

## ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ СВІТОВОГО ГОСПОДАРСТВА

УДК 339.727: 330.55

О. Чугаєв, канд. екон. наук, доц.  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ

### МІЖНАРОДНИЙ РУХ КАПІТАЛУ В МАЛИХ І ВЕЛИКИХ ЕКОНОМІКАХ

*Величина економіки розглядається як фактор міжнародного руху капіталу. В існуючих дослідженнях зазвичай аналізуються окремі ефекти впливу розміру економіки країн на міжнародні інвестиції. Тому ці ефекти потребують систематизації. Розмір економіки впливає на фінансову відкритість, дохідність та вартість здійснення інвестицій, структуру інвестицій, величину зовнішньої заборгованості. Великі економіки є менш відкритими для руху капіталу, але за інших рівних умов забезпечують інвестору більшу (з поправкою на ризик) та стабільнішу дохідність інвестицій та менші питомі витрати на здійснення інвестицій. За більшістю показників у сфері міжнародного руху капіталу Україна схожа на малі економіки.*

**Ключові слова:** розмір країни, величина економіки, міжнародний рух капіталу, зовнішня заборгованість, міжнародні інвестиції.

Міжнародний рух капіталу дозволяє розв'язати проблеми нестачі капіталу в країнах з його дефіцитом, прискорити їх економічний розвиток, підвищити ефективність його використання, стимулює реформи в сфері державного управління. З іншого боку, негативними наслідками можуть бути фінансові кризи, проблема накопичення зовнішнього боргу, обмеження соціальних стандартів. Факторами руху капіталу зазвичай називають різницю у рівні процентних ставок, економічну динаміку, регуляторні обмеження. Проте величина економіки також може розглядатися як такий фактор.

Вплив розміру країни на міжнародний рух капіталу аналізувався у ряді закордонних досліджень. Необхідно відзначити таких дослідників: У. Істерлі та А. Краай, П. Мартін та Х. Рей, Е. Озмен, С. А. Халхалі та А. Дар, Ф. Докьєр і М. Шифф, Р. У. Херзог, Л. Ньямстерен, К. Фунг, І. Корхонен, К. Лі, Ф. Нг, Е. Лоран, Т. Х. Гюр, Л. Ерден та І. Озкан (відкритість до руху капіталу та її причини), Т. Окубо, П. Пікард та Ж.-Ф. Тіссе, Р. Болдуїн і Т. Окубо, Д. Хаммельс та С. Л. Брейнард, А. П. Гонсалес, Л. А. Річчі, Х. Ішизе, М. Іранкова (виграш чи програш країн від міжнародних інвестицій), Т. Хассан, К. Мілнер і Т. Уестевей, А. П. Гонсалес, Х. Ван Молодший, (дохідність та вартість інвестицій), С. М. Кас і Р. Ота, К. Кован, Е. Леві Йейаті, У. Панісса і Ф. Штурценгер, (зовнішня заборгованість), С. Анклесарія Айар, П. Піеретті, С. Занай та Б. Зоу (різні аспекти). Займалися цими проблемами також міжнародні організації (наприклад, Світовий банк, Економічна комісія ООН для країн Латинської Америки та Карибського басейну).

Часто йдеться про дослідження, які акцентують увагу на проблемах малих країн та їх відмінності від великих економік. У ряді досліджень аналізуються ефекти лише на прикладі країн окремого регіону. Основний масив досліджень розглядає ефекти величини країни, яка вимірюється як ВВП або кількість населення. Досліджені ефекти не завжди достатньою мірою систематизовані. Поза увагою часто залишалися особливості країн середнього розміру, таких як Україна. Також емпіричні оцінки не завжди охоплюють сучасний період.

Ми маємо на меті визначити, яким чином розмір країни, її економіки, а відповідно і величина її економічної сили впливає на міжнародні потоки капіталу. На цій основі визначається, наскільки зовнішні фінансові зв'язки України обумовлюються величиною її економіки.

**Відкритість до міжнародного руху капіталу.** Малі країни змушені бути більш відкритими до руху міжнародного капіталу. Принаймні це виходить з теоретичних припущень. Зокрема, П. Піеретті, С. Занай та Б. Зоу стверджують, що малі країни потерпають від дуже обмеженого капіталу і трудових ресурсів за обсягами та різноманіттям. Невеликий обсяг внутрішнього ринку обу-

мовлює їх відкритість до іноземного капіталу [1, с. 2]. У. Істерлі та А. Краай зазначають, що малі країни можуть надавати інвесторам кращі можливості для диверсифікації ризиків, так як економічні флуктуації у них слабо корелюють зі світовим діловим циклом [2]. П. Мартін та Х. Рей вказують, що у великих же країнах сукупність доступних фінансових активів більше, що спричиняє у національних інвесторів більшу схильність до інвестування у вітчизняні акції та, відповідно, меншого ризику дефіциту поточного рахунку. Тому немає такої необхідності залучати іноземні інвестиції, як у малих країн [3; 4].

