климата институциональный характер. Выход в свет работ [Dooley, 1986, 1988; Dooley, Kletzer, 1994; Khan, Naque, 1985; Eaton, 1987] и других исследователей, определяющих асимметрию риска как первопричину бегства, в совокупности с растущим интересом к новой институциональной теории обусловили появление работ, связывающих бегство капитала с уровнем развития институтов в стране. В частности, кроме уже упомянутых факторов, определяющих асимметрию рисков, исследователи стали анализировать взаимосвязи массового вывоза капитала с высоким уровнем коррупции, слабым развитием финансовых рынков, политической нестабильностью и отсутствием или непоследовательностью структурных реформ. Особую роль здесь сыграл распад СССР и последующий вывоз капитала беспрецедентных масштабов из стран СНГ. В этом новом историческом контексте стало очевидно, что, несмотря на напрашивающиеся аналогии с ситуацией в странах Латинской Америки, круг причин, определяющий массовый вывоз средств, нельзя ограничивать исключи-

тельно экономическими факторами. Риски, связанные с политической нестабильностью, и сопровождающее их нежелание властей строить сильные институты приводят к бегству больших масштабов и, что важнее, более устойчивого характера, чем несовершенства рынка, вызванные недостатком средств для финансирования дефицита бюджета. Последующие кризисы в России и Бразилии подтвердили наличие сильной коррелированности бегства капитала со спецификой политических режимов и уровнем развития институтов в стране.

В работе [Alesina, Tabellini, 1989] наращивание внешних заимствований в условиях масштабного бегства капитала объясняется соперничеством политических партий за приход к власти. В развивающихся странах смена политических режимов является обычной ситуацией. Для простоты предполагается, что за власть борются правые, или капиталисты, и рабочие – сторонники левых взглядов. Политическая идеология партии у власти влияет на проводимую налоговую политику и распределение дохода. Целью правящей партии является не общественное благосостояние, а сохранение власти. Соответственно каждое правительство действует в интересах «своей» группы: рабочих, получающих заработную плату, или капиталистов, зарабатывающих прибыль. По этой причине государство часто даже не пытается предупредить бегство капитала, введя, например, запрет вывоза средств за рубеж. Правящая партия проводит фискальную политику в интересах «своей» группы, облагая налогами представителей противоположной группы (вводятся налоги или на прибыль, или на заработную плату) и распределяя трансферты между своими последователями. Государство осуществляет заимствования на внешнем рынке, которые считаются безрисковыми. На начало первого периода ни одна из групп не имеет активов за рубежом, отсутствует также и накопленный внешний долг. В случае прихода к власти партии рабочих возможна экспроприация капитала. В рамках модели демонстрируется, что в случае существования неопределенности относительно того, какая из партий захватит власть в следующем периоде, активы за рубежом приобретаются обеими группами агентов. Правящая партия наращивает объемы внешних заимствований, доводя объем внешнего долга до предельно возможных значений, что не соответствует оптимальному объему, определяемому рынком. Обслуживание долга осуществляется за счет налоговых поступлений от противоположной группы агентов, в то время как сами внешние заимствования направляются на трансферты своей группе. Увеличение уровня политического риска, связанного с приходом к власти политической партии, отличной от той, которая формирует правительство в текущий момент, ведет к росту доли внешних инвестиций, финансируемых трансфертными платежами. При этом основной первопричиной роста внешнего долга и вывоза за рубеж средств, полученных в виде трансфертов, является вероятность того, что в следующем периоде у власти окажется другая партия, и обслуживать внешний долг придется ее представителям, в то время как использование заемных средств возможно уже в текущем периоде. Демонстрируется, что включение в модель вероятности дефолта не останавливает ни одну из групп от решения наращивать долг в первом периоде в независимости от ситуации в следующем периоде.

В работе [Bhattacharya, 1999] акцентируется внимание на том, что заработная плата является функцией труда и капитала, валовый уровень которого, в свою очередь, определяется внутренними инвестициями предыдущего периода. Если ожидается приход к власти левых, срабатывает эффект замещения, капиталисты снижают внутренние инвестиции и приобретают иностранные активы, возникает бегство капитала. Рабочие, ожи-

дая рост доходов из-за отмены налога на заработную плату, увеличивают потребление и снижают сбережения. Уменьшение внутренних инвестиций ведет, в свою очередь, к сокращению заработной платы – эффект дохода срабатывает еще раз, но уже в противоположном направлении. Соответственно, Баттачариа утверждает, что необходимо принимать во внимание не только эффект замещения, но и эффект дохода, который в данном случае «срабатывает» дважды, причем в противоположных направлениях. Напомним, в работе [Alesina, Tabellini, 1989] предполагается неизбежное возникновение бегства капитала в случае прихода левых, здесь же автор утверждает невозможность однозначных выводов – исход ситуации зависит от того, какой из эффектов будет сильнее.

С иной стороны вопросы смены политического режима применительно к процессам бегства капитала рассматриваются в контексте перехода к рыночной экономике, подразумевающей применение либеральных подходов. Авторы работы [Ndikumana, Youse, 2002] приходят к выводу, что единственным решением проблемы зависимости африканских стран от иностранных кредиторов является проведение реформ, возможных только при демократических режимах. Во-первых, внешний долг для стран Африки является основным источником бегства капитала. Иностранные заимствования, привлеченные для финансирования проблем внутри страны, конвертируются в капитал частного сектора и вывозятся за рубеж. Во-вторых, в условиях высокой коррупционной составляющей и вероятности нецелевого использования средств иностранные кредиторы продолжают инвестировать в африканские страны. В-третьих, решение о наращивании внешнего долга принимается политиками, а обслуживание увеличивает налоговое бремя всей нации. Введение демократических политических режимов позволит учитывать мнение большинства при принятии решения об уровне внешней задолженности и повысит прозрачность политики внешних заимствований. Также авторы призывают признать наличие так называемых одиозных долгов и поделить ответственность за них между заемщиками и кредиторами, а именно вменить в обязанность кредиторов доказательство легитимности таких обязательств. Двусторонняя стратегия, предполагающая выборочное предоставление заимствований со стороны западных кредиторов и эффективное управление заемными средствами со стороны правительств африканских стран, является плодотворной для обеих сторон. Кредиторы снижают вероятность дефолта и повышают прибыльность вложений, африканские экономики получают ресурсы для развития.

Наиболее остро вопросы необходимости структурных реформ как единственного действенного средства «лечения» бегства капитала встали после распада СССР и падения коммунистического режима в странах Восточного блока. Процесс перехода к рыночной экономике обусловил возникновение множества новых проблем. С одной стороны, ситуация в странах бывшего социалистического лагеря казалась схожей кризису в странах Латинской Америки – рост внешних заимствований, стабилизационные программы МВФ, системы фиксированных валютных курсов, с другой – возникла новая экономическая реальность. Речь шла не просто о либерализации финансового счета, а об открытии границ, реформы были не просто необходимы, они уже беспорядочно претворялись в жизнь ускоренными темпами, смена политического режима уже случилась, а прогнозировать последствия сложившейся ситуации было затруднительно. Этот новый экономический контекст в приложении к теории бегства капитала сместил акценты от общих проблем в сторону анализа осуществимости, последовательности и конкретных характеристик реформ, исследования институциональных особенностей новых режимов, уже не социали-

стических, но еще не рыночных. В ином свете предстали вопросы частной собственности: в социалистических странах ее просто не было и, соответственно, речь о качестве институтов ее защиты не шла, однако процессы массовой приватизации уже определили необходимость создания таких структур. Проблемы доверия правящему режиму, легальности и легитимности частных капиталов, совсем недавно считавшихся общественными, высокого уровня коррупции на всех уровнях вышли на первый план, переводя теорию бегства капитала на еще более зыбкую почву, чем раньше.

Проблема бегства капитала в контексте перехода к рыночной экономике, в том числе с учетом опыта восточноевропейских стран, отказавшихся от коммунистического режима, исследуется, например, в работе [Sheets, 1995]. Открытие границ предполагает возникновение как масштабных инвестиций резидентов за рубеж, так и встречного потока от иностранных инвесторов, привлеченных высокими процентными ставками. Однако на практике инвестиции в страны с экономикой переходного периода характеризовались высоким уровнем риска, ограниченной доходностью, а также рядом экономических и политических проблем внутри страны, обуславливающих формирование негативных ожиданий со стороны зарубежных инвесторов. Речь шла, например, о неэффективном и слабо развитом финансовом секторе, высоких темпах роста предложения денег, волатильной инфляции, обесценении национальной валюты, а также общей нестабильности политической ситуации. Таким образом, несмотря на высокие процентные ставки, исходящий инвестиционный поток так и остался односторонним, что было обусловлено большим весом факторов риска, политических и институциональных, по сравнению с факторами доходности. Снижение уровня таких рисков предполагает определенные действия со стороны государства, успешность которых определяет, в том числе, масштабы вывоза средств. В качестве политических и институциональных факторов бегства капитала автор определяет такие структурные искажения экономики, как репрессии финансового сектора, слабо защищенные права собственности и неоптимальную систему налогообложения. Эмпирическая база представлена данными Польши, Венгрии, России и Чехословакии за период 1988–1993 гг. При определении масштабов «убежавших» капиталов традиционные методики Всемирного банка и «Hot Money» дополняются альтернативной оценкой, основанной на объеме депозитов в иностранных банках. Динамика оттока капитала в случае каждой конкретной страны анализируется в контексте текущей экономической и политической ситуации. На примере Польши и Чехословакии демонстрируется, что на начальном этапе проведение структурных реформ усиливает неопределенность, что приводит к увеличению объемов средств, вывезенных за рубеж. С течением времени по мере адаптации экономики к новым реалиям капитал, инвестированный в иностранные активы, постепенно возвращается. Поэтапное проведение реформ, цели которых ясны населению, позволяет избежать даже такого «первичного» оттока, что произошло, например, в Венгрии. Противоположная ситуация иллюстрируется на примере России, где бесконтрольный процесс приватизации в условиях высокой коррупционной составляющей привел к вывозу капитала беспрецедентных масштабов. Из всего коммунистического блока проблема бегущего капитала наиболее остро встала именно в России, определив тем самым хорошую эмпирическую базу значительного числа исследований. Специфика факторов бегства капитала в России анализировались как отечественными, так и зарубежными исследователями.

В широко цитируемом исследовании [Loungani, Mauro, 2000], посвященном вопросам факторов и каналов бегства капитала в России, авторы, не детализируя причины отто-

ка до уровня отдельных макроэкономических показателей, утверждают значимость последовательных структурных реформ как единственного возможного «лечения» проблемы. Макроэкономическая нестабильность, высокий уровень налогового бремени и коррупции, несостоятельность банковской системы и слабо защищенные права собственности в совокупности определяли необходимость кардинального изменения экономических и политических реалий того времени. Ключевой особенностью работы является смещение акцентов с анализа непосредственного влияния каждого из факторов на исследование возможностей купирования бегства капитала путем структурных реформ. Для определения качества проводимых реформ используется индекс эффективности структурных реформ Всемирного банка. Количественные оценки бегства капитала из России в 1991–1998 гг. рассчитаны с использованием алгоритмов Всемирного банка и «Hot Money». Анализируя масштабы бегства капитала в странах с переходной экономикой Центральной и Восточной Европы, авторы отмечают, что Россия – единственная страна бывшего социалистического лагеря, выступающая в роли экспортера капитала. В других странах после проведения структурных реформ и восстановления темпов роста ВВП бегство умеренных масштабов сменилось значительными объемами входящих потоков капитала. В России на момент 1998 г. вывоз капитала продолжал расти соразмерно нефтяным котировкам. Его объемы даже превысили аналогичные показатели стран Латинской Америки времен кризиса внешнего долга. Продолжая аналогию, авторы отмечают, что ситуация роста заемных средств от частных иностранных инвесторов схожа с ситуацией получения Россией в рассматриваемом периоде финансовой помощи от международных организаций. В качестве специфических причин бегства капитала Лугани и Мауро отмечают приватизацию, повлекшую перераспределение капитала в условиях высокого уровня коррупции и незащищенных прав собственности. Для подтверждения «уникальности российского бегства» авторы в рамках регрессионной модели проверяют гипотезу о существовании факторов, общих для всех стран бывшего социалистического лагеря. В качестве объясняющих переменных используются показатели уровня инфляции, сальдо государственного бюджета и индекса качества реформ. По результатам моделирования, рост инфляции увеличивает бегство капитала, более высокое значение индекса реформ и профицит бюджета способствуют его снижению. Коэффициент при показателе индекса реформ примерно в шесть раз больше среднего коэффициента при других регрессорах. Результаты подтверждают значимость проведения структурных реформ для элиминирования бегства капитала. Авторы также делают вывод о том, что успешные реформы не только помогают решить проблему массового вывода, но и способствуют возвращению средств, ранее инвестированных в зарубежные активы. Анализ масштабов бегства капиталов из России в сравнении с опытом других стран, изначально находящихся на сопоставимом уровне развития, позволил предположить наличие зависимости объемов вывезенных средств и возможностей контроля данного процесса от уровня коррупции. По мнению авторов, роль коррупционной составляющей в определении «склонности» резидентов инвестировать за рубеж значима не только для России, а является неотъемлемой характеристикой большинства авторитарных режимов.

Отдельно отметим, что ключевые причины асимметрии рисков – слабое обеспечение прав собственности, несостоятельность контрактов, неполнота информации – на данном этапе уже встраивались исследователями в рамки новой институциональной теории. Фактор коррупции как основной «провал институтов», представляющий одновременно и источник, и причину вывоза средств, явился логическим продолжением этих идей.

Восприятие коррупции как неизменного атрибута авторитарных режимов позволило исследователям, как уже упоминалось ранее, предположить, что в условиях демократических режимов проблема бегства, если и не будет решена полностью, то, по крайней мере, потеряет остроту. Изначально вопросы коррупции поднимались применительно к ситуации в странах Африки и Латинской Америки. Авторы работы [Ndikumana, Boyce, 2008] довольно резко высказываются об истинных причинах явления бегства капитала из африканских стран. Эти экономики богаты природными ресурсами: Нигерия и Ангола экспортируют нефть, в Ботсване находятся крупные месторождения алмазов. Однако по уровню душевого дохода они находятся в конце списка, что не мешает представителям власти и к ним приближенным открывать многомиллионные счета за рубежом. Влияние названных факторов проверяется в рамках эконометрической модели, куда помимо прочих регрессоров в явном виде включаются показатели обеспеченности природными ресурсами и степени авторитарности режима, зависимая переменная – объем депозитов в иностранных банках. Однако по результатам моделирования уровень обеспеченности природными ресурсами оказался незначимым, а переменная авторитарного режима вошла в уравнение со знаком, противоположным ожидаемому, продемонстрировав таким образом, что объем средств на счетах за рубежом выше в условиях демократии.

