

ВЛИЯНИЕ ПОТОКОВ КАПИТАЛА НА НАЦИОНАЛЬНЫЕ ЭКОНОМИКИ: ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ, ВАЛЮТНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ И ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

Ruza Mahesutihan

магистрантка направления «ВЭД» ТГУВ

<https://doi.org/10.5281/zenodo.22094628>

Аннотация. В статье анализируется влияние международных потоков капитала на национальные экономики через такие ключевые макроэкономические каналы, как экономический рост, валютная стабильность, занятость, платёжный баланс, внешний долг и финансовая устойчивость. Особое внимание уделяется роли прямых иностранных инвестиций, портфельного капитала, денежных переводов и внешнего заимствования в формировании долгосрочной модели развития. В работе показано, что приток капитала сам по себе не гарантирует устойчивого роста, поскольку его результативность зависит от качества институтов, глубины финансового рынка, человеческого капитала, структуры экономики и способности страны эффективно осваивать внешние ресурсы. На основе опыта азиатского финансового кризиса 1997 года, глобального кризиса 2008 года и пандемического шока 2020 года раскрываются риски внезапного оттока капитала, валютной нестабильности и долговой уязвимости. Отдельно рассматривается опыт Узбекистана, где международные финансовые потоки проявляются через прямые иностранные инвестиции, денежные переводы, внешнюю торговлю и модернизацию финансового сектора.

Ключевые слова: международные финансовые потоки, потоки капитала, , экономический рост, платёжный баланс, денежные переводы, Узбекистан.

При оценке влияния международных финансовых потоков на национальную экономику первое, что следует помнить: приток капитала сам по себе не означает развитие. Цифры непросты – за ними стоит след политического выбора. В одной стране иностранные инвестиции расширяют производственные мощности, в то время как в другой – раздувают цены на активы и чрезмерно укрепляют обменный курс. Поэтому макроэкономический анализ начинается с количественных показателей, но ими не ограничивается: источник, срок, сектор, валюта потока и возникающие в связи с ним обязательства рассматриваются в совокупности. В случае Узбекистана этот вопрос приобретает еще более практический характер. Экономика открывается, банковский сектор реформируется, интерес к рынку капитала растет, а трудовая миграция через денежные переводы оказывает мощное влияние на внутренний спрос. Следовательно, макроэкономические последствия международных финансовых потоков – это не просто статистика инвестиций, а общая архитектура роста, занятости, обменного курса, инфляции, платежного баланса и долговой устойчивости¹.

Взаимосвязь между ПИИ и экономическим ростом – один из самых изученных вопросов в эмпирической литературе. Боренштейн, Де Грегорио и Ли, используя панельные данные по 69 развивающимся странам, показывают, что ПИИ могут способствовать внедрению технологий быстрее, чем внутренние инвестиции, но этот

¹ Тютюкина, Е. Б., & Афашагов, К. М. (2007). Финансовые потоки: сущность и признаки классификации. Вестник Финансовой академии, 4, с. 24-33.

эффект проявляется только при наличии в принимающей стране достаточного человеческого капитала. Если изложить этот вывод более простым языком, то для того, чтобы приход иностранного завода обеспечивал рост, также должны существовать инженеры, техники, поставщики, логистика и управленческая культура, которые будут обслуживать этот завод. В противном случае ПИИ принесёт в экономику новое здание, но не создаст полноценную новую производственную цепочку. Здесь кроется неожиданный парадокс: даже при изобилии капитала, но недостатке знаний, рост может оставаться медленным².

Альфарио, Чанда, Калемли-Озкан и Сайек развивают этот вывод. Анализируя межстрановые данные за 1975–1995 годы, они установили, что влияние ПИИ на экономический рост зависит от глубины местных финансовых рынков: страны с развитыми банками и рынками капитала получают больше выгоды от иностранных инвестиций, в то время как в государствах со слабой финансовой системой эффект остаётся неопределённым или ограниченным. Этот вывод служит прямым уроком для Узбекистана. Если иностранный инвестор входит в горнодобывающую промышленность, энергетику или автомобилестроение, а местные банки, лизинговые компании, страховой рынок и рынок облигаций не могут финансировать связанные с ним малые и средние предприятия, мультипликативный эффект от ПИИ снижается. В 2024 году рост ВВП в Узбекистане составил 6,5%, а чистый приток ПИИ – около 2,6% от ВВП; это соотношение свидетельствует о наличии инвестиционной активности, однако качество роста зависит от того, в какие отрасли и через какие местные производственные цепочки поступили ПИИ³.

