

УДК 330.322

ПАРАДОКС ФЕЛЬДШТЕЙНА-ХОРИОКИ НА ЕВРАЗИЙСКОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ ПРОСТРАНСТВЕ И В МИРЕ

¹Винокуров С.С., ^{2,3}Гурьянов П.А.

¹ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»,
Санкт-Петербург, e-mail: stepan_vinokurov@mail.ru;

²ФГБОУ ВПО Национальный минерально-сырьевой университет «Горный», Санкт-Петербург;

³ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет»,
Санкт-Петербург, e-mail: pavelgurianov19@gmail.com

Настоящая статья посвящена обзору научных публикаций такого экономического феномена как парадокс Фельдштейна-Хориоки, впервые обнаруженного в 1980 году. Несколько десятков работ приходят к различным выводам на различных континентах и территориях. Объяснения парадокса строят могут строиться либо, исходя из предположения несовершенства международного рынка капитала, либо в предположении иных причин, которые могут приводить к зависимости инвестиций от внутренних сбережений даже в условиях свободного перемещения капитала между странами.

Ключевые слова: парадокс Фельдштейна-Хориоки, евразийская интеграция, евразийское экономическое пространство, инвестиции, сбережения, мобильность капитала, международный рынок капитала

THE FELDSTEIN-HORIOKA PUZZLE IN THE EURASIAN ECONOMIC SPACE AND IN THE WORLD

¹Vinokurov S.S., ^{2,3}Gurianov P.A.

¹Federal State Educational Institution of Higher Professional Education Saint Petersburg
State University of Economics, Saint-Petersburg, e-mail: stepan_vinokurov@mail.ru;

²Federal State Educational Institution of Higher Professional Education National
Mineral Resources University (Mining University), Saint-Petersburg;

³Federal State Educational Institution of Higher Professional Education Saint Petersburg University,
Saint-Petersburg, e-mail: pavelgurianov19@gmail.com

This article reviews the scientific publications of the economic phenomenon as the Feldstein-Horioka puzzle, first discovered in 1980. Dozens of papers have come to different conclusions in different continents and territories. The explanation of the paradox building can be built either on the assumption of the international capital market imperfections, or the assumption of other causes that can lead to dependence on the investment of domestic savings, even in the conditions of free movement of capital between countries.

Keywords: the Feldstein-Horioka puzzle, Eurasian integration, Eurasian economic space, investments, savings, capital mobility, international capital market

После выхода в свет работы Мартина Фельдштейна и Чарльза Хориоки началась яркая научная дискуссия в мировом экономическом научном сообществе, которое не утихает до сих пор. Заметим, что данная тематика мало привлекает отечественных исследователей.

В своей основополагающей работе Фельдштейн и Хориока (1980) исследовали связь между долей прямых инвестиций в ВВП и долей внутренних сбережений в ВВП. На основе данных по 16 странам ОЭСР за период 1960 – 1974 гг. оценивалась регрессия:

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_t = a + b\left(\frac{S}{Y}\right)_t,$$

где $\frac{I}{Y}$ – доля прямых инвестиций в ВВП,

$\frac{S}{Y}$ – доля сбережений в ВВП.

Если международный рынок достаточно свободен, то капитал перемещается в страны с большей процентной ставкой, не встречая существенных препятствий. Это означает, что величина инвестиций будет определяться, прежде всего, предельной производительностью капитала, а не тем, какая часть ВВП сберегается внутри страны.

Напротив, расчеты Фельдштейна и Хориоки показали, что коэффициент b равен 0,887 (при стандартной ошибке 0,074) для валовых инвестиций, и 0,938 (при стандартной ошибке 0,091) для чистых инвестиций, при коэффициенте детерминации 0,91 и 0,87 соответственно. Таким образом, прямые инвестиции определяются внутренними сбережениями, что противоречит обычным представлениям о свободном функционировании международного рынка капитала (отметим, что в данном случае свобода движения капитала связывается

с чистыми, а не с валовыми, потоками капитала по отношению к ВВП).

Разумеется, полученный результат не свободен от критики эконометрического толка. Как выбранная спецификация, так и характер выборки могут приводить к искаженному результату. В самом деле, регрессия Фельдштейна-Хориоки основана на межстрановых сопоставлениях, однако, страновые эффекты в модели не учитываются. Решения об инвестировании и сбережениях координируются за счет процентной ставки. В силу этого, возможно, оценка на основе двухуровневой модели или системы одновременных уравнений показала бы иной результат. Наконец, не было проведено тестов, специфических для работы с временными рядами (тесты единичного корня, возможность коинтеграции).

Однако проведенные альтернативные оценки не опровергли утверждение о наличии статически значимой связи между инвестициями и внутренними сбережениями [1-2].

Как отмечалось, в ряде исследований, объяснения парадокса Фельдштейна-Хориоки могут строиться либо, исходя из предположения несовершенства международного рынка капитала, либо в предположении иных причин, которые могут приводить к зависимости инвестиций от внутренних сбережений даже в условиях свободного перемещения капитала между странами.

Различные рыночные несовершенства рассматривались в качестве «претендентов» на роль причин, объясняющих полученный Фельдштейном и Хориокой результат. Среди них контроль за потоками капитала со стороны государства, ограничения платежного баланса, информационная асимметрия на международном рынке капитала, ограниченные возможности заимствования, риски экспроприации и пр. [3-6].