Є й емпіричні дані на користь такої закономірності. С. Анклесарія Айар вказує, що в середньому ПІІ на душу населення в малих країнах вище, але вони йдуть переважно в економіки з ефективним регулюванням або економіки, багаті нафтою [5]. Е. Озмен також показує, що дефіцит поточного рахунку відносно ВВП менший у великих економіках (за квотою МВФ), але малі країни можуть компенсувати дефіцит за рахунок кращого управління [4, с. 3].

За даними 1970-2006 рр. по країнах ОЕСР С. А. Халхалі та А. Дар показують, що мобільність капіталу менша у великих економіках: інвестиції та заощадження більш прив'язані до одного внаслідок регулювання та більшої захищеності від шоків [6, с. 2, 6]. Ф. Докьєр і М. Шифф підрахували, що напівеластичність ПІІ відносно ВВП до кількості населення становить 0,64, хоча це на порядок менше напівеластичності торговельної відкритості (5,43) [7, с.2]. Р. У. Херзог за допомогою кусково-лінійної регресії показує, що у великих країнах більш національні заощадження сильніше впливають на величину інвестицій в країні, тобто міжнародна мобільність капіталу відносно низька. У найменших країн національні заощадження майже не пов'язані з інвестиціями, що означає високу мобільність капіталу [8, с.8]. Л. Ньямстерен зазначає, що ПІІ відносно ВНП у малих країнах вищі ніж середньому по світу: у розвинутих країнах на 3 п.п., з середнім рівнем розвитку на 3,3 п.п., з найменшим рівнем розвитку – на 0,5 п.п. [9, с.26]. Отже, ми можемо сказати, що величина економіки помітно впливає на відкритість до припливу ВВП лише після досягнення певного рівня розвитку.

Проте не всі дослідження так однозначно вказують на зв'язок величини економіки та припливу капіталу. Емпіричні дослідження показують, що принаймні в 1980-90-і рр. малі країни залучали менше ПІІ ніж інші країни, що розвиваються [10, с. 14]. К. Фунг, І. Корхонен, К. Лі, Ф. Нг за даними по 15 країнах Центральної Європи за 1990-2004 рр. знаходять прямий зв'язок між розміром ВВП та припливом ПІІ, контролюючи приплив минулих ПІІ та інші фактори. Тобто більші економіки приваблюють більше ПІІ [11, с.22]. Частково ми можемо

пояснити це випадками політичної нестабільності в менших країнах регіону. Е. Лоран на прикладі країн більшості країн ОЕСР показує, що фінансова відкритість (вимірюється потоками та накопиченими ПІІ) лише слабо і статистично незначуще залежить від розміру країни [12, с. 37]. Вплив величини ВВП на тісноту кореляційного зв'язку між заощадженнями та інвестиціями (різниця між ними означає міжнародний рух капіталу, а тісний зв'язок між ними означає меншу фінансову інтегрованість із рештою світу) також доволі суперечливий. Т. Х. Гюр, Л. Ерден та І. Озкан не підтверджують вплив величини ВВП на цей зв'язок за статистичними даними по 86 країнах, хоча на прикладі країн ОЕСР раніше вони та їх попередники часто доводили прямий, іноді нелінійний, вплив [13].

Також вказані дослідження акцентують увагу на припливі капіталу, а не його відпливі. Тобто більша відкритість до мобільності капіталу не обов'язково означає лише його більший приплив, а не також і відплив. Наприклад аргумент обмеженості "меню" інвестицій грає на користь того, що відплив капіталу також буде відносно більшим у малих економіках.

Перевіримо вказані закономірності за допомогою сучасних даних Світового банку, розраховуючи середні показники за період. У 2000-2014 рр. приплив ПІІ відносно ВВП у малих країнах (до них віднесені члени Форуму малих держав, крім країн з високим доходом на душу населення) становив у середньому 5,7%, а в середньому у країнах, що розвиваються тільки 2,8%. Відплив ПІІ відносно ВВП у малих країнах традиційно (у 2000-09 рр.) був менший: 0,8% проти 3,4% в середньому по світу, але більший ніж у країнах, що розвиваються (0,6%). Проте аномально високий відплив ПІІ з поодиноких країн суттєво вплинув на середній показник у 2000-2014 рр. в малих країнах (5,5%). Тому однозначних висновків щодо впливу капіталу ми не можемо зробити, принаймні по країнах, що розвиваються. Різниця між валовими інвестиціями та валовими внутрішніми заощадженнями становила у 2000-2014 рр. 3,7% ВВП, у той час як у країнах, що розвиваються та у світі менше 0,2%. Розрахована нами кореляція між валовими інвестиціями та валовими внутрішніми заощадженнями становила 0,03 у малих країнах і 0,93 у країнах, що розвиваються [14]. Ці дані підтверджують більшу відкритість малих економік, принаймні в частині припливу капіталу в цілому та ПІІ зокрема.