В эмпирических исследованиях часто используется термин "абсорбционный потенциал," но его содержание очень жизненно. Абсорбционный потенциал – это способность страны преобразовывать поступающий капитал в технологии, экспорт, квалификацию и производительность. Он включает в себя не только показатели высшего образования; в него входят качество кадров, судебная система, налоговая дисциплина, конкурентная среда, электроснабжение, логистика и база местных поставщиков. В этом моменте цифры превращаются в политику: один и тот же 1 миллиард долларов ПИИ в одной стране создает высокотехнологичную, ориентированную на экспорт продукцию, тогда как в другой – усиливает репатриацию прибыли и зависимость от импортного оборудования. Поэтому недостаточно хвалиться валовым объёмом ПИИ; их следует оценивать в совокупности с их технологической структурой, долей местных закупок, качеством занятости и экспортным потенциалом.

Механизм передачи технологий является наиболее привлекательным и сложным каналом ПИИ. Иностранная компания может принести с собой новое оборудование, производственные стандарты, контроль качества, логистические программы или маркетинговые знания. Однако технология не приходит в страну с паспортом; она распространяется через людей, контракты, тренинги и связи с местными предприятиями. Именно это и означает эффект мультипликации (linkage effect): когда транснациональная компания закупает сырьё, полуфабрикаты, услуги или технические

² Borensztein E., De Gregorio J., Lee J.-W. How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? Journal of International Economics, 1998, vol. 45, no. 1, pp. 115-135.

³ World Bank. (2024). Global Economic Prospects. Washington, DC: World Bank, January 2024, ch. 1, pp. 3-40;

решения у местных поставщиков, местные фирмы вынуждены повышать свои стандарты. Побочный эффект (spillover) – еще более тонкое явление: работник приобретает квалификацию в иностранной компании, а затем переходит в местную; поставщик получает международную сертификацию; местный менеджер осваивает культуру корпоративного управления. Но этот процесс не автоматический. Если местные фирмы не смогут преодолеть технологический разрыв, иностранная компания будет опираться на импортные цепочки поставок, и побочный эффект будет незначительным.

Нынешний уровень трансфера технологий в Узбекистане создает смешанную картину. В энергетику, химическую, горнодобывающую, автомобильную и телекоммуникационную отрасли иностранный капитал привнес новое оборудование и управленческие практики. Однако во многих отраслях местные поставщики не могут быстро адаптироваться к стандартам глобальных компаний. Эта уязвимость является проблемой не только на уровне предприятий, но и имеет макроэкономические последствия: если ПИИ увеличивают импорт оборудования, но при этом недостаточно повышают местную добавленную стоимость, в краткосрочной перспективе также возникает давление на платежный баланс. Поэтому политика трансфера технологий не должна начинаться после заключения инвестиционной сделки; она должна быть заранее подкреплена профессиональным образованием, промышленными кластерами, локализацией, политикой в области конкуренции и экспортными стандартами.

Влияние на занятость также двояко. ПИИ создают новые рабочие места, особенно в экспортоориентированном производстве, аутсорсинге услуг, логистике и промышленных зонах. Такие рабочие места обычно подразумевают официальный трудовой договор, обучение и более высокую дисциплину. Но в то же время иностранная компания может вытеснить с рынка местных конкурентов, нанять меньше работников благодаря автоматизированным технологиям или переманить высококвалифицированных сотрудников, усугубив кадровый дефицит в местных фирмах. Следовательно, эффект для занятости измеряется не только вопросом "Сколько рабочих мест создано." Анализ также включает заработную плату, квалификацию, территориальное распределение, занятость женщин и производительность труда. Рейнхарт и Рогофф показали, что в посткризисные периоды восстановление занятости зачастую происходит медленнее, чем восстановление производства; этот урок актуален и в эпоху ПИИ, поскольку приток капитала трансформируется в социальную стабильность (или нет) в зависимости от качества рабочих мест⁴.