Коррупция как решающий фактор бегства капитала в странах Латинской Америки рассматривается в исследовании [Pastor, 1990]. Инициаторами оттока являются высокообеспеченные слои населения, часто имеющие возможности влиять на политические решения. Для возврата вывезенных средств странам-реципиентам необходимо их идентифицировать, странам-донорам – вернуть их, получив взамен долговые инструменты в национальной валюте заемщиков. При этом доходы от зарубежных вложений направляются на погашение долга перед нерезидентами. Невозможность реализации подобной стратегии на практике автор объясняет действиями выступающих за защиту прав собственности и верховенство банковской тайны и властей США, где аккумулирована большая часть вывезенных средств. В такой ситуации единственным возможным политическим решением является предупреждение роста средств, вновь направляемых за рубеж, а не возвращение вывезенных ранее.

Отметим, что идеи «разделения ответственности» за высокие объемы внешнего долга между кредиторами и заемщиками неоднократно высказывались и российскими экономистами (см., например: [Абалкин, 2000]).

Эмпирические исследования

В рамках теоретических исследований экономисты предлагают концепции, разрабатывают модели, практическое применение которых не всегда очевидно. Например, как уже неоднократно упоминалось по тексту данной работы, не существует единственного общепризнанного макропоказателя, соответствующего понятию инвестиционного климата. Измерение риска, сопутствующего вложениям в финансовые активы конкретной страны, также не является тривиальной задачей. Еще больше неоднозначности возникает при моделировании концепции институционального развития. Вместе с тем проверка гипотез, выдвинутых в рамках теоретических работ, на ранних этапах затруднялась, в первую очередь, по причине отсутствия статистических данных надлежащего качества, а также ограничений, связанных с уровнем развития и возможностями применения матема-

тического аппарата. На сегодняшний день в распоряжении исследователей уже сформированная теоретическая база, современные методы анализа данных, реализованные в рамках специализированного программного обеспечения, и, что самое главное, доступные и относительно надежные временные ряды достаточной глубины. В связи с этим вполне ожидаемым представляется рост числа работ прикладного характера, целью которых является определение средствами эконометрического моделирования детерминантов вывоза в конкретной стране и/или их сравнение для группы стран. За редким исключением эмпирических результатов, полученных в рамках основополагающих теоретических исследований, чаще всего в рамках подобных работ не вводится альтернативных теоретических предпосылок, проблема бегства капитала исследуется в приложении к конкретным статистическим данным, непосредственно оценивается объем явления и определяется, какие детерминанты, из представленных в классических трудах, актуальны в данном случае. С учетом определенных преимуществ, в силу вышеназванных факторов, получаемых современными исследователями еще на старте, может сложиться ошибочное мнение, что подобные работы мало обогащают теорию бегства капитала. Однако исследования такого рода формируют отдельную базу данных, позволяющую оценить сопоставимость результатов в рамках одной страны и/или группы стран, а также соотнести экспертные, в определенной степени интуитивные, представления о масштабах и специфике проблемы массового вывоза средств с конкретными числовыми показателями. Как отмечается в работе [Bouse, Ndikumana, 2003], несмотря на то, что результаты, полученные в рамках подобных исследований, в значительной степени неустойчивы по причине различий в способах оценки «бегущих» капиталов и применяемых эконометрических техник, исследователям все же удалось вывести ряд важных эмпирических зависимостей.

Вместе с тем упомянутая в начале раздела проблема выбора корректных статистических показателей для моделирования, как в части регрессоров, так и в случае зависимой переменной, также остается актуальной. Так, в контексте инвестиционного климата чаще всего рассматриваются показатели доходности внутренних и зарубежных вложений, темпов экономического роста и объемы вложений по каналам прямого инвестирования. Кроме того, часто тестируется гипотеза об авторегрессионной природе «бегущих» капиталов посредством включения объема вывезенных в прошлом периоде средств в число регрессоров. Размер задолженности перед нерезидентами, динамика и волатильность курса национальной валюты и инфляции, состояние сальдо государственного бюджета обуславливают степень неопределенности и, соответственно, риска вложений в рассматриваемую страну. Наиболее неоднозначным представляется сопоставление конкретных макроэкономических показателей с уровнем институционального риска. Теоретически речь идет, например, об уровне коррупции, степени защищенности прав собственности, сменяемости власти и т.д., однако соответствующие конкретные показатели в лучшем случае представлены в виде рейтинговых оценок. Подобные переменные включаются в модели некоторыми исследователями, но, во-первых, такие оценки, по сути, представлены в порядковой шкале, во-вторых, в любом случае речь идет об экспертном мнении, а не об измеримом явлении. По этой причине концепцию институционального развития часто сводят к вопросам неопределенности, связанной с инвестициями в конкретную страну, что, в свою очередь, уже легче представить в виде конкретных макроэкономических показателей.

Вышеназванные факторы в определенном смысле представляют базовый набор: большинство исследований включают 3–4 регрессора из данного списка вместе с факто-

рами, характеризующими специфику конкретной страны и/или экономической ситуации. Помимо особенностей, связанных с объектом исследования, таких как исторический, экономический и национальный контекст, на итоговый результат влияет выбор эконометрического инструментария, метода построения оценки зависимой переменной и конкретных показателей, соответствующих регрессорам модели.

Далее по тексту проанализируем вопросы значимости и устойчивости «традиционных» факторов в зависимости от выбранного объекта исследования, методологии и инструментария.

Процентный дифференциал

Теория выбора портфеля, отсылки к которой встречаются в большинстве работ, посвященных вопросам бегства капитала, предполагает, что инвесторы максимизируют доходность, распределяя средства между внутренними и зарубежными финансовыми инструментами, основываясь на норме прибыли с учетом риска. Ставка процента, на интуитивном уровне определяющая уровень доходности инструмента, представляется самым очевидным фактором, обуславливающим решение о направлении вложений. Поскольку бегство капитала – проблема, характерная в большей степени для стран с формирующейся экономикой, где ставки процента обычно выше, чем в развитых странах, исследователи чаще всего включают в модель не абсолютные значения, а показатель процентного дифференциала – разность между ставкой в развитых странах, например, США или странах ОЭСР, и внутренней ставкой процента в странах с формирующейся экономикой. Предполагается, что показатель должен входить в регрессионную модель с положительным знаком, если он представлен разницей между иностранной и внутренней ставкой, и, соответственно, с отрицательным, если учитывается разница между ставкой процента внутри страны и за рубежом.

Кроме того, в контексте бегства капитала мотивация, основывающаяся на идеях теории портфельного выбора, считается «нормальной», мотивы, не связанные с максимизацией прибыли, позволяют отнести вложения к «бегущим» капиталам. То есть значимость фактора процентного дифференциала позволяет косвенным образом провести соответствующую классификацию. Формально гипотезу можно сформулировать следующим образом: «нормальным» портфельным выбором инвестора считается вложение в иностранные активы, если их доходность превышает доходность финансовых инструментов внутри страны. В случае если номинальная доходность иностранных финансовых активов ниже, чем финансовых инструментов, представленных на внутреннем рынке, однако инвесторы продолжают направлять средства за рубеж по любым иным причинам, чаще всего связанным с существованием различного вида рисков внутри страны, то речь идет о бегстве капитала. Напрямую данная гипотеза проверяется в работе [Schneider, 2003]. Автор предполагает, что трансграничные потоки капитала могут объясняться двумя видами факторов: общими для всех стран и уникальными в каждом конкретном случае. Предполагается, что общие факторы укладываются в рамки теории выбора портфеля, в частности определяя сравнительную доходность внутренних и зарубежных вложений, а уникальные – соответствуют аномальным рискам в экономике. Именно совокупность потоков капитала, инициируемая вне рамок концепции сравнительной доходности, формирует бегство. В исследовании, таким образом, вводится прямое разделение исходящих потоков

капитала на «нормальные», мотивированные получением большей доходности по сравнению с инвестициями внутри страны, и «ненормальные» – вывезенные по иным причинам. Разграничение моделируется средствами факторного анализа. Нецелесообразность применения регрессионных моделей автор объясняет неоднозначностью направления причинно-следственных связей между бегством капитала и его детерминантами. Применение факторного анализа также может помочь в принятии решения о необходимости корректировки «бегущего» капитала на величину встречного потока. Кроме того, многие традиционно используемые в моделях показатели представлены качественными переменными, что также затрудняет применение классических методов эконометрики. «Нормальные» потоки капитала, реагируя на традиционные детерминанты формирования инвестиционного портфеля, характеризуются высокой степенью взаимной корреляции, что позволяет их объяснить некими общими, комплексными факторами, представляющими всю совокупность таких показателей. Предполагается существование двух общих факторов, первый характеризует внутренний инвестиционный климат, второй – состояние мировой экономики. Доля в общей величине исходящих потоков, объясняемая иными факторами, определяет «бегущие» капиталы.

Эмпирическая база исследования представлена данными 116 стран шести регионов (Восточная Азия, Восточная Европа, Латинская Америка, Северная Африка и Средний Восток, Африка к югу от Сахары и Южная Азия) в 1990–1998 гг. Объем «убежавшего» капитала рассчитан в соответствии с алгоритмом Всемирного банка. Кроме оценок величины вывезенных средств отдельно анализируются потоки участия в капитале и долговых инструментов прямых и портфельных инвестиций.

По результатам факторного анализа исходящие потоки капитала, иницируемые резидентами Восточной Азии, практически полностью объясняются двумя общими факторами, что, в соответствии с предположением автора, подтверждает их «нормальность». В странах Восточной Европы общими факторами определяют около половины трансграничных финансовых потоков. В случае стран Африки к югу от Сахары и Латинской Америки большая часть вывезенного капитала зависит от иных факторов, что позволяет отнести их к числу «убежавших». Для определения влияния оценок конкретной страны на общий показатель региона факторный анализ проводится для выборки из 16 крупнейших стран каждого региона. Мексика, Колумбия и Перу – страны Латинской Америки, трансграничные потоки которых в наименьшей степени объясняются общими факторами. Показатель Мексики является также самым высоким в общей выборке – 95% средств вывезено по причинам, отличным от традиционно принимаемых во внимание при формировании инвестиционного портфеля. Для стран Африки к югу от Сахары большая часть «ненормальных» потоков иницируется резидентами Нигерии, Уганды и Ганы. Малайзия и Таиланд – лидируют в части специфических факторов в Восточной Азии. Однако за счет Китая и Южной Кореи регион в целом демонстрирует самый низкий показатель «уникальности».

Большинство авторов работ, представленных в данном обзоре, однако, не рассматривают проблему выделения «ненормальных» потоков, оставляя ее экономистам и статистикам, занимающимся проблемой оценки масштабов бегства капитала. Используемая в моделях зависимая переменная, построенная в соответствии с одним из алгоритмов расчета, полагается достаточно надежной оценкой объема вывезенных средств. Гипотеза же состоит в определении существования влияния ставки процента на бегство капитала.

В исследовании [Ayadi, 2008] значимость процентного дифференциала с ожидаемым знаком определена для Нигерии, страны с одним из самых высоких показателей оттока капитала к ВВП. В качестве зависимой переменной используются оценки, рассчитанные в работе [Ajayi, 1997]. Автор отталкивается от концепции асимметрии рисков в ситуации бегства капитала на фоне роста внешних заимствований в долгосрочном и краткосрочном периодах и устанавливает существование подобных искажений, проверяя значимость фактора системного или странового риска. Процентный дифференциал в данной работе трактуется как компонент риска такого рода, уровень которого также определяется темпами инфляции и волатильностью курса национальной валюты. Фактор ставки процента аппроксимируется разницей между ставкой процента в Нигерии и ставкой Eurodollar и в краткосрочном периоде является статистически значимым регрессором с наибольшим коэффициентом. В долгосрочном периоде отрицательная взаимосвязь между бегством капитала и процентным дифференциалом также сохраняется, однако коэффициент ниже.

Лавансон [Lawanson, 2007] получает для Нигерии аналогичные результаты, используя в модели уже не потоковые, а стоковые переменные. В качестве регрессора используется разница между реальной ставкой процента в США и реальной ставкой процента в Нигерии. Для расчета масштабов бегства капитала автор использует методики Всемирного банка и Morgan Trust как в стандартном варианте, так и с поправкой на неучтенные внешнеторговые операции. Накопленным итогом с поправкой на норму доходности за рубежом авторы переводят потоковые зависимые переменные в стоки. Фактор значим во всех четырех модификациях с ожидаемым знаком.

Форга [Forga, 2008], определяя факторы бегства капитала в случае Камеруна, вместо процентного дифференциала использует разницу между инфляцией и ставкой процента внутри страны. В рамках ЕСМ-модели определена значимая положительная связь между бегством и дифференциалом инфляции и ставки процента.

В то же время в работах [Boyce, Ndikumana 2008; Al-Fayoumi, Al-Zoubi, Abuzayed, 2012], анализирующих страны Африки южнее Сахары и страны MENA соответственно, процентный дифференциал не входит в число значимых факторов.

Влияние процентного дифференциала на объемы вывезенных средств в странах Латинской Америки проверялось во многих классических работах. Эконометрические модели для Аргентины, Бразилии, Венесуэлы, Мексики, Перу, Чили и Уругвая разработаны в работах [Cuddington, 1986, 1987; Dooley, 1986, 1988; Pastor, 1990].

В исследованиях [Cuddington, 1986, 1987] для каждой страны из выборки строится отдельная модель. Спецификация конкретной модели определяется, в том числе, доступностью статистических данных. В отличие от большинства исследователей, использующих в качестве регрессора процентный дифференциал, Каддингтон включает в модели два фактора: внутреннюю ставку процента и ставку процента за рубежом, скорректированную на ожидаемое обесценение национальной валюты. Для Аргентины оба фактора незначимы. В случае Мексики внутренняя ставка процента значима, но входит в модель с положительным знаком. Автор связывает этот факт с ростом риска инвестиций, сопровождающим высокие ставки процента. Внутренняя ставка процента значима с ожидаемым (отрицательным) знаком для Уругвая и Бразилии. Процентные ставки за рубежом для этих стран не являются статистически значимыми.

Факторы бегства капитала в Аргентине, Венесуэле, Мексике и Уругвае также анализируются в работе [Pastor, 1990]. Кроме названных стран, в панельную выборку иссле-

дования входят Бразилия, Колумбия и Перу. Оценка зависимой переменной строится по алгоритму Всемирного банка. В данном случае процентный дифференциал, определенный как разница между доходностью трехмесячных казначейских векселей США и внутренней ставкой процента с учетом ожиданий девальвации национальной валюты, значим с ожидаемым знаком.

В исследовании [Dooley, 1988] также проверяется гипотеза о влиянии ставки процента на бегство капитала в странах Латинской Америки на данных Аргентины, Бразилии, Чили, Мексики и Венесуэлы. Кроме того, в выборку также входят Филиппины. Фактор процентного дифференциала в модели представлен разницей ставок депозитов в долларах и в национальной валюте, скорректированной на реальный обменный курс. Аналогично предыдущей работе процентный дифференциал статистически значим с положительным знаком.