Екстраполюючи ці результати на Україну, можемо сказати, що середня економіка України обумовлює необхідність певної відкритості для руху капіталу. Надходження ПІІ до України становило у 2000-2014 рр. 4% ВВП, у 2000-х рр. Україна тривалий час відчувала значний дефіцит поточного рахунку, різниця між валовими інвестиціями та валовими внутрішніми заощадженнями була 1,8% ВВП, а кореляція між ними була помірною (0,46), тому Україна за цими показниками відрізнялася, але все ж була ближче до малих економік [14]. Але при цьому відчувалася нестача ПІІ, особливо враховуючи фактор Кіпру, що могло маскувати повернення національних інвестицій. Цей фактор ускладнює аналіз зв'язку інвестицій та заощаджень в умовах України. Враховуючи також середній рівень розвитку української економіки, країна знаходиться вже в діапазоні, коли можна користуватися більшим відносним припливом ПІІ на душу населення порівняно з більшими економіками, але Україна буде програвати за цим показником меншим економікам.

Хоча економічна динаміка в Україні традиційно корелює з більшими економіками ЄС та Росії, можливо спробувати зацікавити інвесторів з країн, з якими мало-синхронізований діловий цикл, пропонуючи їм можли-

вості диверсифікації. Але за інших рівних умов навряд чи в цьому Україна може бути більш привабливою для іноземного капіталу, зважаючи на економічну динаміку та необхідність реформ, якщо тільки не враховувати знижену вартість активів. Також хоча в економіці України присутні більшість галузей, її економіка недостатньо велика, щоб забезпечити ефективне функціонування вагомої частини галузей. Це стосується і умовної обмеженості інвестиційного "меню" за іншими критеріями (ризиковість, тривалість окупності, тінізація тощо). Тобто немає всіх можливих об'єктів інвестицій, які б зацікавили весь спектр потенційних інвесторів (схильних до певних галузей, довгострокових інвестицій, несхильних до ризику або корупції). Це стимулює відтік частини капіталу за кордон і додатково обумовлює необхідність припливу іноземних інвестицій, щоб це компенсувати.

*Виграш від міжнародного руху капіталу.* С. Анклерсарія Айар вказує, що малі країни диспропорційно більше виграють від іноземного інвестування. Наприклад навіть одноразова інвестиція у побудову великого готелю, банку чи шахти дає відчутний результат для малої держави [5]. Звичайно у випадку середньої економіки України це не виконується. М. Іранкова також зазначає, що малі країни виграють від існування міжнародних фінансових ринків [15].

Але є й інші погляди. Т. Окубо, П. Пікард та Ж.-Ф. Тіссе стверджують, що за умов мобільності капіталу фірми переміщуються з малих країн до великих [16, с.1]. Р. Болдуїн і Т. Окубо вказують, що в умовах мобільності капіталу найбільш ефективні фірми в малих країнах переміщуються у великі країни. Це збільшує продуктивність праці у великій економіці й здійснює протилежний ефект у малій [17]. Д. Хаммельс та С. Л. Брейнард вказують, що країни більш схильні використовувати ПІІ для входу на ринок більших країн і експорт – на ринок малих країн. Це викликано тим, що ПІІ пов'язані з великими фіксованими витратами (інвестиції в обладнання і завод, мережі дистрибуції тощо) [18; 19].

А. П. Гонсалес зазначає, що багато малих країн залишаються непривабливими для іноземних інвесторів, навіть незважаючи на покращання інвестиційного клімату, так як іноземні інвестори потребують гарантій та передбачуваності доступу на великі ринки [20, с.7]. Наприклад, Л. А. Річчі вказує, що мінливість валютного курсу (гнучкий валютний курс) в умовах негнучких цін в короткостроковому періоді призводить до більшої мінливості продажів у малих країнах, ніж у великих країнах (вимірюється за ВВП). Зокрема збільшення величини країни на 1% призводило до зменшення мінливості промислового виробництва на 0,18% у 1960-1973 рр. і 0,27% у 1973-1993 рр. У результаті це підштовхує фірми переміщуватися з малих країн до великих, тому в малих країнах чистий приплив ПІІ менший, що підтверджувалося даними по країнах ОЕСР [21, с.24-25]. Це підтверджує наше попереднє припущення, що більша відкритість в малих країнах – це не тільки приплив, а й відплив капіталу.