Влияние экспорта на занятость, как правило, проявляется сильнее. Это связано с тем, что компания-экспортер конкурирует на международном рынке, соблюдает требования к качеству и срокам, и вынуждена обучать своих работников. Однако зависимость от экспорта также усиливает зависимость от глобальных циклов. В 2008 году, когда снизился внешний спрос, на экспортных фабриках во многих развивающихся странах сократили рабочее время; а в 2020 году сбои в логистике и падение спроса резко ослабили занятость в некоторых отраслях. В Узбекистане ПИИ могут быть важны для

⁴ Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). The Aftermath of Financial Crises. *American Economic Review*, 99(2), pp. 466-472.

экспорта текстиля, переработанных продуктов питания, автомобильных компонентов и услуг, однако выгода для рынка труда определяется подготовкой местных кадров и удержанием добавленной стоимости внутри страны.

Отток капитала, в свою очередь, запускает обратный механизм. Инвестор избегает риска, распродаёт портфельные активы, повышая спрос на иностранную валюту, что заставляет центральный банк использовать свои резервы или повышать процентную ставку. Если значительная часть внешнего долга страны номинирована в долларах или евро, обесценивание сума утяжеляет обслуживание этого долга в национальной валюте. Чувствительность узбекского сума к потокам капитала проявляется не столько через глубину классического портфельного рынка, сколько через денежные переводы, импортные платежи, экспортную выручку, а также операции с государственным и корпоративным внешним долгом. Это обстоятельство подчёркивает важное различие: даже в стране с ещё неглубоким рынком капитала международные финансовые потоки оказывают сильное влияние на обменный курс, просто каналы этого влияния иные.

В платёжном балансе текущий и финансовый счета постоянно взаимосвязаны, и опыт европейского кризиса также показывает, что разрывы в финансовом и внешнем секторах усугубляют друг друга. Дефицит счёта текущих операций сам по себе не плох: если он возникает за счёт импортируемого оборудования и инвестиционных товаров, он может послужить основой для будущего экспортного потенциала. Но если глубокий дефицит покрывается за счёт краткосрочного долга или спекулятивного портфельного капитала, стабильность оказывается под вопросом. Поступления по финансовому счёту финансируют дефицит, но в то же время создают обязательства по будущей репатриации дивидендов, процентов, основной суммы долга или прибыли. Коепке и Додд отмечают, что отслеживать потоки капитала в режиме реального времени сложно, поскольку данные о резидентстве, инструментах и частоте структурированы по-разному; следовательно, при анализе платёжного баланса сама по себе статистическая точность приобретает политическое значение⁵.

Сравнительный анализ структуры платёжного баланса Узбекистана выявляет несколько ключевых тенденций. Потребность страны в импорте высока, поскольку модернизация требует оборудования, технологий и определённых видов сырья. В экспорте важную роль играют золото, энергоресурсы, цветные металлы, текстиль и услуги. Денежные переводы, в свою очередь, превратились в один из основных, а не второстепенных, стабилизаторов счёта текущих операций. Тот факт, что в 2024 году объём личных денежных переводов составил около 14,4% ВВП, говорит о макроэкономической значимости трудовой миграции для внутреннего спроса, банковских депозитов и валютного рынка. Сильная сторона этого показателя – поддержка доходов населения; слабая – зависимость от циклов внешнего рынка труда.

Азиатский финансовый кризис 1997 года остаётся одним из самых суровых уроков, связанных с потоками капитала. Недостаточно сказать, что он начался лишь с девальвации тайского бата и перекинулся на Корею, Малайзию и Индонезию. Проблема была глубже: краткосрочные иностранные займы, долларовые обязательства, перегрев рынков недвижимости и акций, слабый банковский надзор и стремление жёстко

5 Koepke, R., & Dodd, O. (2020). Capital Flow Data - A Guide for Empirical Analysis and Real-time Tracking. IMF Working Paper No. 2020/171. Washington, DC: [IMF](#), pp. 6-18.