В статье [Mikkelsen, 1991] анализируется ситуация в Мексике за период 1978–1985 гг. Зависимая переменная бегства капитала аппроксимируется статьей ошибок и пропусков платежного баланса. Влияние ставки процента проверяется включением в модель показателя ожидаемой доходности банковских депозитов в Мексике и США, а также непосредственно внутренней реальной ставки процента. Обе переменные статистически значимы с ожидаемыми знаками.

Азиатские страны в публикациях, посвященных факторам бегства капитала, чаще всего представлены Малайзией и Филиппинами. В работе [Arip, Puah, Liew, 2012] для Малайзии определено отрицательное влияние внутренней ставки процента на бегство капитала из страны. Авторы не уточняют, на основании каких данных строится модель в части фактора процентных ставок, а знак при переменной, противоречащий ожидаемому, объясняют тем, что высокие процентные ставки, обусловленные недостатком капитала в развивающихся странах, ожидаемо привлекают иностранных инвесторов, что увеличивает входящий поток. Вместе с тем в работе [Harrigan, Mavrotas, Yusop, 2002] процентный дифференциал, включенный в модель в стандартном виде (разница между ставкой внутри страны и за рубежом), статистически значим уже с ожидаемым знаком. Аналогичные результаты на данных Малайзии получены в исследовании [Chunhachinda, Sirodom, 2007], с тем лишь отличием, что регрессором выступает разница между иностранной и внутренней ставками, соответственно, переменная входит в модель с противоположным знаком. В обоих случаях зависимые переменные оценены в соответствии с четырьмя различными алгоритмами. Фактор ставки процента в [Chunhachinda, Sirodom, 2007] также значим для Индонезии и Таиланда, однако знак противоположен ожидаемому – рост ставок за рубежом относительно внутренних снижает объем вывезенных средств, в то время как для Южной Кореи и Филиппин процентный дифференциал не является статистически значимым. Случай Филиппин также подробно исследовался в работе [Bouse, 1992]. В целом, работа посвящена демонстрации теоретических выводов относительно специфики взаимосвязи вывоза капитала и внешнего долга на примере данных Филиппин за период 1962–1986 гг., что будет подробнее рассмотрено далее по тексту. Однако в рамках эконометрической модели, разработанной в этих целях, проверяется также влияние ставки процента на масштаб бегства. Процентный дифференциал, определенный как разница между реальной ставкой по казначейским векселям США и реальной ставкой по депозитам в Филиппинах, значим с ожидаемым знаком во всех спецификациях модели.

В исследовании [Han, Gan, Hu, Li, 2012] рассматриваются детерминанты оттока в Гонконге, в качестве количественной оценки вывезенных средств используется показатель неучтенной прибыли от внешнеторговых операций. Обычно данные, полученные в рамках этой методики, используются лишь для коррекции оценок, построенных иным способом, но, по утверждению авторов, первичных данных для расчета объема вывезенных средств по иным алгоритмам за весь период наблюдения (1970–2009 гг.) у них не имеется. Альтернативные оценки за периоды, для которых доступна первичная информация, в работе, однако, приведены. На временном отрезке 1998–2009 гг. включенная в модель оценка бегства капитала как неучтенной прибыли от внешнеторговых операций оказывается значительно ниже оценок, рассчитанных в соответствии с алгоритмами Всемирного банка и «Hot Money». Процентный дифференциал определен как логарифм разницы между ставкой по казначейским векселям США и внутренней ставкой процента, скорректированной на валютный курс, но в итоговой версии модели фактор не является статистически значимым.

В работе [Cheung, Qian, 2010] исследуются факторы, определяющие интенсивность вывоза капитала резидентами Китая. В качестве детерминантов в модель включен ряд специфических переменных, определяющих развитие экономической ситуации в стране в 1999–2008 гг., а также традиционно используемые в тематических исследованиях макроэкономические показатели, институциональные и политические переменные. Зависимая переменная рассчитана в соответствии с алгоритмом Всемирного банка, потоковые переменные преобразованы в стоки. Фактор ставки процента представлен отклонением от значения покрытого паритета процентных ставок США и Китая. По результатам моделирования процентный дифференциал статистически значим с ожидаемым знаком.

Влияние сравнительной доходности финансовых активов на масштаб вывезенных средств в странах Европы исследуется, например, в работах [Brada, Kutan, Vukšić, 2011, 2013; Antzoulatos, Sampaniotis, 2003; Gibson, Tsakalatos, 1993; Altinkemer, 2005].

Авторы [Brada, Kutan, Vukšić, 2011, 2013] исследуют бегство капитала в странах с переходной экономикой. В более ранней работе объектом исследования являются государства-члены СНГ, в исследовании, опубликованном позже, – страны Центральной и Восточной Европы. Количественные оценки вывезенных средств рассчитаны в соответствии с алгоритмом Всемирного банка. Процентный дифференциал определен как разница между реальной ставкой процента внутри конкретной страны и реальной ставкой процента в Еврозоне. В случае стран СНГ переменная процентного дифференциала не является значимой. Авторы предполагают, что это свидетельствует о том, что рост нормы доходности в странах СНГ способствует накоплению капитала высокообеспеченными слоями населения, которые впоследствии вывозят средства за рубеж с целью обеспечения их сохранности и анонимности. В странах Центральной и Восточной Европы процентный дифференциал значим с ожидаемым знаком во всех спецификациях модели.

Группы стран, анализируемые в [Brada, Kutan, Vukšić, 2011, 2013] по отдельности, объединены в единую выборку стран Восточной Европы в работе [Antzoulatos, Sampaniotis, 2003]. В частности, рассматриваются страны, являвшиеся членами Совета экономической взаимопомощи. Зависимые переменные оценены по методикам Всемирного банка и «Hot Money», в еще одной спецификации модели используется статья ошибок и пропусков платежного баланса. В числе регрессоров как непосредственно внутренняя номинальная ставка, так и процентный дифференциал, определяемый разницей между внутренней и

зарубежной ставками процента (ставка в США), скорректированными на ожидаемое обесценение национальной валюты. Определено, что фактор значим с ожидаемым знаком. Стоит, однако, отметить, что в данной работе рассматривается временной промежуток с 1993 г. по 1999 г., в то время как в [Brada, Kutun, Vukšić, 2011] охватывается более поздний период с 1995 г. по 2005 г. Таким образом, в части стран СНГ речь идет о совершенно различных экономических ситуациях.

Ставку процента принято считать одним из основных потенциальных факторов, определяющих масштабы бегства капитала. Соответственно, подавляющее большинство исследователей учитывают влияние данного фактора в своих моделях, что позволяет говорить о том, что рассмотренные выше публикации формируют вполне объективную картину географических «предпочтений» исследователей. Как правило, проблему бегства капитала считают актуальной для развивающихся стран, и до недавнего времени существовало очень мало работ, рассматривающих вопросы бегства применительно к развитым странам. Примером такого исследования является [Gibson, Tsakalatos, 1993], где авторы рассматривают ситуацию с массовым вывозом средств резидентами Франции, Испании, Италии, Португалии, Греции и Италии, подчеркивая, что, по их мнению, ситуация в обозначенных странах должна отличаться от ситуации в развивающихся странах. В частности, в странах с переходной экономикой бегство капитала предположительно обусловлено желанием резидентов диверсифицировать свои активы по причине высокого уровня рисков и неопределенности, в то время как в развитых странах отток носит спекулятивный характер. Зависимая переменная оценена по методике «Hot Money». Процентный дифференциал, определенный в соответствии с формулой покрытого паритета процентных ставок, по причине доступности данных включен в модели только для Франции, Испании и Португалии, статистически значим с ожидаемым знаком в случае Испании и Португалии. Авторы предполагают, что в случае Франции «бегущие» капиталы реагируют на повышение степени неопределенности, а не на доходность внутренних активов.

Фактор доходности в определенной степени уникален тем, что его потенциальное влияние на объемы бегства в наибольшей степени зависит от используемой методики оценки зависимой переменной. Так, две основные группы методов – прямые и остаточные – с точки зрения экономической сути различаются именно характером включаемых в расчет финансовых потоков. Методики, предложенные в работах Каддингтона, относят к «бегущему» спекулятивный капитал. В данном случае предполагается, что ставка процента оказывает большее влияние, чем при расчете в соответствии с алгоритмами остаточных методов, по сути включающих в компонент «бегства» финансовые потоки, характеризующиеся большей устойчивостью. Влияние концептуальных различий методик расчета зависимой переменной иллюстрируется в работе [Altinkemer, 1995] в приложении к определению реальных причин финансового кризиса в Турции. Автор рассматривает волатильность трансграничных потоков капитала в качестве одной из основных причин кризиса. Проблема бегства капитала в этом случае формально не является актуальной, однако, оценив объем вывезенных средств по методике Всемирного банка, авторы обнаруживают интересную зависимость: во время кризиса наблюдается приток средств в страну, в периоды более благоприятной экономической ситуации резиденты увеличивают вложения за рубеж. При этом оценки бегства капитала за тот же период, полученные методом «Hot Money», демонстрируют противоположную динамику – на протяжении всего рассматриваемого временного отрезка Турция выступает реципиентом спекуля-

тивного капитала. В качестве возможного объяснения авторы ссылаются на неудовлетворительное качество статистики платежного баланса. Однако концептуально два метода различаются на величину долгосрочных финансовых потоков, что свидетельствует о том, что в страну притекает краткосрочный спекулятивный капитал, в то время как резиденты в случае наличия сбережений предпочитают долгосрочные инвестиции в форме, например, прямого участия в иностранных компаниях. Эмпирическим путем в рамках данной работы определено наличие структурного разрыва после введения полной конвертируемости турецкой лиры в 1990 г. Формальное открытие финансового счета случилось несколько раньше, относительно высокие на тот момент ставки в Турции привели к росту входящих потоков портфельных инвестиций. Приток валюты ухудшил инфляционные ожидания резидентов, которые, хеджируя риски обесценения, направили средства за рубеж уже, однако, в форме прямых вложений, что обусловило несопоставимую динамику показателей зависимых переменных и, соответственно, разнонаправленное влияние внутренней ставки процента.

Курс национальной валюты

В соответствии с теорией паритета процентных ставок, в условиях отсутствия ограничений мобильности капитала и совершенной взаимозаменяемости финансовых активов, если валютный рынок находится в равновесии, ожидаемая доходность внутренних активов равна доходности иностранных валютных активов, скорректированной на обменный курс.

$$(2) \quad s_t - E_t \{s_{t+1}\} = i_t^* - i_t,$$

где s_t – обменный курс; i_t^* – ставка процента за рубежом; i_t – ставка процента внутри страны.

Соответственно отклонение от паритета, а следовательно, и возникновение мотивации инвестировать в иностранные активы, возможно в ситуации, когда номинальный валютный курс не соответствует определяемому рынком равновесному значению. Очевидно, что данная ситуация актуальна в контексте системы фиксированных или управляемых валютных курсов, типичной для стран, столкнувшихся с проблемой массового вывоза средств в 80–90-х годах прошлого века. Ситуация, когда курс национальной валюты путем интервенции поддерживается на определенном уровне, в то время как курс, определяемый рынком, уже значительно ниже, с одной стороны, создает предпосылки для спекулятивных атак, с другой, в условиях относительно дешевой валюты вынуждает резидентов скупать зарубежные активы в ожидании обесценения внутренних. Вероятность спекулятивной атаки повышается в случае, когда дефицит бюджета финансируется путем выпуска новых денег. Механизмы возникновения кризиса платежного баланса как результата истощения резервов вследствие спекулятивной атаки описаны еще в ранних моделях валютного кризиса [Krugman, 1979; Flood, Garber, 1984], где центральный банк поддерживает фиксированный курс за счет резервов. В дальнейшем моделирование механизма валютных кризисов сформировало отдельный пласт экономической теории, на сегодняшний день существует уже несколько «поколений» таких моделей.

Выдвигаемые в теоретических работах идеи асимметрии рисков, связанных с инвестированием внутри страны, для резидентов и нерезидентов изначально рассматривали исключительно риск экспроприации активов, однако уже следующие публикации расширили концепцию за счет включения риска «неявных» налогов на резидентов, связанных с высокими темпами инфляции и колебаниями валютного курса.

Помимо случая явно переоцененного курса в условиях фиксированного режима, массовому бегству капитала также может способствовать высокая волатильность национальной денежной единицы при плавающем курсе. Аналогично предыдущему случаю, резиденты делают выбор в пользу зарубежных активов в ожидании возможного обесценения национальной валюты. Таким образом, завышенный по отношению к рыночному или волатильный курс национальной валюты формирует у резидентов-инвесторов ожидания снижения реальной стоимости внутренних финансовых активов и определяет дополнительные выгоды вложений за рубежом.

Вместе с тем выбор конкретных статистических показателей для определения фактора переоцененности валютного курса сопряжен с определенными сложностями, возникающими при учете параметра ожиданий. Наиболее очевидным решением является использование показателя форвардной премии. Однако соответствующие данные стали публиковаться относительно недавно, ранее исследователи включали в свои модели, например, разницу между официальным курсом и курсом обмена, предлагаемым на «черном» или параллельном рынке.

Одним из первых о существовании положительной связи между переоцененной национальной валютой и бегством капитала упоминает Каддингтон [Cuddington 1986, 1987]. Ожидаемый курс рассчитан как отклонение от равновесного. Равновесный курс, в свою очередь, зафиксирован на уровне 1977 г. Коэффициент при переменной статистически значим с ожидаемым (положительным) знаком для Аргентины, Мексики, Перу, Венесуэлы и Уругвая. Наличие значимой положительной взаимосвязи для стран Латинской Америки обнаружено также в статье [Pastor, 1990]. Степень переоцененности валютного курса рассчитывается аналогично показателю в работах [Cuddington 1986, 1987].

Для стран Африки возможность влияния завышенного относительно рынка курса национальной валюты на масштабы вывоза средств проверялась [Ayadi, 2008; Lawanson, 2007; Forgha, 2008]. Первые два исследования анализируют влияние курса найры на объемы «бегущих» капиталов в Нигерии. Аяди в качестве регрессора включает в модель непосредственно показатель обменного курса найры к доллару США. Лаунсон использует разницу между официальным курсом и обменным курсом на «черном» рынке. В обоих случаях коэффициенты при регрессоре значимы с положительным знаком. Премия на параллельном рынке как прокси уровня переоцененности курса используется в работе [Forgha, 2008], где определено существование положительной взаимосвязи между бегством капитала и завышенным курсом в Камеруне.