Можливі наслідки також політичного характеру. В малих країнах є більший ризик того, що домінуючий іноземний інвестор матиме значний політичний вплив і підриватиме національне урядування [22]. Х. Ішізе також, розглядаючи багатокраїнові моделі міжнародних реальних ділових циклів, вказують на те, що чим менша країна, тим волатильність інвестицій буде більшою [23, с. 10], що може додавати до більшої волатильності економічної активності. П. Піеретті, С. Занай та Б. Зоу приходять до висновку, що в результаті можуть існува-

ти три типи стійкого стану реакції малих економік на приплив інвестицій:

- мала країна залучає багато капіталу і зростає до рівня великої закордонної економіки;
- мала країна більше не життєздатна через втрату продуктивного капіталу;
- мала країна виживає, але залишається малою [1, с. 3].

Розглядаючи ситуацію в Україні можемо сказати, що є ризики відпливу капіталу в більшій економіці, в тому числі перебазування найбільш ефективних фірм, що стримуватиме зростання продуктивності праці. Україна також недостатньо велика економіка, щоб іноземні фірми виходили на цей ринок за допомогою ППІ, особливо в умовах скорочення попиту через кризу, якщо йдеться про товари, які користуються обмеженим попитом в Україні (наприклад, обладнання). В той же час, якщо йдеться про товари широкого вжитку десятки мільйонів потенційних покупців в Україні є стимулом для розміщення виробництва таких товарів в Україні замість їх експорту. Велика волатильність обсягів виробництва в Україні робить її схожою з малими країнами та дестимулює іноземні інвестиції. Щодо ризиків політичного характеру, економіка України достатньо велика, щоб не допустити домінуючий вплив одного інвестора-корпорації, але все ж достатньо мала щоб бути вразливою до впливу групи інвесторів з якоїсь великої економіки, якщо їх інвестиції домінуватимуть. Але на практиці наявність великого національного капіталу стримує ризик впливовості іноземних інвесторів. Швидше матиме місце зворотній ефект – присутність іноземного капіталу обмежує домінуючий вплив національного великого капіталу.

*Структура припливу капіталу.* Це питання менш досліджене. Розмір економіки також може впливати на структуру припливу капіталу. Так, Г. Балдаччіно та Дж. Бертрам зазначають, що деякі малі країни спеціалізуються на продажі нерухомості експатріатам [24]. Ми можемо також припустити, що характер ефектів для напряму руху ППІ призводить до того, що до малих країн буде приходити швидше позичковий капітал і портфельні інвестиції ніж підприємницький капітал і ППІ. Така закономірність характерна і для України.

Співвідношення надходжень портфельних інвестицій в акції та прямих ППІ у 2000-2014 рр. в середньому була в малих країнах дещо меншою (13%), ніж в країнах, що розвиваються, (16%) і по світу (44%). Це означає, що портфельні інвестиції в акції вимагають певного рівня розвитку та масштабу фінансового ринку. Але висока волатильність вказаного співвідношення не дає зробити однозначні висновки. Україна мала ще менше співвідношення ніж малі країни (2,6%). Проте подібні агреговані дані по руху позичкового капіталу (портфельні інвестиції в боргові цінні папери та інші інвестиції) Світовий банк не дає [14].

*Дохідність та вартість інвестицій.* Різниця у ризиках суттєво впливає на різницю у дохідності інвестицій в економіках різної величини. Зокрема, рейтингові агенції також враховують більшу волатильність та вразливість доходу малих країн [10, с. 13]. Т. Хассан презентував модель оцінки міжнародних активів, де великі країни мають нижчу реальну процентну ставку, так як їх облігації є більш захищеними від шоків світового ринку. У великих країнах дохідність акцій у неторговому секторі нижча внаслідок компенсації ризиків споживання. Тобто розмір країн пояснює різницю у дохідності акцій та облігацій [25, с. 33]. На прикладі 27 країн ОЕСР в 1980-2007 рр. він показує, що країна, яка має принаймні 10% ВВП від всіх країн ОЕСР в середньому має на 2,27 п.п. нижчий процентний диференціал зі США ніж

країна з невеликим ВВП [25, с. 2]. К. Мілнер і Т. Уествей зазначають, що приватні інвестори можуть вважати інвестиції в малі країни занадто ризиковими чи не дуже прибутковими, в результаті малі країни вимушені сплачувати більші проценти за користування капіталом [26].

Проте є й інші складові вищої дохідності, які мають компенсувати вищі витрати на інвестиції у малі економіки. Зокрема, середні витрати на кредитування в менших обсягах вищі внаслідок фіксованих витрат на одержання інформації про кредитоспроможність позичальника та на забезпечення виконання контракту в умовах різної законодавчої, адміністративної та судової системи [10, с. 13]. А. П. Гонсалес вказує на обмежений доступ малих країн до міжнародних ринків капіталу завдяки високим транзакційним витратам внаслідок нестачі інформації, недостатнього інституційного розвитку, більших ризиків через волатильність експорту [19, с.19]. Як вказує Х. Ван молодший, про наявний ефект кордонів, незважаючи на інтеграцію, свідчить приклад США і Канади. Завдяки різниці у регулюванні, людським зв'язкам, інституційним каналам, все ще легше переміщувати виробничу діяльність всередині країни ніж через кордон [27]. Тобто рух капіталу легше здійснювати всередині великої країни, ніж на аналогічній за розміром території, що складається з декількох держав. Таким чином, на нашу думку, малі країни мають компенсувати негативний ефект кордону за рахунок створення сприятливішого регулювання інвестиційної діяльності, хоча і це не завжди допомагає компенсувати ефект вузькості ринку.