удерживать валютный курс – всё это сошлось воедино. Камински и Рейнхарт объясняют это через механизм "двойных кризисов" (twin crises): уязвимость банковской системы и давление на платёжный баланс взаимно усиливают друг друга, порождая не обособленный, а именно двойной кризис. Урок для Узбекистана очевиден: быстрое расширение банковского сектора за счёт внешнего долга, если валютный риск и качество кредитов не находятся под строгим контролем, в краткосрочной перспективе может выглядеть как рост, но в долгосрочной – подрывает стабильность⁶.

Механизм распространения азиатского кризиса выдвинул на передний план проблему "эффекта домино." Эйхенгрин, Роуз и Уайплош проанализировали, как валютные кризисы передаются от одной страны к другой через торговые связи и финансовые каналы: инвестор, видя проблему в одной стране, также уходит из других стран с похожей структурой экспорта или долговым профилем.⁷ Позже Форбс и Ригобон внесли методологическую оговорку: не всякий одновременный спад является "эффектом домино," в некоторых случаях это может быть простая взаимосвязь, то есть interdependence. Это различие имеет важное значение для выработки политики. Если проблема заключается в "эффекте домино," необходимо управлять психологией инвесторов и ликвидностью; если же во взаимозависимости, то нужно диверсифицировать реальные торговые и финансовые связи. Поэтому для Узбекистана расширение географии внешних партнеров, структуры экспорта и источников денежных переводов является частью политики макроэкономической стабильности.

Вмешательство МВФ в азиатский кризис и критика со стороны Стиглица остаются актуальными вопросами и для современной политики. Фонд потребовал фискальной дисциплины, высоких процентных ставок и структурных реформ, чтобы остановить панику на валютном и банковском рынках. Стиглиц же утверждал, что такой подход в некоторых странах привёл к дальнейшему снижению спроса и росту социальных издержек. Этот спор не имеет однозначного решения: во время кризиса для восстановления доверия необходим решительный сигнал, но чрезмерно проциклическая политика может задушить реальный сектор. Урок для Узбекистана заключается в том, что заблаговременное создание макро пруденциальных резервов – буфера капитала, требований к ликвидности, ограничения валютных дисбалансов – снижает потребность в болезненных мерах во время кризиса.

Глобальный финансовый кризис 2008 года, в свою очередь, пришёл с другой стороны. Он начался не в развивающихся странах, а с субстандартных долгов, секьюритизации, ошибок в рейтингах и избыточного левериджа на ипотечном рынке США. Этот кризис отличался от предыдущих – или, по крайней мере, так казалось. Рейнхарт и Рогофф ясно это показали: убеждённости в том, что "на этот раз всё будет по-другому," много раз оказывалась обманчивой в истории финансов. Обобщив данные за восемь столетий по 66 странам, они показали, что долги, банковские кризисы, валютное давление и пузыри активов всегда возвращаются в различных формах. В 2008 году сложные финансовые инструменты не устранили риск, а лишь сделали его невидимым.

⁶ Radelet S., Sachs J. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Brookings Papers on Economic Activity, 1998, no. 1, pp. 1-90.

⁷ Eichengreen, B., Rose, A. K., & Wyplosz, C. (1996). Contagious Currency Crises. NBER Working Paper No. 5681, pp. 1-8, 20-29.

Развивающиеся страны сначала восприняли этот кризис как стороннюю проблему, но удар быстро дошёл до них через снижение спроса на экспорт, падение цен на сырьё, сокращение банковского финансирования и изменение аппетита инвесторов к риску⁸.