Результаты эмпирических исследований влияния на бегство капитала отклонения фактического курса от равновесного в странах Азии не столь однозначны. Например, в случае Малайзии в исследовании на данных за период 1970–1996 гг. [Harrigan, Mavrotas, Yusop, 2002] выявлена положительная статистически значимая зависимость. В качестве прокси использован реальный обменный курс национальной валюты. В то же время в работе [Chunhachinda, Sirodom, 2007] значимой связи между бегством капитала и курсом корейского вона не обнаружено. Модель в ней строилась на данных за период 1991–2000 гг.,

переоцененность курса определяется реальным обменным курсом. В этом же исследовании обнаружена положительная взаимосвязь для Таиланда и Индонезии, на данных Филиппин коэффициент при переменной статистически незначим. При этом в модели для Южной Кореи знак коэффициента при переменной противоречит ожидаемому. Напомним, что авторы использовали четыре различные методики расчета оценок «убежавших» капиталов и, соответственно, гипотеза тестируется в рамках четырех регрессий. Во всех спецификациях коэффициент при переменной – отрицательный и статистически значимый, т.е. переоцененный курс способствует сокращению масштабов вывоза средств. Авторы не выдвигают предположений о причинах возникновения подобной взаимосвязи в конкретной стране. Аналогичные результаты получены в исследовании [Cuddington, 1986], где, напомним, используется показатель отклонения фактического реального курса от равновесного. В качестве причин определения взаимосвязи, противоречащей ожиданиям, Каддингтон называет наличие жесткого контроля капитала, указывая также, что в данном случае официальный курс гораздо ближе к равновесию, чем в странах Латинской Америки.

В работе [Han, Gan, Hu, Li, 2012], используя в качестве прокси показатель реального курса, определяется существование положительной взаимосвязи в Гонконге – ожидания обесценения валюты побуждают нерезидентов скупать иностранные активы. В статье [Cheung, Qian, 2010] авторы, исследуя детерминанты бегства капитала в Китае, включают в модель форвардную премию в качестве рыночного индикатора валютных ожиданий. Данный показатель, однако, значим только на месячных данных, в то время как на типичных для большинства исследований квартальных данных коэффициент при переменной не является статистически значимым. Объем вывезенных средств отрицательно зависит от увеличения форвардной премии в ожидании роста курса юаня, что соответствует изначальным теоретическим предпосылкам о характере данной взаимосвязи.

В регрессионной модели для стран MENA, разработанной в исследовании [Al-Fayoumi, Al Zoubi, Abuzayed, 2012], показатель процентного изменения реального эффективного курса национальных валют данных стран не является статистически значимым.

Колебания национальной валюты и отклонения от равновесного значения не влияют на объемы «убежавших» капиталов также в случае СНГ [Brada, Kutan, Vukšić, 2011] и стран Центральной и Восточной Европы [Brada, Kutan, Vukšić, 2013]. В обеих работах в модель включен показатель процентного изменения реального обменного курса. Вместе с тем, в [Antzoulatos, Sampaniotis, 2011], где выборка стран очень близка к вышеназванным работам, а отклонения курса аппроксимируются аналогичным показателем, коэффициент при соответствующей переменной является значимым с ожидаемым знаком.

Авторы работы [Gibson, Tsakalatos, 1993], исследуя бегство капитала в развитых европейских странах, делают акцент на неопределенности, возникающей в результате колебания валюты. В качестве прокси в модели используется форвардная премия, авторы уточняют, что формально показатель отражает также страновые риски. Для Франции, Испании, Португалии и Греции коэффициент при переменной статистически значим с ожидаемым знаком. В модели на данных Италии обнаружена значимая положительная взаимосвязь, что формально противоречит экономической теории. Исследователи предполагают, что данный феномен связан с постоянно меняющимися правилами валютного контроля в стране. Например, происходит ужесточение валютного контроля, форвардная премия при этом положительная, но объем «бегства» сокращается.

Для нестандартного случая Турции в работе [Altinkemer, 1995] эмпирическим путем определяется, что обеспечение полной конвертируемости турецкой лиры привело к возникновению структурного разрыва. В качестве прокси фактора переоцененного валютного курса в данном исследовании используется показатель ожидаемого курса национальной валюты, в свою очередь также оцененный в рамках авторегрессионной модели. Либерализация финансового счета в Турции началась в 1984 г. с разрешения резидентам открывать счета в иностранной валюте, однако окончательно завершилась лишь к началу 1990 г. полной конвертируемостью турецкой лиры в соответствии с требованиями МВФ. На временном отрезке 1987–1990 гг. коэффициент при показателе ожидаемого курса национальной валюты не является статистически значимым, но после полного открытия финансового счета в период с 1990 по 1995 гг. уже обнаружена статистически значимая положительная взаимосвязь.

В работе [Collier, Hoeffler, Pattillo, 2001] авторы рассматривают бегство капитала в контексте теории портфельного выбора, строя стоковые переменные. Методология преобразования потоковых переменных в стоковые, впервые предложенная в рамках данной работы, впоследствии была использована многими экономистами в своих исследованиях. Масштабы вывезенных средств оцениваются как доля частного капитала за рубежом в процентах к общему накопленному частному капиталу. Отталкиваясь от общего постулата формирования портфеля, авторы определяют сравнительную доходность активов и уровень риска в качестве ключевых детерминантов оттока. Однако, по мнению исследователей, процентный дифференциал сам по себе не в состоянии корректно объяснить возникновение бегущих потоков капитала, так как не отражает в полной мере риски, возникающие из-за нестабильной политической ситуации в стране. В связи с чем вместо стандартного показателя процентного дифференциала в исследовании используется переменная, определяемая капиталовооруженностью и капиталопроизводительностью, ожиданиями роста налогов и обесценения национальной валюты. Используя в качестве прокси степени переоцененности индекс Доллара на выборке, представленной данными 50 стран Азии, Африки и Латинской Америки, определили, что положительная взаимосвязь возникает в случае значительных отклонений от равновесного курса, определяемого рынком. Если же официальный курс несущественно выше рыночного, то показатель не является статистически значимым. Подобные выводы, как упоминалось, представлены также в работе [Cuddington, 1986].

Внешний долг

В то время как сравнительная доходность с учетом валютного курса с точки зрения экономической теории представляются наиболее очевидным фактором предпочтения инвесторами зарубежных юрисдикций, объективные исторические реалии кризиса в Латинской Америке заставили многих исследователей обратить свое внимание на связь бегства капитала и высокого уровня задолженности перед нерезидентами. Более того ряд экономистов определяют бегство капитала как инвестиции за рубеж в условиях растущего уровня иностранных заимствований. Анализ данной ситуации положил начало концепции асимметрии рисков, возникающих при вложениях в экономику конкретной страны ее резидентами и иностранными инвесторами.

Взаимосвязь бегства капитала и наращивания внешних заимствований «работает» в обе стороны. Дефицит капитала внутри страны, вызванный масштабным вывозом средств, определяет необходимость привлечения финансирования из внешних источников. Соответственно, существует положительная зависимость между бегством капитала и ростом заимствований из-за рубежа. Поступления от нерезидентов по каналам внешнего долга в ряде случаев также вывозятся резидентами в виде «бегущих» капиталов, что ведет к возникновению положительной связи уже между иностранными кредитами и бегством капитала. Подробный анализ всех характеристик взаимосвязи внешнего долга и бегства капитала проведен в [Bouse, 1992]. Первоначально исследование поднимает вопрос определения направления каузальной взаимосвязи: провоцирует ли рост внешних заимствований отток капитала или же, наоборот, массовый вывоз средств резидентами определяет непрекращающуюся потребность государственного сектора в финансировании из-за рубежа. Кроме того, обсуждаются различия в характере подобных взаимосвязей. Так, резидентами могут вывозиться непосредственно средства, полученные по каналам внешних заимствований, или же зарубежные займы могут быть инвестированы внутри страны, в то время как на покупку иностранных активов будут направлены собственные средства резидентов. На основе этих двух критериев Бойс определяет четыре типа взаимосвязи⁶.

1. Бегство капитала, вызванное внешним долгом (*debt-driven capital flight*): резиденты инвестируют за рубеж с целью защиты вложений от возможного ухудшения макроэкономической ситуации в стране вследствие наращивания внешнего долга.

2. Бегство капитала, финансируемое внешними заимствованиями (*debt-fueled capital flight*): средства, полученные как государственным сектором, так и частными заемщиками от зарубежных кредиторов, впоследствии в форме частного капитала инвестируются в иностранные активы.

3. Внешний долг, вызванный бегством капитала (*flight-driven external borrowing*): по причине увеличения объемов вывезенных за рубеж средств внутри страны возникает недостаток капитала, который финансируется зарубежными инвесторами.

4. Внешний долг, финансируемый бегством капитала (*flight-fueled external borrowing*): частный капитал сомнительного происхождения вывозится за рубеж, а затем возвращается в страну происхождения в виде заимствований из-за рубежа (так называемые схемы раунд-триппинга – *round-tripping*).

Для проверки выдвинутых гипотез на данных Филиппин строится эконометрическая модель. Фактор роста внешнего долга в регрессии определен непосредственно соот-

⁶ Стоит отметить еще одну взаимосвязь внешнего долга с оттоком капитала. В соответствии с методологией статистики платежного баланса погашение внешнего долга отражается как сокращение обязательств перед нерезидентами. При расчете количественных оценок объема оттока с помощью методик, учитывающих двусторонний поток, сокращение обязательств перед нерезидентами на фоне неизменного объема активов приводит к росту сальдового показателя. Подобная ситуация наблюдалась, например, в Российской Федерации по итогам 2014 г., когда массовый вывоз средств в условиях санкций дополнился вынужденным погашением долговых обязательств, что определило беспрецедентный рост показателя финансовых операций частного сектора, традиционно ассоциируемый с оттоком капитала. Вместе с тем, погашение внешнего долга не является бегством капитала как таковым в рамках определения, предложенного в данной работе, так как в общем случае не ведет к негативным последствиям.

ветствующим показателем, публикуемым в наборе данных статистики внешнего сектора. По результатам моделирования выявлено наличие положительной двусторонней зависимости: рост внешнего долга увеличивает объемы вывезенных средств, а наращивание зарубежных активов стимулирует внешние заимствования.

В более поздней работе [Boyse, Ndikumana, 2003] Бойс в соавторстве с Ндикумана определяет статистически значимую положительную взаимосвязь между внешним долгом и объемом ввезенных средств для 30 африканских стран, 24 из которых классифицированы Всемирным банком как страны с низким уровнем дохода и высоким уровнем внешней задолженности. Соответственно, в данном случае речь идет о первом типе взаимосвязи – отток капитала финансируется заемными средствами, полученными из-за рубежа. По оценке авторов, каждый доллар, привлеченный в форме заимствований от нерезидентов, трансформируется в 80 центов, вывезенных резидентами из региона. Подчеркивается, что резиденты принимают решение о вывозе средств, опираясь как на общий уровень внешней задолженности, так и на ее изменение за определенный период. Объем накопленного внешнего долга воздействует на инвестиционный климат и на платежеспособность страны. Соответственно, в контексте исследования влияния иностранных заимствований на бегство капитала необходимо учитывать как стоковые, так и потоковые переменные. В эконометрическую модель данной работы включена переменная общего долгового бремени перед иностранцами (бегство капитала, вызванное внешним долгом) и показатель изменения внешней задолженности (бегство капитала, финансируемое внешними заимствованиями). Обе переменные значимы с положительным знаком, что подтверждает гипотезу о присутствии связи первого и второго типов. Отдельно отметим, что переменная изменения уровня внешней задолженности значима с положительным коэффициентом во всех спецификациях модели, вне зависимости от набора иных объясняющих переменных. Авторы повторили свои исследования, расширив выборку до 40 африканских стран, а временной горизонт до периода 1970–2004 гг. В работе [Boyse, Ndikumana, 2003] определено, что каждый доллар внешних заимствований увеличивает отток на 65 центов, а рост накопленного объема внешнего долга на один доллар прибавляет 3–4 цента к «убежавшим» капиталам.

Влияние высокого уровня задолженности на отток капитала в странах Африки подтверждается в работах [Ayadi, 2008; Lawanson, 2007] для Нигерии, [Makochekanwa, 2007] – для Зимбабве, [Forgha, 2008] – Камеруна. В первых двух работах в модель входит накопленный объем внешней задолженности, во вторых – изменения показателя за период.

Что касается стран Латинской Америки, кризис в которых и положил начало идее о значительном влиянии высокого уровня внешнего долга на массовость вывода средств в иностранные юрисдикции, большинство исследований подтверждают статистическую значимость данной взаимосвязи. В качестве примера можно назвать работы [Pastor, 1990; Mikkelsen, 1991]. В обоих исследованиях в качестве фактора уровня внешней задолженности выступает показатель вновь привлеченных долгосрочных кредитов из-за рубежа. В выборку стран входят Аргентина, Мексика, Колумбия, Бразилия, Чили, Перу и Уругвай.

Авторы работы [Al-Fayoumi, Al-Zoubi, Abuzayed, 2012] определили значимую и положительную взаимосвязь между динамикой показателя внешнего долга, и бегством капитала в странах MENA.

В целом, высокий уровень внешней задолженности не является типичной проблемой азиатских стран, поэтому экономисты, исследующие проблему бегства в данном ре-

гионе, не всегда включают этот фактор в число регрессоров. Однако в случае Бангладеша [Aziz, Khayyam, Uddin, 2014] не только определяют существование положительной статистически значимой взаимосвязи, но и указывают на то, что коэффициент при переменной изменения внешней задолженности значительно выше, чем при других регрессорах. Данный факт позволяет авторам сделать вывод о том, что именно рост внешних заимствований является ключевым детерминантом бегства капитала в Бангладеше. В работе [Nargigan, Mavrotas, Yusop, 2002] определяется, что в Малайзии наращивание внешней задолженности также способствует увеличению объемов бегства капитала. В обоих случаях в модель включается потоковая переменная поступлений заемных средств от нерезидентов.

В исследовании [Collier, Hoeffler, Pattillo, 2001] трактуется уровень внешней задолженности как прокси ожидания роста налоговой нагрузки. В нем показатель представлен долей зарубежных активов в общем объеме частного накопленного капитала. На выборке из более чем 50 стран переменная внешнего долга значима на однопроцентном уровне с положительным коэффициентом.

Отдельно стоит отметить, что потоковая переменная внешнего долга входит в формулу для расчета количественных оценок бегства капитала методом Всемирного банка, который на сегодняшний день является одним из наиболее распространенных. В ряде случаев переменную определяют накопленные объемы или используется определенное подмножество потоков показателя, но существует достаточное количество работ, где никаких дополнительных исследований эндогенности и соответствующих корректировок не проводится.