Але можливий також чистий позитивний ефект для інвестора, який впливає на більшу дохідність інвестицій у малих країнах. Йдеться про те, що іноземному інвестору легше стати локальним монополістом [10, с. 19] і відповідно одержувати монопольну ренту. Звичайно, такий ефект позитивний для інвестора, а не для споживачів у малій країні. Але варто також не переоцінювати цей негативний ефект для суспільства, так як іноземні інвестори можуть й руйнувати існуючі раніше монополії національних виробників.

Щодо України, ми маємо визнати, що ціна капіталу залишатиметься вищою ніж у великих економіках, навіть за умов нормалізації економічного стану. Але є шанс одержання переваги за цим критерієм порівняно з меншими економіками, особливо за умов покращання регуляторного середовища. Щодо монопольної ренти, то прихід іноземного інвестора швидше призводитиме до демонополізації ринків.

*Зовнішня заборгованість.* У малих країнах, як правило більше зовнішніх зобов'язань, ніж активів [28, с.79]. Це цілком логічно, враховуючи більшу схильність малих країн до дефіциту торговельного балансу. Проте С. М. Кас і Р. Ота вказують на можливі два протилежні ефекти для динаміки боргу. Через більш поширений фіксований валютний курс малі країни мають менше самостійності у політиці для впливу на процентні ставки, інфляцію та ВВП. Але зовнішні шоки для економіки потрібно компенсувати. Тому без гнучкого валютного курсу країни можуть вдаватися до активної фінансової політики, накопичуючи зовнішній борг. З іншого боку, фіксований курс стимулює фінансову дисципліну, так як надмірні державні витрати призведуть до валютної кризи [29, с.21]. Тому зв'язок між величиною економікою і заборгованістю не такий однозначний. Але на практиці регресійний аналіз, як зазначають С. М. Кас і Р. Ота, показує, що малі країни (за населенням) мали більший державний та зовнішній державний борг відносно ВВП принаймні у 2000-04 рр. [29, с.25].

З іншого боку, С. Анклесарія Айар зазначає, що непропорційно мала кількість малих країн є країнами од-

ночасно з високою заборгованістю і низьким рівнем доходу на душу населення. З 208 країн 41 мали такий статус, а серед 41 малих країн лише 5 мають такі проблеми [4]. Тобто при тому, що в малих країнах заборгованість вища в середньому, катастрофічно високий борг зустрічається рідше.

Також окремі показники заборгованості свідчать про кращу ситуацію у малих країнах. Звіт по країнах Центральної та Південної Америки на початку 1990-х рр. показує, що малі країни мали на 1/3 менший борговий тягар у формі відношення процентних платежів по зовнішньому боргу відносно експорту, ніж великі [30, с. 36]. Тобто є оптимізм у тому, що незважаючи на більший борг, його принаймні потенційно легше обслуговувати. Але нагадаємо, що малі країни мають і більше відношення експорту до ВВП, тому інші показники заборгованості не такі оптимістичні. Виходячи з даних Світового банку, також (первинний) короткостроковий борг був меншим у малих країнах ніж у країнах, що розвиваються, в цілому як відносно експорту товарів, послуг та первинного доходу (16% проти 23% у 2014 р.), так і валютних резервів (16% проти 26% у 2004 р.). Проте у 2014 р. обслуговування державного і гарантованого державою зовнішнього боргу відносно експорту товарів, послуг та первинного доходу становило 4,1% у малих країнах порівняно з 2,5% у всіх країнах, що розвиваються [14]. Відповідно ми підтверджуємо неоднозначність впливу величини економіки на проблему зовнішньої заборгованості.

Якщо розглядати структуру державного боргу, великі країни більш схильні позичати на внутрішньому фінансовому ринку, а малі на зовнішньому. Зокрема, К. Кован, Е. Леві Йейаті, У. Панісса і Ф. Штурценеггер на прикладі країн Латинської Америки показують, що частка внутрішнього боргу у державному боргу позитивно залежить від величини економіки та доходу на душу населення [31, с.20]. Це цілком відповідає теоретичним припущенням, так як позичити в борг можливо в наявності у кредитора вільних грошей. Враховуючи, що малі країни більш однорідні ніж великі, на нашу думку, в них менш поширеною буде ситуація, що є суб'єкти, які мають багато вільних коштів на фоні нестачі у інших. Відповідно можливості для внутрішнього кредитування обмежені, особливо в умовах більшої синхронізації економічних циклів у регіонах: всі або мають кошти, або мають потреби у запозиченні їх. Великі країни мають бути більш гетерогенними (регіони-лідери та депресивні регіони), що створює стимули для внутрішнього кредитування всередині країни.