Кризис 2008 года затронул Центральную Азию и Узбекистан не напрямую через токсичные активы, как западные банки, а опосредованно – через торговлю, денежные переводы, цены на сырьё и инвестиционные настроения. Это различие имеет важное значение: страна, не глубоко интегрированная в финансовый рынок, не будет полностью защищена от кризиса – она лишь получит удар по другому каналу. В Узбекистане в тот период государственные инвестиции, поддержка внутреннего спроса и относительно закрытая структура банковской системы смягчили удар. Однако из этого можно сделать вывод: изоляция может служить временной защитой, но в долгосрочной перспективе она ограничивает приток капитала, технологий и конкуренцию. Поэтому стратегия заключается не в изоляции, а в сочетании открытости с управлением рисками. В своем "Докладе о глобальной финансовой стабильности" за 2019 год МВФ отмечал, что длительный период низких процентных ставок может подтолкнуть инвесторов к рискованным активам, увеличивая глобальные финансовые уязвимости; именно период после 2008 года и создал почву для накопления таких новых рисков⁹.

COVID-19 и финансовый шок 2020 года вызвали одну из самых резких "внезапных остановок" (sudden stop) потоков капитала в истории. Пандемия сначала парализовала реальный сектор – транспорт, сферу услуг, туризм, производственные цепочки, – а затем финансовые рынки перешли в режим уклонения от рисков. Был зафиксирован отток портфельного капитала с развивающихся и пограничных рынков в объеме более 80 млрд долларов в течение первого же месяца; этот показатель свидетельствует о более быстрой финансовой реакции, чем на начальном этапе кризиса 2008 года. Здесь прослеживается парадокс: вирус был биологическим шоком, но инвесторы мгновенно переложили его в цены на валюту, облигации и акции. Такова скорость финансовой глобализации – эпидемиологическая угроза может за несколько дней превратиться в риск для платежного баланса.

В отчёте МВФ "Перспективы развития мировой экономики" (World Economic Outlook) за 2020 год отмечается, что пандемия привела к глубокой рецессии в мировой экономике, услуги и инвестиции резко сократились, и хотя финансовые условия были смягчены политическими мерами, неопределённость остаётся высокой. Для Узбекистана удар 2020 года оказался значительным по трём каналам: сократились денежные переводы, замедлились проекты с ПИИ, а также были нарушены внешняя торговля и логистика. По данным Всемирного банка/МВФ, объём личных денежных переводов в Узбекистан сократился с примерно 8,55 млрд долларов в 2019 году до 6,98 млрд долларов в 2020 году, что представляет собой снижение почти на 18,3%. Эти цифры наглядно иллюстрируют экономическую модель: если мигрант не работает,

⁸ Reinhart C.M., Rogoff K.S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press, 2009; Financial Crisis Inquiry Commission. The Financial Crisis Inquiry Report. Washington, DC, 2011.

⁹ IMF. (2019). Global Financial Stability Report: Lower for Longer. Washington, DC: International Monetary Fund, October 2019, ch. 1, pp. 1-21.

потребление его семьи сокращается; если сокращается потребление семьи, замедляется вся цепочка – внутренняя торговля, строительство и сфера услуг¹⁰.

Парадокс восстановления заключается в том, что в 2021 году глобальные потоки капитала и денежные переводы возобновились быстрее, чем ожидалось. Центральные банки расширили ликвидность, фискальные пакеты поддержали спрос, цены на сырье восстановились, а трудовая миграция постепенно возобновила свои потоки. Однако это восстановление было неравномерным для разных стран. Страны с развитыми финансовыми рынками, достаточными резервами и надежной политикой быстрее вернули капитал; в то время как государства со слабой фискальной позицией и высоким внешним долгом столкнулись с более дорогим финансированием. В 2022 году война и геополитическая напряженность вновь замедлили глобальное восстановление, оказав давление на страны-импортеры через цены на продовольствие и энергоносители. Для Узбекистана этот период показал, что концентрация в географии денежных переводов и внешней торговли должна анализироваться как макроэкономический риск.

Положительных последствий от притока капитала много, но они условны. Первая большая выгода – эффективность распределения ресурсов: страна с недостаточными внутренними сбережениями повышает уровень инвестиций за счёт внешнего капитала. Вторая выгода – технологии и управление: ПИИ приносят новые методы производства и каналы экспорта. Третья – финансовая инклюзивность: международные банки, финтех и платёжные системы приближают население и предприятия к официальным финансам. Исламай анализирует роль потоков капитала в распределении рисков (risk sharing), то есть в международном распределении рисков, и показывает, что ПИИ и некоторые более устойчивые потоки могут служить макростабильности более позитивно, чем портфельные потоки. Другими словами, тип капитала так же важен, как и его объём.