Экономический рост

Аналогично ситуации с внешним долгом, связь бегства капитала с экономическим ростом носит двунаправленный характер, в ряде случаев образуя так называемый «порочный круг». С одной стороны, экономический рост является надежным индикатором инвестиционного климата, таким образом, замедление темпов экономического роста напрямую влияет на мотивацию как резидентов, так и иностранных инвесторов и провоцирует вывод средств за рубеж. Бегство капиталов, в свою очередь, в числе прочих факторов ведет к истощению ресурсов для финансирования внутренних проектов, сокращению налогооблагаемой базы и, далее, соответственно, сокращению государственных доходов, что, в свою очередь, снижает экономический рост и определяет выбор резидентов в пользу иностранных финансовых инструментов. Вместе с тем одним из компонентов экономического роста является увеличение доходов частного сектора, которые, собственно, и определяют потенциально возможный объем выводимых средств, так называемую базу бегства капитала. В этом контексте снижение темпов роста ВВП может способствовать сокращению объемов капитала, направляемых за рубеж. Таким образом, между темпами экономического роста и бегством капитала возможны связи трех видов, две из которых действуют в противоположном направлении. По этой причине со стороны теории ожидаемый знак в моделях, анализирующих влияние экономического роста на бегство, не определен. Он зависит от специфики экономической и политической ситуации в конкретной стране, от особенностей ведения хозяйственной деятельности ее резидентами. Также неоднозначно направление казуальной связи: какой из факторов является причиной, а какой – следствием. Подобные теоретические предпосылки ожидаемо определяют

существование исследований, анализирующих причинно-следственную связь в обоих направлениях, иногда даже в рамках одной работы; неопределенность относительно сопоставленности динамики показателей находит свое отражение в неустойчивости результатов моделирования.

Для стран Африки – Зимбабве, Нигерии и Камеруна – в работах [Ayadi, 2008; Lawson, 2007; Forgha, 2008; Makochekanwa, 2007] определено, что увеличение темпов экономического роста ведет к снижению масштабов вывезенных средств. В моделях использованы показатели изменения ВВП за отчетный период, в некоторых случаях данные представлены в процентах или логарифмах. Данные результаты также подтверждает масштабное исследование проблемы бегства в африканских странах, проведенное в работе [Ndikuman, Youse, 2003]. Помимо очевидного показателя темпа роста реального ВВП авторы включают в модель разницу между годовыми нормированными на ВВП темпами роста конкретной африканской страны и США и странами-торговыми партнерами из числа членов ОЭСР (средневзвешенное пропорционально доле в товарообороте). В обоих случаях коэффициенты при переменных статистически значимы с отрицательным знаком.

Отрицательная взаимосвязь между экономическим ростом и бегством капитала выявлена также для стран MENA в исследовании [Al-Fayoumi, Al-Zoubi, Abuzayed, 2012], использован стандартный показатель динамики реального ВВП.

Для стран Латинской Америки в классических работах [Cuddington, 1986, 1987] экономический рост не рассматривается в качестве потенциального фактора оттока капитала, однако Пастор [Pastor, 1990] для практически идентичной выборки (Аргентина, Мексика, Колумбия, Бразилия, Чили, Перу, Уругвай, Венесуэла) выявляет значимую отрицательную связь. В качестве показателя используется разница между темпами роста в рассматриваемой стране и аналогичным показателем для США за предыдущий период относительно отчетного.

Экономический рост в Малайзии также способствуют сокращению объема вывезенных за рубеж средств, как определено в работах [Harrigan, Mavrotas, Yusop, 2002; Puaah, Arif, Liew, 2012]. В качестве регрессоров – значения ВВП на конец отчетного периода и на конец периода, предшествующего отчетному соответственно. В случае Китая и Филиппин в исследованиях [Cheung, Qian, 2010; Youse, 1992] связь между бегством капитала и темпами роста ВВП не является статистически значимой.

Таким образом, все работы обзора, исследующие факторы бегства капитала в странах Африки, Латинской Америки, в случае включения экономического роста в число объясняющих переменных модели постулируют наличие отрицательной взаимосвязи, которая в подавляющем большинстве является статистически значимой. Несколько иначе ситуация обстоит в случае развитых европейских экономик. Многие исследователи бегства капитала в странах Западной и Центральной Европы не ожидают сокращения инвестиций в ответ на улучшение экономической ситуации в стране. Можно предположить, что проблема недостаточности капитала в странах Европы стоит не столь остро, соответственно причины, побуждающие инвесторов переводить свои активы в зарубежные юрисдикции, также отличаются от ситуации в других регионах. Таким образом, большинство представленных в обзоре исследований, посвященных проблеме бегства капитала в развитых экономиках Европы, не включают экономический рост в число независимых переменных модели. Своего рода исключением являются работы [Brada, Kutan, Vukšić, 2011, 2014]. Однако в данном случае исследователи определяют, что увеличение темпов эко-

номического роста провоцирует еще более масштабный вывод средств за рубеж. Таким образом, возникает причинно-следственная взаимосвязь иного типа: резиденты перманентно вкладываются в иностранные активы в независимости от ситуации в своей стране, рост их доходов, сонаправленный общему экономическому росту, лишь увеличивает базу бегства капитала. Напомним, что в данных работах выборка представлена странами Центральной и Восточной Европы, в том числе членами СНГ.

В целом, несмотря на стабильность характера взаимосвязи для большинства регионов, экономический рост можно назвать одним из самых «сложных» детерминантов бегства капитала. Так, помимо того, что темпы экономического роста принято считать индикатором общей экономической ситуации в стране, еще больший интерес может представлять не сама скорость изменения ВВП, а волатильность данного показателя, косвенно характеризующая уровень неопределенности. Кроме того, в контексте непосредственно разработки эконометрической модели необходимо принимать во внимание, что с учетом комплексности самого макроэкономического индикатора, легко предположить, что рост ВВП, в свою очередь, определяется изменением совокупности иных экономических показателей, часть из которых также определяет динамику бегства капитала. Таким образом, ряд исследователей указывает на некорректность включения показателя «убежавших» капиталов и экономического роста в одно уравнение.

Кроме того, отдельно стоит отметить значительное количество работ, анализирующих взаимосвязь «экономический рост – бегство капитала» в противоположном направлении – отталкиваясь от предположения о том, что массовый вывод средств за границу существенно ухудшает экономическую ситуацию в стране, соответственно, замедляя темпы роста ВВП. Так, влияние «бегущих» капиталов на экономический рост исследуется, например, в работах [Ajayi, 1997; Cervena, 2006; Gusarova, 2009; Kar, Cartwright-Smith 2008; Ndiaye, 2014].

Прямые инвестиции

К числу «неоднозначных» факторов бегства можно также отнести прямые инвестиции. Во-первых, по аналогии с внешним долгом, наиболее распространенная методика количественной оценки объема вывезенных средств, предложенная Всемирным банком, напрямую включает показатель входящих потоков по каналам прямого инвестирования, что уже создает определенные сложности в части использования прямых инвестиций как регрессора в моделях с бегством капитала, где зависимая переменная рассчитана в соответствии с данным алгоритмом. Неоднозначность в части теоретических предпосылок возникает при анализе долгосрочных инвестиций в капитал предприятия одновременно как источника иностранного финансирования бегства капитала и как универсального инструмента для последующего вывоза средств резидентами. Трудности в части выбора корректного статистического показателя для включения в модель в данном случае не существенны. Прямые инвестиции определяются соответствующей статьей платежного баланса, на сальдовой основе фиксирующей входящие и исходящие финансовые потоки. Ряд исследователей в качестве независимой переменной учитывают только односторонний поток, возможны варианты также в части нормировки к ВВП, использования значений текущего или предыдущего периодов.

Так, в работе [Eaton, Gersovitz, 1987] приводится сравнительный анализ прямых инвестиций как инструмента привлечения зарубежного капитала с традиционными заимствованиями в виде портфельных и прочих инвестиций. Отмечается, что для нерезидентов существует три типа рисков, связанных с вложениями в виде прямых инвестиций: экспроприации, увеличения налоговой нагрузки и риск, связанный с ростом затрат на обслуживание долга, если участие финансируется за счет заемных средств. Первые два вида рисков являются общими как для резидентов, так и для нерезидентов. И даже риски третьего типа также свойственны резидентам в случае инвестирования заемных средств. Соответственно, в ситуации, когда нерезиденты осуществляют свои вложения с использованием инструментов прямого инвестирования, разница между рисками внешних и внутренних инвесторов становится незначимой, что, на первый взгляд, приводит к устранению асимметрии. Однако помимо риска дефолта нерезиденты стабильно сталкиваются с рисками неполноты информации. Не зная всех тонкостей функционирования рынка и характеристик каждого из его игроков, невозможно точно спрогнозировать доход от вложений, что более актуально в случае прямых инвестиций, чем в ситуации с долговыми инструментами, предполагающими фиксацию хотя бы части дохода. Как демонстрируется в работе [Khan, Naqee, 1985], такая ситуация приводит к необходимости создания государственных гарантий, которые в случае прямых инвестиций чаще всего реализуются в форме льготного налогообложения для компаний с иностранным капиталом.

Кант [Kant, 1996], в свою очередь, указывает на схожие первопричины генерации потоков прямых инвестиций и «бегущих» капиталов. В основе принятия решения – фактор инвестиционного климата. Ухудшение общей экономической ситуации, снижение стабильности определяют масштаб и интенсивность «убегающих» капиталов, а также необходимость привлечения внешних заимствований. Связь же между объемом вложений в форме прямых инвестиций и макроэкономическими показателями, определяющими инвестиционный климат, в соответствии с предположениями экономической теории, должна быть положительной. Соответственно, изменения показателя прямых инвестиций и динамика «бегущего» капитала определяются одним общим фактором, который, однако, оказывает разнонаправленное влияние. Согласно гипотезе автора, рост прямых инвестиций соответствует снижению масштабов бегства капитала. Непосредственная проверка данной гипотезы представляет определенные трудности, поскольку, как уже упоминалось выше, прямые инвестиции являются одним из компонентов количественных оценок бегства капитала, рассчитанных в соответствии с остаточными методами, причем рост показателя увеличивает оценку. Кроме того, снижение бегства капитала определяется не напрямую ростом прямых инвестиций, а через общий фактор инвестиционного климата. Инвестиционный климат, в свою очередь, является слабо определенным ненаблюдаемым показателем, что ведет к необходимости построения дополнительных оценок. Чтобы избежать затруднений, связанных с неоднозначностью направления каузальной связи и необходимостью определения количественных показателей инвестиционного климата, в работе применяется метод факторного анализа и анализ одновременных корреляций. Эмпирическую базу формируют данные всех развивающихся стран за 1974–1992 гг., как в целом по совокупности, так и с группировкой по регионам. Полученные в рамках анализа факторные нагрузки подтверждают предположение о том, что прямые инвестиции и бегство капитала объясняются одним общим фактором. При этом его влияние положительно в случае прямых инвестиций и отрицательно в случае оттока. Таким образом, вложе-

ния в форме прямого участия изменяются в направлении, противоположном «бегущим» капиталам. Соответственно, прямые инвестиции не способствуют усилению процессов бегства, как это бывает в случае, когда иностранное финансирование привлекается в виде долговых инструментов. Анализ одновременных корреляций определяет отсутствие статистически значимой связи между прямыми инвестициями и бегством капитала для стран Африки и Среднего Востока. Для стран Азиатско-Тихоокеанского региона, Европы, Латинской Америки и Карибского бассейна рост прямых инвестиций ведет к снижению оттока. Результаты оказались аналогичны для трех различных методик построения зависимой переменной, что позволяет утверждать устойчивость полученных результатов.

Вместе с тем существует ряд исследований, где методами регрессионного анализа обнаружена значимая положительная связь между прямыми инвестициями и бегством капитала. Отметим, что в качестве зависимой переменной большинство таких моделей используют количественные оценки, полученные в соответствии с методикой Всемирного банка (т.е. включают в расчет объем входящих прямых инвестиций). Так, коэффициент при переменной объема вложений в форме прямого участия статистически значим с положительным знаком для стран MENA [Al-Fayoumi, Al-Zoubi, Abuzayed, 2012], Восточной Европы и СНГ [Brada, Kutan, Vukšić, 2011, 2013], Зимбабве [Makochekanwa, 2007]. В первом случае в модель включен показатель прямых инвестиций на нетто-основе в ВВП, во втором – авторы учитывают лишь входящий поток соответствующей статьи платежного баланса; в модели Макочеканва – сальдо прямых инвестиций.

При этом в исследованиях, использующих альтернативные методики расчета количественных оценок бегства капитала, результаты не столь стабильны. Так, Девис [Davies, 2007], применяя различные эконометрические техники и алгоритмы количественной оценки зависимой переменной, разрабатывает в общей сложности 16 спецификаций модели. Коэффициент при переменной прямых инвестиций, выраженной как сальдо соответствующей статьи платежного баланса к ВВП, значим менее, чем в половине случаев. В работе [Antzoulatos, Sampaniotis, 2003] используются четыре спецификации модели в зависимости от методики построения зависимой переменной. Показатель прямых инвестиций, определенный аналогично предыдущей работе, ни в одной из них не является статистически значимым. Напомним, что в данном случае эмпирическая база исследования представлена данными 17 развивающихся стран Восточной Европы за 1994–1998 гг. Отрицательная статистически значимая связь между прямыми инвестициями (показатель на сальдовой основе) и бегством капитала в Малайзии подтверждается в работе [Harrigan, Mavrotas, Yusop, 2002], где для построения оценок зависимой переменной в модели используются четыре различные методики. В то же время авторы работы [Puah, Arip, Liew, 2012], исследуя данную зависимость для этой же страны, получили положительный знак коэффициента при переменной прямых инвестиций (значение соответствующей статьи платежного баланса за прошлый период). В данном случае зависимая переменная оценена по методологии «Hot Money» и не включает входящие потоки прямого участия в расчет оценки. Положительная статистически значимая взаимосвязь между поступлениями по каналам прямых инвестиций (показатель на нетто-основе) и бегством капитала для Малайзии подтверждается также в работе [Chunhachinda, Sirodom 2007]. Зависимая переменная в данном исследовании также оценивается четырьмя различными методиками. Для Малайзии статистически значимая взаимосвязь определена в случае трех из четырех спецификаций модели. Аналогичные результаты получены для Таиланда и Филиппин.

В случае Индонезии статистически значимые результаты получены только в одной спецификации модели (зависимая переменная построена с использованием алгоритма «Hot Money»). В модели на данных Южной Кореи статистически значимая взаимосвязь между прямыми инвестициями и бегством капитала не определена.

Бегство капитала предыдущих периодов

Наравне с внешними макроэкономическими факторами многие исследования указывают на важность авторегрессионной природы явления. Данную взаимосвязь часто определяют как характеристику устойчивости бегства капитала, в работе [Ndikumana, Boyce, 2003] говорится об эффекте формирования привычки. Формально первоначальное создание соответствующей инфраструктуры позволяет снизить последующие трансакционные издержки, и наоборот – решение о прекращении вывода средств ведет к необходимости ликвидации существующих инструментов, что связано с дополнительными затратами. Кроме того, логика явления предполагает существование так называемого стадного эффекта: чем больше инвесторов выводят средства за рубеж, тем в менее выгодных условиях оказываются те, кто продолжают инвестировать внутри страны, что, в свою очередь, побуждает их присоединиться к большинству. Также бегство капитала существенного объема очевидно ухудшает общую макроэкономическую ситуацию в стране и инвестиционный климат как ее индикатор, непосредственно влияя на темпы экономического роста и, соответственно, на решение инвесторов-резидентов продолжать вкладывать средства во внутренние активы. В исследовании [Collier, Hoeffler, Pattillo, 2004] отмечается также, что все меры, способствующие предотвращению бегства капитала, в том числе посредством улучшения общей экономической и политической ситуации в стране, «работают» исключительно в долгосрочной перспективе.