Враховуючи помітно негативну міжнародну інвестиційну позицію, Україна схожа швидше на малі економіки. У 2000-х роках в умовах достатньо відкритої економіки обслуговувати зовнішній борг потенційно було легше за рахунок більшого експорту, але скорочення експорту в умовах кризи ускладнило ситуацію. Зокрема, у 2014 р. обслуговування державного і гарантованого державою боргу відносно експорту товарів послуг та первинного доходу становило 4,5%, тобто навіть більше ніж у малих країнах, хоча традиційно (до 2009 р.) цей показник був меншим ніж у всіх країнах, що розвиваються. Проте високі показники первинно короткострокової заборгованості робили Україну схожою на великі країни [14]. Щодо структури державного боргу в економіці середнього розміру є передумови, щоб поклатися і на внутрішні та на зовнішні запозичення.

Висновки. Як правило, малі економіки є більш схильними до фінансової відкритості, особливо країни середнього і високого рівня розвитку. Принаймні це стосується припливу капіталу. Більша відкритість до руху

капіталу малих країн викликана такими факторами: обмежені обсяги та різноманіття національного капіталу, можливості диверсифікації інвестицій, ефективність регулювання, природні ресурси, дефіцит поточного рахунку. Великі країни є більш закритими внаслідок більшої різноманітності внутрішніх фінансових активів, захищеності від шоків, ефекту кордону внаслідок різниці у регуляторному середовищі. Малі країни, принаймні в теорії, зустрічаються з ризиком втечі капіталу (особливо найбільш ефективних фірм) до великих країн, де інвестори можуть користуватися перевагами ефекту масштабу та більш стабільних продаж (хоча торговельна лібералізація знижує цей ефект). Навіть разова велика інвестиція може суттєво покращити економічні показники малої країни, хоча і створює ризики політичного впливу інвестора. Співвідношення вигод і питомих витрат на інвестиції часто в малих економіках гірше, внаслідок фіксованих витрат на перевірку позичальника, забезпечення виконання контракту, недостатньо розвинутих інституцій, регуляторної відмінності. В малих країнах більшою є волатильність доходності інвестицій. Проте інвестор може скористатися перевагами монополної ренти саме у малих країнах. Але це є вигравним для інвестора, але не для суспільства. Схильність до дефіциту поточного рахунку обумовлює, як правило, негативну міжнародну інвестиційну позицію і більший зовнішній борг в малих країнах. Зовнішні запозичення також є більшими в структурі державного боргу. З іншого боку малі країни мають менший короткостроковий борг відносно як експорту та первинних доходів, так і валютних резервів.

Україна за відкритістю до міжнародного руху капіталу (принаймні формально) схожа на малі країни, про що свідчать традиційні показники надходження ПІІ та помірна кореляція між інвестиціями та заощадженнями. А відношення портфельних інвестицій в акції до ПІІ навіть ще менше ніж у малих країнах. Не так сильно як у малих країнах, але стримує приплив капіталу до України та стимулює його відплив обмежений спектр характеристик потенційних інвестиційних проектів (галузі, ризиковість, тривалість окупності, тіньові відносини тощо). Для багатьох галузей, особливо в умовах кризи, ринок України є достатньо обмеженим, але для товарів широкого вжитку він є достатньо ємним, щоб створення виробництва в Україні було рентабельним. Очищена від премії за ризик доходність від інвестицій в Україні за інших рівних умов буде меншою ніж у великих країн, але є шанс бути більш інвестиційно привабливою за цим критерієм ніж малі країни. Стимує приплив іноземних інвестицій висока волатильність обсягів виробництва, як у малих країнах. Економіка України достатньо велика, щоб не допустити домінуючий політичний чи ринковий вплив одного іноземного інвестора-корпорації (іноземні інвестори швидше балансують домінуючий вплив великого національного капіталу), але може бути вразливою до впливу групи іноземних інвесторів з якоїсь великої економіки. Як економіка середнього розміру Україна може собі дозволити кредитування держави як за рахунок зовнішніх, так і внутрішніх джерел. За показниками міжнародної інвестиційної позиції та обслуговування державного і гарантованого державою боргу відносно експорту товарів послуг та первинного доходу Україна схожа на малі економіки, а за показниками первинної короткострокової заборгованості – на великі.

#### Список використаних джерел

1. Pieretti P. The Long Run Survival of Small Nations: A Dynamic View : Working Papers № 437 / Patrice Pieretti, Skerdilajda Zanaj, Benteng Zou. – Bielefeld: Bielefeld University, 2010. – 23 p.