Негативные последствия зачастую накапливаются медленно, а проявляются внезапно. Приток большого объёма портфельного капитала приводит к снижению доходности облигаций, а правительства и компании привыкают к дешёвым займам. Когда банки наращивают внешнее финансирование, на кредитном рынке начинается чрезмерный рост. Если национальная валюта укрепляется, экспортный сектор несёт убытки. Если ПИИ приносят прибыль, её репатриация в последующие годы окажет давление на счёт текущих операций. Если заёмный капитал направляется в неэффективные проекты, экономика берёт на себя будущие обязательства, не приносящие дохода. Федякина особо подчёркивает, что международные финансовые потоки приносят в национальную финансовую систему не только ресурсы, но и валютные, процентные и долговые риски. Следовательно, финансовую открытость следует рассматривать не только как инвестиционную политику, но и как политику управления рисками.

При сравнительной оценке нет однозначного ответа на вопрос, кто получил больше выгоды от потоков капитала, но выделяются три общих фактора. Страны с высоким качеством институтов привлекают капитал на прозрачных условиях и

¹⁰ IMF. World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown. Washington, DC: International Monetary Fund, 2020.

сокращают количество споров между инвесторами и государством. Диверсифицированная экономика смягчает последствия чрезмерного притока капитала в одну отрасль, который искажает валютный курс и цены. Если финансовый рынок глубок, приток капитала распределяется не только через банковское кредитование, но и через акции, облигации, лизинг, страхование и венчурное финансирование¹¹.

Сравнительный урок для Узбекистана заключается в том, что стратегия привлечения потоков капитала должна быть дифференцирована по секторам. Прямые иностранные инвестиции (ПИИ), ориентированные на экспорт, приносят долгосрочную выгоду, поскольку они создают технологии, логистику и рабочие места. Краткосрочный портфельный капитал может углубить рынок облигаций, но риск его оттока должен быть учтён в цене заранее. Денежные переводы поддерживают доходы домохозяйств, однако задача финансовой политики – направить их от потребления в малый бизнес, образование, жильё и сбережения. Внешний долг полезен, когда он привязан к проектам, создающим инфраструктуру и экспортный потенциал, и опасен, когда привлекается ради краткосрочного фискального удобства. Таким образом, ключевым вопросом макроэкономической политики должен быть не "сколько капитала поступило?," а "какую модель роста он профинансировал?."

Стремительный отток портфельного капитала в размере более 80 млрд долларов с развивающихся рынков в 2020 году показал, насколько чувствительны потоки капитала. В Узбекистане сокращение денежных переводов почти на 18,3% в 2020 году выявило влияние внешнего рынка труда на внутренний спрос. Рост ВВП на 6,5% в 2024 году, чистый приток ПИИ на уровне около 2,6% к ВВП и достижение объёма денежных переводов 14,4% к ВВП свидетельствуют о том, что экономика одновременно опирается на инвестиционные, миграционные и торговые каналы. Цифры – это не просто показатели; это карта уязвимостей¹².

Итоговая взаимосвязь между потоками капитала и макроэкономической стабильностью такова: потоки придают экономике ускорение, но без тормозной системы скорость превращается в угрозу. Прямые иностранные инвестиции могут быть источником технологий и роста, но при недостаточном абсорбционном потенциале их польза будет ограниченной. Портфельный капитал углубляет финансовый рынок, но в случае внезапной остановки (sudden stop) оказывает давление на обменный курс и резервы. Денежные переводы смягчают бедность, но также усиливают зависимость от внешнего рынка труда. Внешний долг финансирует инфраструктуру, но если он не увязан с экспортными доходами, то становится бременем для будущих поколений. Как показывают на исторических данных Рейнхарт и Рогофф, финансовые кризисы каждый раз приходят под новым названием, но в их корне зачастую лежат старые ошибки – чрезмерный долг, неверная оценка рисков и излишний оптимизм.