В эконометрических моделях существование рассматриваемой связи проверяется путем включения в модель, где зависимая переменная представляет объемы вывезенных средств отчетного периода, аналогичные показатели предыдущих периодов.

Так, авторегрессионный характер явления определен в случае стран MENA [Al-Fayoumi, Al-Zoubi, Abuzayed, 2012], СНГ [Brada, Kutan, Vukšić, 2011], африканских стран [Ndikumana, Boyce, 2003], а также на выборке из более 70 развивающихся стран [Davies, 2007]. В случае отдельных стран положительная статистически значимая взаимосвязь выявлена на данных Китая [Cheung, Qian, 2010], Мексики [Mikkelsen, 1991] и Малайзии [Harrigan, Mavrotas, Yusop, 2002]. Стоит отметить, что для построения количественных оценок зависимых переменных во всех перечисленных работах использовались различные модификации методики расчета Всемирного банка.

Вместе с тем в исследованиях [Cuddington, 1987; Boyce, 1992; Nyoni, 2000] статистически значимой взаимосвязи обнаружить не удалось, а по результатам моделирования в работе [Gibson, Tsakalatos, 1993] определено, что в странах Европы (Франция, Испания, Португалия, Греция) рост объемов вывезенных за рубеж средств в предыдущем периоде способствует снижению бегства в текущем. Авторы предполагают, что подобная ситуация может являться следствием конвертации вывезенных ранее средств в одну из резервных валют и их последующего возвращения в страну происхождения.

Инфляция, сальдо государственного бюджета и сальдо текущего счета

Вышерассмотренные факторы служат прикладным приложением теоретических предпосылок асимметрии рисков между резидентами и нерезидентами, теории формирования портфеля, вопросов создания благоприятного инвестиционного климата и институциональной среды. В определенной степени их можно считать фундаментальными, с другой же стороны, очевидно, что и инвестиционный климат, и проблемы несоответствия рисков резидентов и нерезидентов могут быть представлены десятками макроэкономических показателей, которые чаще всего не являются полностью независимыми ни по отношению к бегству капитала, ни к друг другу. Фактически распространяя эти идеи на точечные показатели, можно ввести в модель практически неограниченное количество регрессоров. Вместе с тем расширение модели снижает ее качество, поэтому большинство моделей включают порядка 4–6 независимых переменных. Кроме вышеназванных факторов, в качестве потенциальных детерминант бегства чаще всего исследователи рассматривают инфляцию, сальдо государственного бюджета и текущего счета. Первые два показателя являются ключевыми в контексте идеи влияния ожиданий роста налоговой нагрузки и обесценения внутренних активов. Сальдо текущего счета служит прямым источником финансирования бегства, а также косвенно влияет на инвестиционный климат и является одним из компонентов ВВП и, соответственно, определяет темпы экономического роста.

Теоретические исследования предполагают наличие положительной связи между ростом уровня цен и массовым выводом активов в зарубежные юрисдикции. В качестве статистического показателя используются темпы инфляции внутри страны, индекс потребительских цен или же дифференциал, представляющий разницу между инфляцией в развивающихся странах и внутренней инфляцией. Высокая инфляция, в свою очередь, также может являться следствием массового вывоза капитала из страны, что определяет актуальность проблемы казуальности и в данном случае.

По ряду причин инфляция чаще всего рассматривается в качестве одного из «второстепенных» факторов в моделях бегства капитала. Так, например, отмечают концептуальную схожесть показателя с показателем процентного дифференциала – обе переменные характеризуют риски, связанные с инвестированием во внутреннюю экономику. На уровне построения моделей [Ndikumana, Youse, 2003] обращают внимание на то, что в уравнении регрессии коэффициенты при переменных ставки процента и инфляции никогда не оказываются значимыми одновременно. Причем в рамках данного исследования авторы используют как непосредственно показатель темпа внутренней инфляции, так и дифференциал с инфляцией в США; результаты идентичны.

Инфляция оказывается незначимым фактором бегства также в работах [Ayadi, 2008; Al-Fayoumi, Al-Zoubi, Abuzayed, 2012; Cheung, Qian, 2010; Chunhachinda, Sirodom, 2007; Han, Gan, Hu, Li, 2012], а также в [Cuddington, 1987] для случаев Аргентины и Мексики. В большинстве работ из списка в число регрессоров также одновременно включена переменная ставки процента, коэффициент при которой статистически значим.

При этом, однако, существует ряд исследований, где инфляция и процентный дифференциал совместно значимы. Например, в работах [Lawanson, 2007; Harrigan, Mavrotas, Yusop, 2002; Antzoulatos, Sampaniotis, 2003; Pastor, 1990; Dooley, 1988] определено, что ин-

фляция наряду с увеличением разрыва между внешней и внутренней доходностью усиливает бегство. Единственный случай из рассмотренных в обзоре работ, где знак коэффициента при переменной инфляции противоречит теории, приведен в [Cuddington, 1987] в модели, построенной на данных Уругвая. Автор предполагает, что в данном случае внутренние инструменты, хеджирующие инфляцию, являются абсолютными субститутами иностранных активов.

Несмотря на то, что как упоминалось выше, инфляцию часто относят к «второстепенным» факторам бегства, в работе [Davies, 2007] вопрос взаимосвязи массового вывоза и темпов инфляции в послевоенный период выходит на первый план. Выборка исследования формируется 77 развивающимися странами за период 1991–2000 гг., 35 из них принимали участие хотя бы в одном вооруженном конфликте в течение рассматриваемого периода. Оцениваются четыре спецификации модели соответственно четырем алгоритмам построения зависимой переменной. Для стран, переживших военный конфликт, выборку делят на довоенный и послевоенный периоды. Определено, что после войны рост инфляции способствует усилению бегства капитала на уровне 0,005–0,01% ВВП. В то же время показано, что низкая инфляция помогает сдерживать отток денежных средств после вооруженных конфликтов.

Превышение расходов над доходами, истощение государственного бюджета предположительно также усиливают бегство по причине формирования ожиданий роста налоговой нагрузки на резидентов. В то же время, показатель государственных расходов является компонентом ВВП, внося, таким образом, непосредственный вклад в экономический рост. При этом в контексте несовершенной институциональной среды и возможной коррупционной составляющей рост доходов бюджета также коррелирует с ростом доходов верхней процентиля частного сектора и, в свою очередь, может служить источником финансирования вывода средств в иностранные юрисдикции. Соответственно, данная взаимосвязь сильно коррелирует и фактически является своеобразным элементом причинно-следственной связи бегства капитала и экономического роста. Ее характер, таким образом, определяется спецификой экономической ситуации в каждой конкретной стране, а ключевая особенность – формирование негативных ожиданий в ситуации, которая формально может способствовать увеличению темпов экономического роста (высокие государственные расходы).

Прикладные исследования, в свою очередь, подтверждают неустойчивость результатов на различных выборках. Так, например, Ндикумана и Бойс [Ndikumana, Boyce, 2003] определяют статистически значимую отрицательную взаимосвязь в случае перекрестной выборки, но знак меняется в случае объединенной модели регрессии. Для оценки сальдо государственного бюджета в этих случаях используется показатель дефицита первичного бюджета, когда же авторы вместо данного показателя включают в модель индикаторы общего дефицита и налоговых поступлений, нормированные к ВВП, коэффициенты при переменных теряют значимость.

Статистически значимая отрицательная взаимосвязь обнаружена в работах [Antzoulatos, Sampaniotis, 2003] для стран Восточной Европы, [Gibson, Tsakalatos, 1993] – для Франции, [Chunhachinda, Sirodorn, 2007] – для Индонезии и Филиппин, Южной Кореи, [Boyce, 1992] – для Филиппин, [Lawanson, 2007] – для Нигерии, [Forgha, 2008] – для Камеруна. Авторы работы [Brada, Kutan, Vukšić, 2013] обнаруживают статистически значимую положительную связь между сальдо государственного бюджета и бегством капитала в

развивающихся европейских странах, однако для стран СНГ в работе [Brada, Kutan, Vukšić, 2011] данная связь не является значимой. Развитые страны южной Европы [Gibson, Tsakalatos, 1993] на примере Испании и Португалии также демонстрируют отсутствие взаимосвязи, аналогично для стран Латинской Америки [Pastor, 1990; Dooley, 1988]. Не обнаружено значимой связи также в случае Китая, Гонконга и Малайзии [Cheung, Qian, 2010; Han, Gan, Hu, Li, 2012; Chunhachinda, Sirodom, 2007]. Во всех работах используется показатель сальдо бюджета (в зависимости от знака дефицит или профицит, что было учтено при трактовании направления взаимосвязи), в ряде случаев нормированный к ВВП. Отдельно отметим, что формально в исследовании [Pua, Arip, Liew, 2012] постулируется положительная взаимосвязь в случае Малайзии. Рассуждения авторов, однако, противоречат результатам моделирования в части влияния дефицита бюджета на бегство капитала. Так, зависимая переменная, как и потенциальный детерминант, нормирована к ВВП, коэффициент при переменной бюджета отрицательный. Авторы поясняют, что рост государственных расходов ожидаемо подрывает доверие инвесторов к устойчивости экономики. Из чего можно предположить, например, что дефициту бюджета должно соответствовать отрицательное значение переменной в модели, а профициту – положительное. Таким образом, будем считать, что в данной работе для Малайзии определена отрицательная связь бегства капитала в случае использования сальдо как регрессора и положительная, если меняется знак и используется именно показатель дефицита.

Профицитное сальдо текущего счета, отражающее превышение поступлений от экспорта над затратами на импорт, служит источником валютного финансирования бегства капитала. В то же время часть исследователей говорят о том, что дефицит текущего счета по аналогии с государственным бюджетом можно считать признаком наличия проблем в экономике страны. Кроме того, наравне с показателями изменения внешней задолженности и поступлений по каналам прямого инвестирования, сальдо текущего счета является одним из компонентов количественной оценки масштаба вывезенных средств Всемирного банка. Вследствие чего особый интерес представляют модели, где зависимая переменная рассчитана иным образом. В качестве регрессора используют соответствующую статью платежного баланса или ее компонент – торговый баланс, исключая потоки, связанные с доходами и торговлей услугами.

В работе [Han, Gan, Hu, Li, 2012] объясняемая переменная аппроксимируется показателем недоучтенной прибыли от внешнеторговых операций, соответствующий регрессор представлен показателем дефицита сальдо текущего счета, определено наличие положительной статистически значимой взаимосвязи для Гонконга. Также положительная связь определена в исследовании [Chunhachinda, Sirodom, 2007] для Индонезии, Таиланда и Южной Кореи. Формально, в вышеназванных случаях регрессор представлен дефицитом счета текущих операций, соответственно определено, что дефицит текущего счета провоцирует бегство капитала. Вместе с тем, в работе [Ayadi, 2008] для Нигерии определено противоположное направление взаимосвязи. В качестве прокси в ней используется показатель сальдо торгового баланса. Авторы предполагают, что показатель определяет размер внешнего сектора в экономике страны, с ростом которого снижаются транзакционные издержки инвестиций за рубежом. Таким образом, направление взаимосвязи соответствует ожидаемому авторами. Значимой связи не обнаружено в случае европейских стран в работе [Brada, Kutan, Vukšić, 2013] и в случае азиатских стран – Малайзия, Филиппины – в [Chunhachinda, Sirodom, 2007].

Заключение

Основные трудности, с которыми сталкиваются экономисты, занимающиеся проблемами бегства капитала, связаны с неопределенностью на всех этапах исследования. Несмотря на то, что выделение факторов, определяющих масштаб бегства, – лишь один из аспектов рассматриваемой проблемы, отсутствие единого подхода на начальных стадиях (построения оценок, выбора терминологии и т.д.) непосредственно влияет на множественность, вплоть до противоречия, публикуемых результатов. В рамках теоретических работ ученым удалось, с одной стороны, очертить пусть довольно широкие, но все же относительно стабильные рамки исследования. Были выделены нормативный и мотивационный подходы к определению явления, достигнуто негласное соглашение об их взаимодополняющем, а не исключающем характере. Разнообразие идей и предположений о влиянии конкретных факторов на интенсивность «бегущих» капиталов было оформлено в концепции инвестиционного климата, асимметрии рисков и уровня институционального развития, которые также в определенной степени развивают и дополняют друг друга, эволюционируя вместе с изменением системы хозяйствования и достижениями экономической науки. С другой стороны, в теоретических работах опубликовано также достаточное количество конкретных выводов: о влиянии наращивания внешней задолженности и механизмах его распределения, поведении агентов в условиях неполноты информации и несовершенства контрактов, разнообразии типов и функционирования взаимосвязей с конкретными экономическими показателями. Все это в совокупности формирует удовлетворительную базу для построения моделей на конкретных данных и непосредственно проверки гипотез. Однако именно на данном этапе возникает проблема неопределенности и ненаблюдаемости явления. Одновременно с типичными вопросами определения подходящего эконометрического инструментария и выбора прокси-переменных, трудности возникают в части оценки зависимой переменной и корректном моделировании направления взаимозависимости, которое в ряде случаев неочевидно. Так, сосуществование различных методик оценки интенсивности «убегающих» капиталов определяет не только различия в количественном выражении явления, но и характеристики финансовых потоков, образующих бегство. Использование некоторых методик построения зависимой переменной может также привести к тому, что объясняемая переменная будет представлять линейную комбинацию подмножества регрессоров, порождая ошибки в спецификации модели. Наглядным примером является включение показателей прямых инвестиций, сальдо текущего счета и изменения внешнего долга в число объясняющих переменных в регрессии, где зависимая переменная бегства капитала построена по методике Всемирного банка.

Проблема эндогенности и определения направления в целом стоит очень остро при построении регрессионных моделей бегства. Существование так называемых «порочных» кругов, определенных в теоретических исследованиях (например, взаимосвязь бегства и экономического роста), сильное влияние одних потенциальных детерминант на другие (например, сальдо государственного бюджета и объем внешнего долга) также существенно затрудняют выбор подходящего инструментария и спецификацию модели.

Вопросы выбора конкретных статистических данных для моделирования регрессоров являются более типичной, но от этого не менее нетривиальной задачей. Если в части количественных показателей использование в модели, например, сальдо государствен-

ного бюджета, изменения показателя за период или же процента дефицита/профицита к ВВП не влияет на определение созависимости рассматриваемого фактора с бегством капитала, то выбор корректного прокси, определяющего степень защиты прав собственности, полноту информации, которой располагают инвесторы, и даже уровня риска, сопутствующего инвестициям в конкретную страну, можно уже отнести к числу творческих задач. В том числе по этой причине последний «виток» развития теоретических моделей, постулирующий важность роли институтов в решении проблемы бегства, практически не нашел отражения в части введения соответствующих регрессоров в эконометрические модели на конкретных данных.