2. Easterly W. Small States, Small Problems? Income, Growth, and Volatility in Small States [Electronic Resource] / William Easterly, Aart Kraay / World Bank, 1999. – Mode of Access: <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/SmallStatesSmallProblems.pdf>
3. Martin Ph. Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade / Philippe Martin, Hélène Rey. – London: Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, 2000. – 11 p.
4. Anklesaria Aiyar S. S. Small States: Not Handicapped and Under-Aided, but Advantaged and Over-Aided / Swaminathan S. Anklesaria Aiyar // Cato Journal. – 2008. – Vol. 28. – № 3. – P. 449-478.
5. Özmen E. Current Account Deficits, Macroeconomic Policy Stance and Governance: An Empirical Investigation : ERC Working Paper in Economics № 04/14 / Erdal Özmen. – Ankara: Economic Research Center, Middle East Technical University, 2004. – 10 p.
6. AmirKhalkhali S. Capital Mobility, Intertemporal Budget Constraint, Government Policy and Country Size [Electronic Resource] / Sal AmirKhalkhali, Atul Dar. – Mode of Access: <http://ecomod.net/sites/default/files/document-conference/ecomod2009/878.pdf>
7. Docquier F. Measuring Skilled Migration Rates. The Case of Small States : Policy Research Working Paper № 4827 / Frédéric Docquier, Maurice Schiff. – Washington DC: The World Bank, Development Research Group, Trade Team, 2009. – 32 p.
8. Herzog R. W. Explaining the Saving-Investment Relationship with Threshold Effects: Paper № 32087 / Ryan W. Herzog. Munich Personal RePEc Archive, April 2010. – Mode of Access: [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/32087/1/MPPRA\\_paper\\_32087.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/32087/1/MPPRA_paper_32087.pdf)
9. Nyamtseren L. Challenges and Opportunities of Small Countries for Integration into the Global Economy, as a Case of Mongolia : Dresden Discussion Paper in Economics № 13/04 / Lhamtsuren Nyamtseren. – Dresden: Dresden University of Technology, 2004. – 45 p.
10. Small States: Meeting Challenges in the Global Economy: Report of the Commonwealth Secretariat / World Bank Joint Task Force on Small States. – London, Washington, D.C.: Commonwealth Secretariat, World Bank, 2000. – 127 p.
11. Fung K. C. China and Central and Eastern European Countries: Regional Networks, Global Supply Chain, or International Competitors? : Policy Research Working Paper № 4689 / K. C. Fung, Iikka Korhonen, Ke Li, Francis Ng. – Washington D.C.: The World Bank, Development Research Group, Trade Team, August 2008. – 43 p.
12. Laurent É. Economic Consequences of the Size of Nations, 50 Years on : Document de Travail № 2008-26 / Éloi Laurent. – Paris: Observatoire Français des Conjonctures Économiques, 2008. – 37 p.
13. Gur T. H. An Empirical Investigation on the Determinants of the Saving-Investment Interaction / Timur Han Gur, Lutfi Erden, Ibrahim Ozkan // Panoeconomicus. – 2011. – № 3. – P. 343-353 DOI: 10.2298/PAN1103343G
14. World Bank World Development Indicators [Electronic Resource]. – The World Bank, December, 2015. – Mode of Access: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>
15. Jiráňková M. Příležitosti malé ekonomiky v globalizaci / Martina Jiráňková // Acta Oeconomica Pragensia. – 2009. – № 3. – P. 25-43 DOI: 10.18267/j.aop.271
16. Okubo T. On the Impact of Competition on Trade and Firm Location : CREA Discussion Paper № 2014-05 / Toshihiro Okubo, Pierre Picard, Jacques-François Thisse. – Luxembourg: Center for Research in Economic Analysis, University of Luxembourg, 2013. – 34 p.
17. Baldwin R. International Trade, Offshoring and Heterogeneous Firms : Discussion Paper № DP2012-014 / Richard Baldwin, Toshihiro Okubo. – Tokyo, Kyoto: KEIO / Kyoto Joint Global Center of Excellence, 2012. – 18 p.
18. Hummels D. The Role of Geography and Size : Occasional Paper № 35 / David Hummels. – Buenos Aires: American Development Bank, Integration and Regional Programs Department, Institute for the Integration of Latin America and the Caribbean IDB-INTAL, Integration Trade, and Hemispheric Issues Department, 2006. – 55 p.
19. Brainard S. L. An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off between Multinational Sales and Trade / S. Lael Brainard // The American Economic Review. – 1997. – Vol. 87. – № 4. – P. 520-544.
20. Gonzales A. P. Trade and Integration Dialogue: Trade Liberalization and Small Economies / Anthony Peter Gonzales. – Washington D.C.: Inter-American Development Bank, 2001. – 28 p.
21. Ricci L. A. Uncertainty, Flexible Exchange Rates, and Agglomeration: Working Paper № WP/98/9 / Luca Antonio Ricci. – Washington D.C.: International Monetary Fund, 1998. – 34 p.
22. The Growth Report – Highlights on Small States [Electronic Resource] / The World Bank, 2008. – Mode of Access: [http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/489960-1338997241035/Growth\\_Commission\\_Final\\_Report\\_Regional\\_Highlights\\_Small\\_States.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/489960-1338997241035/Growth_Commission_Final_Report_Regional_Highlights_Small_States.pdf)
23. Ishise H. The World Has More Than Two Countries: Implications of Multi-Country International Real Business Cycle Models : IMES Discussion Paper № 2011-E-11 / Hirokazu Ishise. – Tokyo : Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2011. – 26 p.
24. Baldacchino G., The Beak of the Finch: Insights into the Economic Development of Small Economies / Godfrey Baldacchino, Geoffrey Bertram // The Round Table: The Commonwealth Journal of International Affairs. – 2009. – Vol. 98. – № 401. – P. 141-160. DOI: 10.1080/00358530902757867
25. Hassan T. A. Country Size, Currency Unions, and International Asset Returns : Working Paper № 154 / Tarek A. Hassan. – Wien: Oesterreichische Nationalbank, 2009. – 62 p.
26. Milner C. Country Size and the Medium-Term Growth Process: Some Cross-Country Evidence / Chris Milner, Tony Westaway // World Development. – 1993. – Vol. 21. – № 2. – P. 203-211 DOI:10.1016/0305-750X(93)90015-2. – Cited by: Brandi L. The Economy of Small States [Electronic resource] / Luca Brandi, 2004. – Mode of access. – <http://www.rivistapoliticaeconomica.it/2004/nov-dic/BrandiING.pdf>
27. Wan H. Jr. Chinese Trade Expansion and Development and Growth in Today's World [Electronic Resource] / Henry Wan, Jr. / DEGIT X Conference, Mexico City, June 2005. – Mode of Access: [http://degit.sam.sdu.dk/papers/degit\\_10/C010\\_004.pdf](http://degit.sam.sdu.dk/papers/degit_10/C010_004.pdf)
28. The Growth Report. Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development. – Washington, DC: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, the Commission on Growth and Development, 2008. – 183 p.
29. Cas S. M. Big Government, High Debt, and Fiscal Adjustment in Small States : Working Paper № WP/08/39 / Stephanie Medina Cas and Rui Ota. – Washington D.C.: International Monetary Fund, 2008. – 45 p.
30. Readiness of Small Countries to Participate in the Free Trade Area of the Americas (FTAA). – Mexico: United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean, 1996. – 93 p.
31. Cowan K. Sovereign Debt In The Americas: New Data and Stylized Facts : Documento de Trabajo № 09/2006 / Kevin Cowan, Eduardo Levy Yeyati, Ugo Panizza, Federico Sturzenegger. – Buenos Aires: Escuela de Negocios, Universidad Torcuato Di Tella, Centro de Investigación en Finanzas, 2006. – 37 p.