Влияние международных финансовых потоков на национальную экономику не является ни абсолютно положительным, ни абсолютно отрицательным; оно определяется качеством институтов, глубиной финансового рынка, человеческим

¹¹ Эскиндаров, М. А., & Звонова, Е. А. (2018). Мировые финансы. Москва, с. 112-139, 301-326.

¹² Batini N. The COVID-19 Crisis and Capital Flows. IMF Independent Evaluation Office Background Paper BP/20-05/05, 2020; IIF capital flow tracking for March 2020.

капиталом, валютным режимом, структурой внешнего долга и заблаговременной подготовкой политики. Азиатский кризис 1997 года показал опасность сочетания краткосрочного долга и фиксированного обменного курса; глобальный кризис 2008 года доказал, что сложные финансовые инструменты не устраняют риск; а пандемия 2020 года продемонстрировала, что потоки капитала мгновенно реагируют на шоки в реальном секторе. Узбекистан должен усвоить эти три урока: привлекать капитал, направляя его в реальный сектор и на технологическое обновление, и при этом превентивно контролировать валютные, долговые и банковские риски. Только тогда международные финансовые потоки могут стать не источником нестабильности, а инструментом устойчивой модернизации. Узбекистан должен объединить эти три урока: привлечение капитала, направление его в реальный сектор и технологическое обновление, одновременный заблаговременный контроль валютных, долговых и банковских рисков.