Все вышеназванные факторы и та самая «творческая составляющая», возникающая в условиях отсутствия единой методологической базы, приводят к нестабильности вплоть до противоречия публикуемых результатов, что, в свою очередь, не дает возможности говорить о существовании конкретного списка факторов, определяющих масштабы бегства. Помимо технических и методологических проблем невозможность определения универсального перечня объясняется также специфичностью экономической ситуации в конкретной стране в определенный временной период.

Так, на примере анализа бегства капитала из Российской Федерации можно проиллюстрировать как уже обозначенные выше «типичные» трудности, так и проблемы, специфичные для российской экономики. Банк России публикует данные о финансовых операциях частного сектора (ранее – чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором), часто ассоциируемые СМИ с оттоком капитала. Однако речь идет о нейтральном статистическом индикаторе, в общем смысле фиксирующем вектор сальдо финансового счета в части операций негосударственных секторов. Практика использования данных по статье ошибок и пропусков платежного баланса в качестве количественной оценки «убежавших» капиталов также является не совсем оправданной. В соответствии с методологией статистики платежного баланса ошибки и пропуски являются балансирующей статьей, объем которой определяется в первую очередь использованием различных источников данных для разных сторон одной и той же операции. Кроме того, показатели по статье могут принимать как положительные, так и отрицательные значения. В этом контексте общепринятый подход полагает отрицательные значения оттоком капитала, а положительные – притоком. Таким образом, если рассматривать ошибки и пропуски как показатель нелегальных потоков капитала, околонулевое сальдо не дает достаточно информации об объеме таких потоков на валовой основе: в целях анализа интерес представляют именно валовые показатели, так как нелегальные финансовые потоки любой направленности являются нежелательными для экономики. Единственный показатель, безусловно относящийся к бегству, – это объем сомнительных операций с признаками вывода денежных средств за рубеж, публикуемый Банком России. Однако финансовый поток, фиксируемый данным показателем, является лишь одним из компонентов, не определяя совокупный объем бегства капитала.

Соответственно, на сегодняшний день в официальной российской, впрочем, как и в мировой, статистике отсутствует конкретный числовой показатель бегства капитала, необходимый уже на первом этапе исследования проблемы. При определении факторов бегства капитала, которые, по мнению аналитиков и СМИ, в большинстве своем носят институциональный характер, мы сталкиваемся не только с традиционной проблемой выбора корректных числовых показателей, но и с вариативностью множества потенци-

альных детерминант на протяжении исследуемого периода. В качестве специфических для Российской Федерации факторов, иллюстрирующих обе проблемы, можно отметить массовую приватизацию 1990-х, санкции 2014 г. и внедрение курса деофшоризации на современном этапе. Во-первых, действие каждого из них ограничено по времени, во-вторых, выбор подходящих для моделирования количественных данных не очевиден. Однако все же наиболее уникальный аспект российского бегства определяют схемы, используемые для вывода денежных средств за рубеж. Процессы внутри таких схем обладают всеми характеристиками, сопутствующими явлению бегства капитала, их объемы поддаются количественной оценке, однако по причине своей специфичности они не учитываются в существующих методиках определения масштабов массового вывоза средств. Две основные формы бегства в экономике Российской Федерации – это массовая покупка иностранной валюты резидентами страны, т.е. внутреннее бегство без фактического пересечения капиталом границы страны, в российской литературе часто обозначаемое термином «долларизация»; и двусторонние финансовые потоки, проходящие по каналам прямых инвестиций как инструмент так называемых схем раунд-триппинга (*round-tripping*). Оба процесса в рамках определенных временных периодов в той или иной степени присутствуют в экономике многих стран, однако в случае России речь идет не о дополнительных, а об основных формах бегства. Отдельно отметим вариативность схем вывоза во времени. Изначально для вывода средств использовались внешнеторговые каналы: невозврат экспортной выручки, торговые кредиты и авансы. Однако по мере становления финансового рынка появлялись альтернативные инструменты: переводы на личные счета в иностранных банках, приобретение зарубежных активов по завышенным ценам и уже упомянутые выше схемы раунд-триппинга. В части же торговых операций «товарные» каналы сменили переводы по сделкам с услугами. Вопрос даже теоретической возможности учета подобной схем в официальной статистике остается открытым. Отдельные факты обнаруживаются в документах, обнародованных в рамках утечек данных из офшорных юридических компаний и крупных европейских банков. Очевидно, однако, что такие источники не могут быть использованы в качестве достоверных для количественной оценки бегства. Возможным решением могут стать идеи, предложенные в работах коллектива авторов проекта World Inequality Database, в числе которых Т. Пикетти, Г. Зукман и другие. Несмотря на то, что в центре интересов исследователей анализ причин и последствий экономического неравенства, предложенные ими методы идентификации зарубежных активов, основанные на сопоставлении статистических данных анализируемой страны и стран-партнеров (например, [Novokmet, Piketty, Zucman, 2018]), представляются перспективными и для целей определения масштабов бегства капитала. Еще одним многообещающим направлением является поддерживаемая МВФ и ОЭСР инициатива разработки статистики прямых инвестиций в разрезе стран резидентства конечных инвесторов (бенефициаров). Публикация таких данных наряду с традиционным географическим представлением по стране непосредственного инвестора позволит не только довольно точно оценить масштабы раунд-триппинга, но и повысит общую аналитическую ценность статистики прямых инвестиций. Очевидно однако, что на практике, с учетом масштабов российской экономики, разработка статистики такого рода требует значительных организационных, человеческих и временных ресурсов. Трудоемкость задачи косвенно подтверждает тот факт, что на сегодняшний день такие данные формируются лишь ограниченным кругом стран из числа членов ОЭСР. Опубликован ряд работ, где со-

ответствующие показатели с помощью методов математического моделирования определяются для более широкого перечня стран (например: [Casella, 2019; Elkjaer, Jannick, Johannesen, 2019]), однако без учета специфики конкретной экономики. Результаты, полученные в рамках таких работ, могут дать представление только об относительных масштабах явления.

Принимая во внимание вышесказанное, анализ бегства капитала применительно к российской экономике безусловно требует отдельного серьезного исследования, в полной мере учитывающего специфику экономической и хозяйственной деятельности страны, раскрывающего комплексный характер явления и, что не менее важно, содержащего методику построения подходящего количественного показателя.

* *
*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Абалкин Л.И. Бегство капитала: природа, формы, методы борьбы // Вопросы экономики. 1998. № 7. С. 33–41.

Абалкин Л.И. Качественные изменения структуры финансового рынка и бегство капитала из России // Материалы «Круглого стола». М.: Институт экономики РАН, 2000.

Гвоздева Е., Каштуров А., Олейник А., Патрушев С. Междисциплинарный подход к анализу вывоза капитала из России // Вопросы экономики. 2000. № 2. С. 15–45.

Гурвич Е., Прилепский И. Влияние финансовых санкций на российскую экономику // Вопросы экономики. 2016. № 1. С. 5–35.

Леонова Н.В. Анализ методики расчета показателя чистого ввоза/вывоза капитала частным сектором в системе эмпирических оценок масштабов бегства капитала // Деньги и кредит. 2017. № 12. С. 40–48.

Мильнер Б.З., Нисевич Е.В. Проблемы утечки материально-вещественного и интеллектуального капиталов // Материалы «Круглого стола». М.: Институт экономики РАН, 2000.

Сенчагов В.К. Новые тенденции бегства капитала // Материалы «Круглого стола». М.: Институт экономики РАН, 2000.

Синяков А.А., Юдаева К.В. Политика центрального банка в условиях значительных шоков платежного баланса и структурных сдвигов // Вопросы экономики. 2016. № 9. С. 5–39.

Смородинская Н.В. Бегство капиталов как объект международных исследований // Вопросы экономики. 1997. № 9. С. 135–147.

Смородинская Н.В. Бегство капиталов в теории и практике: анализ российской ситуации // Банковские услуги. 1998. № 9. С. 5–30.

Юдаева К.В. Основные причины оттока капитала из России // Экономическая политика. 2012. № 1. С. 21–32.

Alesina A., Tabellini G. External Debt, Capital Flight and Political Risk: NBER Working Paper Series. № 2610. 1989. P. 199–220.

Altinkemer M. Capital Flows: The Turkish Case: Central Bank of the Republic of Turkey Discussion Paper. № 9601. 1995.

Antzoulatos A. A., Sampaniotis T. Capital Flight in the 1990s-Lessons from Eastern Europe: Working Paper presented at the 51st International Atlantic Economic Conference in Athens, Greece, 2002.

Ayadi S. Folorunso Econometric Analysis of Capital Flight in Developing Countries: A Study of Nigeria. 8th Global Conference on Business & Economics. 2008.

- Ajayi I.S.* An Analysis of External Debt and Capital Flight in the Severely Indebted Low Income Countries in Sub-Saharan Africa: IMF Working Paper. № 68. 1997.
- Aziz S. I., Khayyam O., Uddin M.* Determinants of Capital Flight in Bangladesh: An Econometric Estimation // *Developing Country Studies*. 2014. № 4(25). P. 121–134.
- Bhattacharya R.* Capital Flight under Uncertainty about Domestic Taxation and Trade Liberalization // *Journal of Development Economics*. 1999. № 59(2). P. 365–397.
- Boyce J.K.* The Revolving Door? External Debt and Capital Flight: A Phillippine Case Study // *World Development*. 1992. № 20(3). P. 335–349.
- Brada J.C., Kutan A.M., Vukšić G.* The Cost of Moving Money across Borders and the Volume of Capital Flight: The Case of Russia and other CIS Countries // *Review of World Economics*. 2011. № 1 47(4). P. 717–744.
- Brada J.C., Kutan A.M., Vukšić G.* Capital Flight in the Presence of Domestic Borrowing: Evidence from Eastern European Economies // *World Development*. 2013. № 51. P. 32–46.
- Casella B.* Looking through Conduit FDI in Search of a Probabilistic Approach // *Transnational Corporations*. 2019. № 26(1). P. 109–146.
- Cervena M.* The Measurement of Capital Flight and its Impact on Long-term Economic Growth: Empirical Evidence from a Cross-section of Countries: Master's thesis. Comenius University Bratislava, 2006.
- Cheung Y.W., Qian X.W.* Capital Flight: China's Experience // *Review of Development Economics*. 2010. № 12(2). P. 227–247.
- Chunhachinda P., Sirodom K.* Determinants of Asian Capital Flight and the Impact of 1997 Economic Crisis // Y. Shimizu (ed.) *Economic Dynamism of Asia in the New Millenium: From the Asian Crisis to a New Stage of Growth*. Hackensack, N.J: World Scientific, 2007. P. 1–29.
- Collier P., Hoeffler A., Pattillo C.* Flight Capital as Portfolio Choice. IMF, 1999.
- Cuddington J.T.* Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations // *Studies in International Finance*. 1986. № 58.
- Cuddington J.T.* Capital Flight // *European Economic Review*. 1987. № 31. P. 382–388.
- Cumby R.E., Levich R.M.* On the Definition and Magnitude of Recent Capital Flight: NBER Working Paper Series. № 2275. 1987. P. 1–51.
- Davies V.* Capital Flight and War: Post-conflict Transitions Working Paper № 13. 2007.
- Deppler M., Williamson M.* Capital Flight: Concepts, Measurement and Issues // *Staff Studies for the World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1987.
- Dooley M.P., Kletzer K.M.* Capital Flight, External Debt and Domestic Policies // *Economic Review: Federal Reserve Bank of San Francisco*. 1994. № 3. P. 30–38.
- Dooley M.P.* Country-specific Risk Premiums, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries. International Monetary Fund (unpublished). 1986.
- Dooley M.P.* Capital Flight: A Response to Differences in Financial Risks // *IMF Staff Papers*. 1988. № 35. P. 422–436.
- Eaton J.* Public Debt Guarantees and Private Capital Flight // *World Bank Economic Review*. 1987. № 1(3). P. 377–395.
- Elkjaer T., Jannick D., Johannesen N.* What Is Real and What Is Not in the Global FDI Network?: IMF Working Paper. WP/19/274. 2019.
- Gibson H., Tskalotos E.* Testing a Flow Model of Capital Flight in Five European Countries // *Manchester School*. 1993. № 61 (2). P. 145–166.
- Gulati S.* A Note on Trade Misinvoicing // D.R. Lessard, J. Williamson (eds.) *Capital Flight and Third World Debt*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1987.
- Gusarova V.* The Impact of Capital Flight on Economic Growth: Unpublished Master's Thesis of the Kyiv School of Economics. 2009.
- Harrigan J., Mavrotas G., Yusop Z.* On the Determinants of Capital Flight. A New Approach // *Journal of the Asia Pacific Economy*. 2002. № 7(2). P. 203–241.
- Han Y., Gan C., Hu B., Li Z.* Hong Kong Capital Flight: Determinants and Features // *Investment Management and Financial Innovations*. 2012. 9(3). P. 33–46.

- Ize A., Ortiz G.* Fiscal Rigidities, Public Debt, Capital Flight: IMF Staff Papers. № 34. 1987.
- Kar D., Cartwright-Smith D.* Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2000–2006: Global Financial Integrity Report. 2008.
- Khan M.S., Haque N.U.* Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis: IMF Staff Papers. 1985.
- Kindelberger C.P.* International Short-Term Capital Movements. Columbia University Press, 1937.
- Kindelberger C.P.* International Capital Movements. Cambridge University Press, 1988.
- Lawanson A.O.* An Econometric Analysis of Capital Flight from Nigeria: A Portfolio Approach: AERC Research Paper. № 166. 2007.
- Lensink R., Hermes N., Murinde V.* Capital Flight and Political Risk // The Journal of International Money and Finance. 2000. № 19(1). P. 73–92.
- Lessard D., Williamson J.* (eds.) Capital Flight and Third World Debt. Washington, DC: Institute for International Economics, 1987.
- Loungani P., Mauro P.* Capital Flight from Russia. Conference on Post-Election Strategy. Moscow. April 5–7. 2000.
- Makochekanwa A.* An Empirical Investigation of Capital Flight from Zimbabwe: University of Pretoria Working Papers. № 11. 2007.
- Mikkelsen J.G.* An Econometric Investigation of Capital Flight // Applied Economics. 1991. № 23. P. 73–85.
- Ndiaye A.* Is Capital Flight Decisive in Explaining Economic Growth Performance in the African Zone? 15th Annual Global Development Conference «Structural Transformation in Africa and Beyond». Accra, Ghana. 2014.
- Ndikumana L., Boyce J.K.* Public Debt and Private Assets: Explaining Capital Flight from Sub-Saharan African Countries // World Development. 2002. № 31(1). P. 107–130.
- Ndikumana L., Boyce J.K.* New Estimates of Capital Flight from Sub-Saharan African Countries: Linkages with External Borrowing and Policy Options: Political Economy research Institute Working Papers. № 166. 2008.
- Novokmet F., Piketty T., Zucman G.* From Soviets to Oligarchs: Inequality and Property in Russia 1905–2016 // The Journal of Economic Inequality. 2018. № 16 (2). P. 189–223.
- Nyoni T.* Capital Flight from Tanzania // I. Ajayi, M.S. Khan (eds.) External Debt and Capital Flight in Sub-Saharan Africa. IMF Institute, 2000. P. 265–299.
- Pastor M.Jr.* Capital Flight from Latin America // World Development. 1990. № 18(1). P. 1–18.
- Puah C., Liew S., Arip M.* Determinants of Capital Flight in Malaysia // Journal of International Finance and Economics. 2012. № 12(3). P. 5–10.
- Rodriguez M.* Consequences of Capital Flight for Latin American Countries // D.R. Lessard, J. Williamson (eds.) Capital Flight and Third World Debt. Washington, DC: Institute for International Economics, 1987.
- Schneider B.* Resident Capital Outflows: Capital Flight or Normal Flows: Overseas Development Institute Working Paper. № 195. 2003.
- Sheets N.* Capital Flight from Countries in Transition: Some Theory and Empirical Evidence: International Finance Discussion Papers. № 514. 1995.
- Tornell A., Velasco A.* The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why Does Capital Flow from Poor to Rich Countries? // Journal of Political Economy. 1992. № 100(6). P. 1208–1231.
- Walter I.* The Mechanisms of Capital Flight // D.R. Lessard, J. Williamson (eds.) Capital Flight and Third World Debt. Washington, DC: Institute for International Economics, 1987.
- Zucman G.* The Hidden Wealth of Nations: The Scourge of Tax Havens. University of Chicago Press, 2015.