Зависимость между инвестициями и внутренними сбережениями могут существовать и в условиях «совершенного» международного рынка капитала.

С одной стороны, к этому могут приводить такие факторы как существование неторгуемых благ и немобильных факторов производства, транспортные издержки, размеры страны [7-8].

С другой – свое влияние может оказать деловой цикл. Так, например, М. Обстфельд объясняет связь между внутренними сбережениями и инвестициями через «шоки» в производительности труда и его ограниченную международную мобильность [4; 8]. В этих условиях, сталкиваясь

с непредвиденным повышением производительности труда, производитель не может увеличить его использование за счет мирового рынка. Поэтому он вынужден изменять количество капитала, корректируя долю реинвестируемой прибыли. И наоборот, при уменьшении производительности труда, он вынужден изменять количество капитала в противоположном направлении. В обоих случаях сбережения, осуществляемые производителями коррелируют с инвестициями, несмотря на открытость международного рынка капитала.

Своего рода соединение обозначенных подходов к объяснению парадокса Фельдштейна-Хориоки содержится в работе Й. Бэя и Дж. Джана [9]. Они используют модель с технологическими шоками, но при этом предполагают наличие на международном рынке капитала «фрикций» двух типов: ограниченной возможности обеспечения исполнения контракта и возможности использовать для заимствований только однотипные (не различающиеся в зависимости от страны) облигации [4].

К сожалению, ни одно из объяснений не показало своей окончательности. Более того, справедливость некоторых из них, как, например, построений Бая и Джана, можно проверить только на основе компьютерной симуляции.

Если оценивать парадокс Фельдштейна-Хориоки, как свидетельство несовершенства международного рынка капитала, то образование единого экономического пространства должно вести к «смерти» парадокса. В самом деле, зависимость между долей прямых инвестиций в валовом продукте и долей внутренних сбережений в валовом продукте не обнаруживается на уровне субнациональных региональных образований [10]. Ослабление зависимости в странах ЕС в результате создания зоны евро зафиксировали О. Бланшар и Ф. Джавацци [11]. Также некоторое ослабление связи сбережений и инвестиций по сравнению с периодом, рассматривавшимся Фельдштейном и Хориокой, произошло в странах ОЭСР. [12] В то же время, как отмечает М. Фельдштейн, ослабление этой связи в большей степени характерно для малых стран, и несущественно для крупных [13].

В свете, возможного, расширения евразийского экономического пространства, проверка «силы» парадокса на данных территориях приобретает более существенную значимость и актуальность (с применением нового инструментария в лице теории рационального невнимания [14-15]).

Исследование выполнено при поддержке гранта РГНФ, проект № 16-32-01067.

Список литературы

1. Dooley M., Frankel J., Mathieson D.J. International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us? // IMF Staff Papers, 1987 № 34. pp. 503 – 529.
2. Coackley J., Kulasi F., Smith R. Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle // The Economic Journal 1996 Vol. 106. pp. 620 – 627.
3. Gordon R., Bovenberg L. (1996) Why Is Capital So Immobile Internationally? Possible Explanation and Application for Capital Income Taxation. American Economic Review 1996. № 86. pp. 1057 – 1075.
4. Vinokurov S., Medved A. Post-Socialist Capital Market: Why not the Feldstein-Horioka Puzzle. SSRN Papers 2424140. 2014.
5. Castro D. Economic Development and Growth in the World Economy. // Review of Economic Dynamics, 2005. Vol. 8. № 195. – 230.
6. Stultz R. The Limits of Financial Globalization. // The Journal of Finance 2005 Vol. 60, № 4, pp. 1595 – 1638.
7. Tsung-Wu Ho (2003) The Saving-Retention Coefficient and Country-Size: The Feldstein-Horioka Puzzle Reconsidered // Journal of Macroeconomics, Vol. 25, pp. 387 – 396.
8. Obstfeld M. (1986). Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy № 24. pp. 55 – 103.
9. Bai Y., Zhang J. (2010) Solving the Feldstein-Horioka Puzzle with Financial Frictions // Econometrica, Vol. 78, № 2, pp. 603 – 632.
10. Helliwell J., McKittrick R. (1999) Comparing Capital Mobility across Provincial and National Borders // Canadian Journal of Economics. Vol. 32 № 5 pp. 1164 – 1173.
11. Blanchard O., Giavazzi F. (2002) Current Account Deficits in the Euro area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle? // Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 33 № 2, pp. 147 – 210.
12. Helliwell J. (2004) Demographic Changes and International Factor Mobility. NBER Working Paper No. 10945.
13. Feldstein M. (2005) Monetary Policy in a Changing International Environment: the Role of Capital Flows. NBER Working Paper No. 11856.
14. Гурьянов П.А. Теория рационального невнимания: краткий обзор причин возникновения // Апробация, 2016. – № 7. – С. 170-171.
15. Гурьянов П.А. Рациональное невнимание предшествующие теории и зарождение новой // Теоретические и практические проблемы развития современной науки: сб. материалов 11-й междунауч.-практ. конф. (г. Махачкала, 31 июля 2016 г.) – Махачкала: ООО Апробация, 2016. С. 52-54.