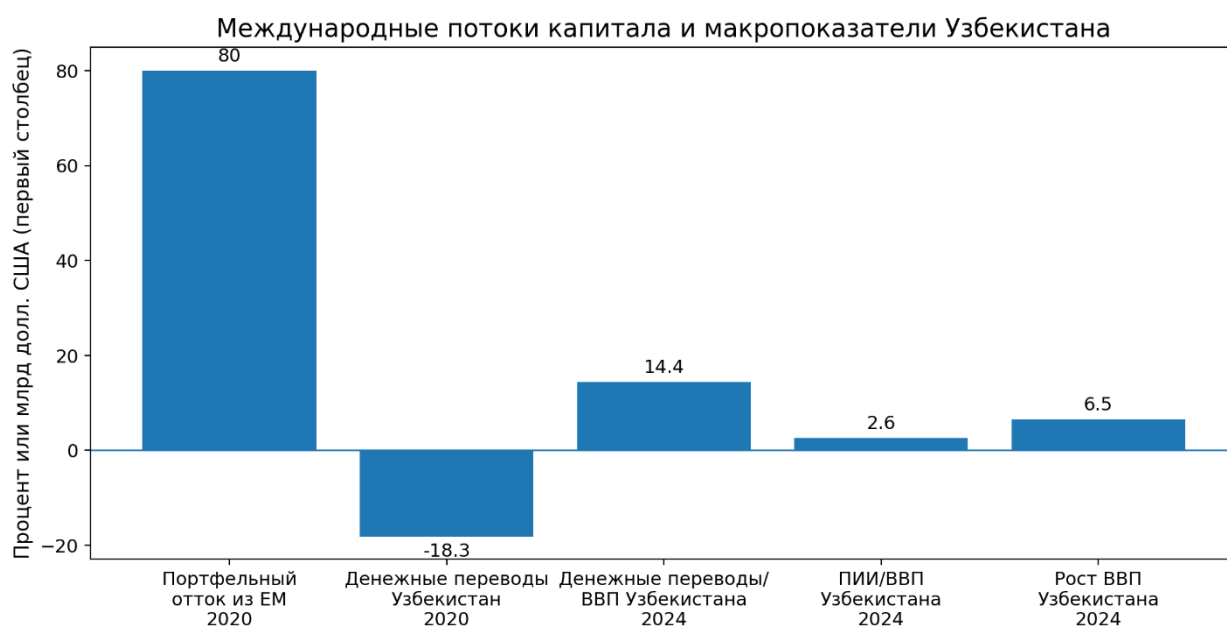


Рисунок 3. Отдельные потоки капитала и макроэкономические показатели Узбекистана

Таблица и диаграмма наглядно показывают одно: международные финансовые потоки неоднородны как по объёму, так и по каналам своего влияния. Если краткосрочный отток портфельного капитала в размере более 80 млрд долларов говорит о скорости изменения настроений на глобальном рынке, то двузначное падение денежных переводов в Узбекистане указывает на зависимость доходов населения и внутреннего спроса от внешнего рынка труда. Соотношение ПИИ к ВВП на уровне 2,6% – неплохой показатель, но сама по себе эта цифра не гарантирует модернизацию. Если ПИИ направляются в отрасли с высокой добавленной стоимостью, трансфер технологий усиливается; если же они концентрируются в основном на добыче сырья или в проектах, зависящих от импорта, макроэкономические выгоды сокращаются.

В эмпирическом анализе есть еще один важный аспект: причинно-следственная связь между ростом и потоком капитала двусторонняя. ПИИ могут ускорить рост, но и быстрорастущая, стабильная и надежная экономика также привлекает больше ПИИ. Поэтому опасно превращать результаты регрессионного анализа в простой

политический лозунг. Исследования Альфаро и Боренштейна напоминают именно об этом: если принимающая страна не готова, одного лишь капитала недостаточно; если же она готова, ПИИ не только восполняют нехватку внутренних сбережений, но и качественно меняют экономику. Для Узбекистана этот вывод требует рассматривать промышленную политику, высшее образование, банковский сектор и экспортную инфраструктуру как единую цепь.

Последний критерий при оценке влияния международных финансовых потоков на национальную экономику – это стабильность. Быстрый рост, мощный приток капитала и крепкий обменный курс на первый взгляд могут быть признаками успеха. Однако и 1997, и 2008, и 2020 годы показали, что стабильность зачастую начинает нарушаться именно в самые спокойные периоды. Кредиты становятся доступнее, инвесторы недооценивают риски, банки расширяют свои балансы, а правительства полагаются на оптимистичные прогнозы. Затем один внешний сигнал – будь то процентная ставка, пандемия, геополитический шок или цены на сырье – подвергает всю систему испытанию. Поэтому управление международными потоками капитала – это не только политика экономического роста, но и политика предотвращения кризисов.

Практический вывод для Узбекистана заключается в том, что при работе с потоками капитала нельзя разделять пять задач: направление ПИИ в высокотехнологичные и экспортоориентированные отрасли; углубление внутреннего финансового рынка; увязка внешнего долга с окупаемостью проекта; направление денежных переводов наряду с потреблением в сбережения и предпринимательство; мониторинг рисков валютной и банковской систем в режиме реального времени. В этом случае международные финансовые потоки станут не источником краткосрочной ликвидности, а ресурсом для долгосрочной макроэкономической трансформации.

Adabiyotlar, References, Литературы:

1. Borensztein E., De Gregorio J., Lee J.-W. How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? // Journal of International Economics. 1998. Vol. 45, No. 1. P. 115–135.
2. Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., Sayek S. FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets // Journal of International Economics. 2004. Vol. 64, No. 1. P. 89–112.
3. Reinhart C. M., Rogoff K. S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press, 2009.
4. Reinhart C. M., Rogoff K. S. The Aftermath of Financial Crises // American Economic Review. 2009. Vol. 99, No. 2. P. 466–472.
5. Radelet S., Sachs J. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects // Brookings Papers on Economic Activity. 1998. No. 1. P. 1–90.
6. Eichengreen B., Rose A. K., Wyplosz C. Contagious Currency Crises. NBER Working Paper No. 5681. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1996.
7. Koepke R., Dodd O. Capital Flow Data: A Guide for Empirical Analysis and Real-time Tracking. IMF Working Paper No. 2020/171. Washington, DC: International Monetary Fund, 2020.
8. International Monetary Fund. World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown. Washington, DC: IMF, 2020.
9. World Bank. Global Economic Prospects. Washington, DC: World Bank, 2024.
10. Эскиндаров М. А., Звонова Е. А. Мировые финансы: учебник. Москва: КНОРУС, 2018.