The Determinants of Capital Flight: An Overview of the Problem

Nina Leonova

The Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia),
12, Neglinnaya Street, Moscow, 107016, Russian Federation.
E-mail: nina.leonova@gmail.com

The phenomenon of capital flight often accompanied by exact figures is widely discussed in the media, mentioned in the speeches of political figures. However there is no direct indicator of capital flight in the Russian official statistics and the use of the term in economic literature varies, resulting in instability of financial flows constituted the phenomenon. The problem of capital flight, in general, characterized by the uncertainty at all stages of the analysis. In addition to the lack of a common terminology, there is no generally accepted definition and an appropriate quantitative indicator. The views of the researches on the place of capital flight within the framework of economic relationships, its factors and forms of capital flight, the effectiveness of policies aimed at preventing and reducing undesired financial flows depends on the specifics of a particular economy and the time period considered.

This article addresses the issues of capital flight determinants, it provides a review of publications on relevant topics of both Russian and foreign researches. It clarifies the theoretical and conceptual framework of the phenomenon in order to define its limits. In particular it examines the issues of terminology adopted in the Russian-language economic literature, discusses the issues of «flying» financial flows detection and proposes the definition of capital flight taking into account the undesirable consequences of the process nature. The theoretical basis of the problem is represented by studies defining the investment climate as the key root cause of the capital flight, as well as publications linking the capital flight with the existence of asymmetries in the investment risks of residents and non-residents the institutional development problems. The review of applied studies reveals the issues of choosing proper macroeconomic indicators in capital flight models for emerging countries in Latin America, Latin America, Africa and Eastern Europe, as well as for developed economies in Asia and Eurozone.

Key words: capital outflow; capital flight; international capital movements; balance of payments.

JEL Classification: F21, F32, F34, F38.

* *

*

References

- Abalkin L. (1998) Begstvo kapitala: priroda, forma, metody bor'by [Capital Flight: Nature, Forms, Methods of its Control]. *Voprosy Ekonomiki*, 7, pp. 33–41. (in Russian).
- Abalkin L. (2000) *Kachestvennye izmeneniya struktury finansovogo rynka i begstvo kapitala* [Qualitative Changes in Financial Market Structure and Capital Flight from Russia]. Roundtable proceedings. Moscow: Institute of Economics RAS. (in Russian)
- Alesina A., Tabelini G. (1989) *External Debt, Capital Flight and Political Risk*. NBER Working Paper Series, no 2610, pp. 199–220.
- Altinkemer M. (1995) *Capital Flows: The Turkish Case*. Central Bank of the Republic of Turkey Discussion Paper, no 9601.
- Antzoulatos A. A., Sampaniotis T. (2002) *Capital Flight in the 1990s-Lessons from Eastern Europe*. Working Paper presented at the 51st International Atlantic Economic Conference in Athens, Greece.
- Ayadi S. Folorunso (2008) Econometric Analysis of Capital Flight in Developing Countries: A Study of Nigeria. 8th *Global Conference on Business & Economics*.
- Ajayi I.S. (1997) *An Analysis of External Debt and Capital Flight in the Severely Indebted Low Income Countries in Sub-Saharan Africa*. IMF Working Paper. no 68.
- Aziz S.I., Khayyam O., Uddin M. (2014). Determinants of Capital Flight in Bangladesh: An Econometric Estimation. *Developing Country Studies*, 4, 25, pp. 121–134.
- Bhattacharya R. (1999) Capital Flight under Uncertainty about Domestic Taxation and Trade Liberalization. *Journal of Development Economics*, 59, 2, pp. 365–397.
- Boyce J.K. (1992) The Revolving Door? External Debt and Capital Flight: A Phillippine Case Study. *World Development*, 20, 3, pp. 335–349.
- Brada J.C., Kutan A.M., Vukšić G. (2011) The Cost of Moving Money across Borders and the Volume of Capital Flight: The Case of Russia and other CIS Countries. *Review of World Economics*, 1, 47(4), pp. 717–744.
- Brada J.C., Kutan A.M., Vukšić G. (2013) Capital Flight in the Presence of Domestic Borrowing: Evidence from Eastern European Economies. *World Development*, 51, pp. 32–46.
- Casella B. (2019) Looking through Conduit FDI in Search of a Probabilistic Approach. *Transnational Corporations*, 26, 1, pp. 109–146.
- Cervena M. (2006) *The Measurement of Capital Flight and its Impact on Long-term Economic Growth: Empirical Evidence from a Cross-section of Countries*. Master's thesis, Comenius University Bratislava.
- Cheung Y.W., Qian X.W. (2010) Capital Flight: China's Experience. *Review of Development Economics*, 12, 2, pp. 227–247.
- Chunhachinda P., Sirodom K. (2007) Determinants of Asian Capital Flight and the Impact of 1997 Economic Crisis. *Economic Dynamism of Asia in the New Millenium: From the Asian Crisis to a New Stage of Growth* (ed. Y. Shimizu), Hackensack, N.J: World Scientific, pp. 1–29.
- Collier P., Hoeffler A., Pattillo C. (1999) *Flight Capital as Portfolio Choice*, IMF.
- Cuddington J.T. (1986) Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanations. *Studies in International Finance*, 58.
- Cuddington J.T. (1987) Capital Flight. *European Economic Review*, 31, pp. 382–388.
- Cumby R.E., Levich R.M. (1987) *On the Definition and Magnitude of Recent Capital Flight*. NBER Working Paper Series. no 2275, pp. 1–51.
- Davies V. (2007). *Capital Flight and War*. Post-conflict Transitions Working Paper no13.
- Deppler M., Williamson M. (1987) Capital Flight: Concepts, Measurement and Issues. *Staff Studies for the World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund.

- Dooley M.P., Kletzer K.M. (1994) Capital Flight, External Debt and Domestic Policies. *Economic Review: Federal Reserve Bank of San Francisco*, 3, pp. 30–38.
- Dooley M.P. (1986) *Country-specific Risk Premiums, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries*. International Monetary Fund (unpublished).
- Dooley M.P. (1988) *Capital Flight: A Response to Differences in Financial Risks*. IMF Staff Papers. no 35, pp. 422–436.
- Elkjaer T., Jannick D., Johannesen N. (2019) *What Is Real and What Is Not in the Global FDI Network?* IMF Working Paper.
- Eaton J. (1987) Public Debt Guarantees and Private Capital Flight. *World Bank Economic Review*, 1, 3, pp. 377–395.
- Gibson H., Tskalotos E. (1993) Testing a Flow Model of Capital Flight in Five European Countries. *Manchester School*, 61, 2, pp. 145–166.
- Gulati S. (1987) A Note on Trade Misinvoicing. *Capital Flight and Third World Debt* (eds. D.R. Lessard, J. Williamson), Washington, DC: Institute for International Economics.
- Gurvich E., Prilepskiy I. (2016) Vliyaniye finansovykh sankcij na rossijskuyu ekonomiku [The Impact of Financial Sanctions on the Russian Economy]. *Voprosy Ekonomiki*, 1, pp. 5–35. (in Russian)
- Gusarova V. (2009) *The Impact of Capital Flight on Economic Growth*. Unpublished Master's Thesis of the Kyiv School of Economics.
- Gvozdeva E., Kashturov A., Oleinik A., Patrushev S. (2000) Mezhdisciplinarnyj podhod k analizu vyvoza kapitala iz Rossii [Interdisciplinary Approach to Analysis of Capital Export from Russia]. *Voprosy Ekonomiki*, 2, pp. 15–45. (in Russian)
- Han Y., Gan C., Hu B., Li Z. (2012) Hong Kong Capital Flight: Determinants and Features. *Investment Management and Financial Innovations*, 9, 3, pp. 33–46.
- Harrigan J., Mavrotas G., Yusop Z. (2002) On the Determinants of Capital Flight. A New Approach. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 7, 2, pp. 203–241.
- Ize A., Ortiz G. (1987) *Fiscal Rigidities, Public Debt, Capital Flight*. IMF Staff Papers. no 34.
- Kar D., Cartwright-Smith D. (2008) *Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2000–2006*. Global Financial Integrity Report.
- Khan M.S., Haque N.U. (1985) *Foreign Borrowing and Capital Flight: A Formal Analysis*. IMF Staff Papers.
- Kindelberger C.P. (1937) *International Short-Term Capital Movements*. Columbia University Press.
- Kindelberger C.P. (1988) *International Capital Movements*. Cambridge University Press.
- Lawanson A.O. (2007) *An Econometric Analysis of Capital Flight from Nigeria: A Portfolio Approach*. AERC Research Paper. no 166.
- Lensink R., Hermes N., Murinde V. (2000) Capital Flight and Political Risk. *The Journal of International Money and Finance*, 19, 1, pp. 73–92.
- Leonova N. (2017) Analiz metodiki rascheta pokazatelya chistogo vvoza/vyvoza kapitala chastnym sektorom v sisteme empiricheskikh ocenok masshtabov begstva kapitala [Analysis of Methodology for Calculating Net Private Sector Capital Inflow/Outflow in the System of Empirical Estimates of Capital Flight]. *Russian Journal of Money and Finance*, 12, pp. 40–48. (in Russian)
- Lessard D., Williamson J. (eds.) (1987) *Capital Flight and Third World Debt*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Loungani P., Mauro P. (2000) *Capital Flight from Russia*. Paper presented at the Conference on Post-Election Strategy, Moscow, April 5–7.
- Makochekanwa A. (2007) *An Empirical Investigation of Capital Flight from Zimbabwe*. University of Pretoria Working Papers. no 11.
- Mikkelsen J.G. (1991) An Econometric Investigation of Capital Flight. *Applied Economics*, 23, pp. 73–85.
- Milner B., Nisevich E. (2000) *Problemy utechki material'no-veshchestvennogo i intellektual'nogo kapitalov*. [Problems of Material and Intellectual Capital Outflow]. Roundtable proceedings, Moscow: Institute of Economics RAS. (in Russian)

Ndiaye A. (2014) *Is Capital Flight Decisive in Explaining Economic Growth Performance in the African Zone?* 15th Annual Global Development Conference «Structural Transformation in Africa and Beyond». Accra, Ghana.

Ndikumana L., Boyce J.K. (2002) Public Debt and Private Assets: Explaining Capital Flight from Sub-Saharan African Countries. *World Development*, 31, 1, pp. 107–130.

Ndikumana L., Boyce J.K. (2008) *New Estimates of Capital Flight from Sub-Saharan African Countries: Linkages with External Borrowing and Policy Options*. Political Economy Research Institute Working Papers. no 166.

Novokmet F., Piketty T., Zucman G. (2018) From Soviets to Oligarchs: Inequality and Property in Russia 1905–2016. *The Journal of Economic Inequality*, 16, 2, pp. 189–223.

Nyoni T. (2000) Capital Flight from Tanzania. *External Debt and Capital Flight in Sub-Saharan Africa* (eds. I. Ajayi, M.S. Khan), IMF Institute, pp. 265–299.

Pastor M. Jr. (1990) Capital Flight from Latin America. *World Development*, 18, 1, pp. 1–18.

Puah C., Liew S., Arip M. (2012) Determinants of Capital Flight in Malaysia. *Journal of International Finance and Economics*, 12, 3, pp. 5–10.

Rodriguez M. (1987) Consequences of Capital Flight for Latin American Countries. *Capital Flight and Third World Debt* (eds. D.R. Lessard, J. Williamson), Washington, DC: Institute for International Economics.

Schneider B. (2003) *Resident Capital Outflows: Capital Flight or Normal Flows*. Overseas Development Institute Working Paper. no 195.

Sentchagov V. (2000) *Novye tendencii begstva kapitala* [New Tendencies of Capital Flight]. Roundtable proceedings, Moscow: Institute of Economics RAS. (in Russian)

Sheets N. (1995) *Capital Flight from Countries in Transition: Some Theory and Empirical Evidence*. International Finance Discussion Papers. no 514.

Sinyakov A., Yudaeva K. (2016) Politika central'nogo banka v usloviyah znachitel'nyh shokov platzhnogo balansa i strukturnykh sdvigov [Central Bank Policy under Significant Balance-of-Payment Shocks and Structural Shifts]. *Voprosy Ekonomiki*, 9, pp. 5–39. (in Russian)

Smorodinskaia N. (1997) Begstvo kapitalov kak ob'ekt mezhdunarodnykh issledovaniy [Capital Flight As a Subject of International Studies]. *Voprosy Ekonomiki*, 9, pp. 135–147. (in Russian)

Smorodinskaia N. (1998) Begstvo kapitalov v teorii i praktike: analiz rossijskoj situacii [Capital Flight in Theory and Practice: Analysis of Russian Realities]. *Banking Services*, 9, pp. 5–30. (in Russian)

Tornell A., Velasco A. (1992) The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why Does Capital Flow from Poor to Rich Countries? *Journal of Political Economy*, 100, 6, pp. 1208–1231.

Walter I. (1987) The Mechanisms of Capital Flight. *Capital Flight and Third World Debt* (eds. D.R. Lessard, J. Williamson), Washington, DC: Institute for International Economics.

Yudaeva K. (2012) Osnovnye prichiny ottoka kapitala iz Rossii [The Main Causes of Capital Outflow from Russia]. *Economic Policy*, 1, pp. 21–32. (in Russian)

Zucman G. (2015) *The Hidden Wealth of Nations: The Scourge of Tax Havens*. University of Chicago Press.