Надійшло до редакції 20.04.16

А. Чугаєв, канд. екон. наук, доц.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, Україна

**МЕЖДУНАРОДНОЕ ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА В МАЛЫХ И БОЛЬШИХ ЭКОНОМИКАХ**

*Величина экономики рассматривается как фактор международного движения капитала. В существующих исследованиях обычно анализируются отдельные эффекты влияния размера экономики стран на международные инвестиции. Поэтому эти эффекты требуют систематизации. Размер экономики влияет на финансовую открытость, доходность и стоимость осуществления инвестиций, структуру инвестиций, величину внешней задолженности. Большие экономики являются менее открытыми для движения капитала, но при прочих равных условиях обеспечивают инвестору более высокую (с поправкой на риск) и стабильную доходность инвестиций и меньшие удельные затраты на осуществление инвестиции. По большинству показателей в сфере международного движения капитала Украина похожа на малые экономики.*

*Ключевые слова: размер страны, величина экономики, международное движение капитала, внешняя задолженность, международные инвестиции.*

O. Chugaiev, PhD, Associate Professor

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

**INTERNATIONAL MOVEMENT OF CAPITAL IN SMALL AND LARGE ECONOMIES**

*Size of economy is a factor of international movement of capital. In previous research scientists usually consider specific effects of country size on international investments. These effects need systematization. Size of economy affects financial openness, investment returns and costs, investment structure, amount of foreign debt. Larger economies are less financially open, but ceteris paribus provide investors with higher (adjusted for risk) and more stable returns and lower unit costs of investment. By most of international capital movement indicators Ukraine is similar to small economies.*

*Key words: country size, size of economy, international movement of capital, foreign debt, international investments.*