

Мировые дисбалансы сбережений и инвестиций

= **Ключевые слова:** сбережения, капиталовложения, мировой баланс и избыток сбережений, ...

Key words: savings, capital formation rate, global balance and glut of savings... =

Введение: *Основная цель* работы – охарактеризовать разнородность базисных (теоретических) оснований процессов сбережений одними агентами в одних странах и инвестиций в тех же или иных странах. В-вторых, показать структуру потоков капитала между основными экономическими агентами с тем, в частности, чтобы межстрановые потоки стали логически понятными, а не просто результирующим статистическим остатком. В-третьих, проанализировать глобальный дисбаланс сбережений с точки зрения экономического роста и решения глобальных проблем. И, в-четвертых, показать соотношения объемов сбережений и капиталовложений в условиях подъема и глобального кризиса последнего десятилетия. В-пятых, значение этих потоков и балансов для вложений в развитие, в том числе проблема воздействия дисбалансов, способствующих возникновению кризисов. В работе не затрагиваются процессы передачи сбережений с помощью финансовых институтов и финансовая архитектура современной мировой экономики.

1. Теоретические основы анализа

Анализ многочисленных проблем мировой экономики не может быть полным, если не подвергнут осмыслению ключевой аспект развития – накопление капитала, причем в масштабах всей экономики мира. Капиталовложения являются связующим звеном между современной экономикой, ее проблемами, решениями экономических агентов и будущей экономикой с ее ресурсами, возможностями. Но, разумеется, в каждом отдельном случае решение об инвестициях принимается фирмой, семьей, государственными органами. И финансирование капиталовложений приходит из сбережений семей, прибылей самих фирм, правительственных налоговых доходов. В суммарном виде глобальные капиталовложения должны соответствовать сбережениям, перераспределенным финансовой системой от других агентов и даже других стран. Суммарный объем мировых капиталовложений исчисляется величиной порядка 14 триллионов долларов или около 21,5% мирового ВВП. Преобладающая часть этой огромной величины проходит через финансовую систему. Чем выше степень развития рынков – тем (по общему правилу) и выше степень интермедиации, выше степень зависимости уровня, длительности

¹ Профессор НИУ-ВШЭ, заместитель Генерального директора Российского энергетического агентства; начальник отдела РЭА и аспирант МГУ.

капиталовложений от доступности, длительности, стоимости финансовых ресурсов. Существует огромная мировая литература по данным вопросам, но остается много неясного как в ходе мировых процессов перераспределения сбережений, так и в осмыслении итоговых результатов глобального процесса накопления реальных активов. Какая страна сберегает, какие экономические агенты, почему не используют своих сбережений, а экспортируют их в страны, абсорбирующие сбережения – вот стартовые вопросы. Разумеется, можно найти общий ответ в рамках макроэкономических теорий – вслед за абсолютными или относительными преимуществами стран. На базисных теориях наложены слои реалий этого мира, временные ограничения размеров перетока ресурсов, факторы накопленного капитала, государственной политики, институциональных особенностей стран и их способностей сберегать и инвестировать.

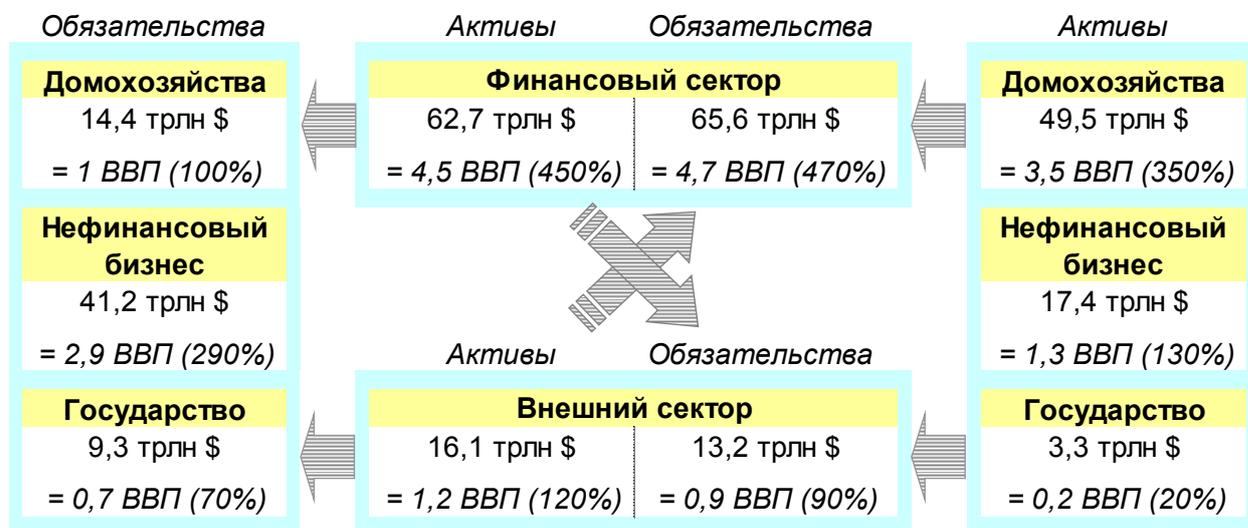
Принципиально важным исходным моментом для подходов к этой проблеме является различие мотивов для сбережений агентов на микро уровне (семей, фирм, любых других агентов) и мотивов для инвестирования на всех уровнях. Столетиями сбережения перемещались Тамплиерами, итальянскими банкирами в средние века, потом английскими и голландскими банкирами, потом развилась современная система. Соревнование между высокими доходами и «уходом от риска» носит вечный характер. Финансовая система прошла столетия роста и усложнения, прошла сотни паник и тысячи банкротств, которые показывают, насколько сбережения остаются рискованными для тех, кто надеется на высокий или на длительно устойчивый процент². Но по-прежнему пенсионные фонды ищут возможностей долгосрочных надежных вложений, рисковый капитал мечется по миру в надежде заработать высокий доход и успеть уйти из страны (фонда, банка...) до девальвации, дефолта или просто кризиса. В этих условиях внутренние инвестиции стран, прямой иностранный капитал обеспечивают вложения в развитие.

Обычно наблюдатели видят микроуровень фирмы, инвестиционного проекта, обсуждают инвестиционный климат и возможности финансовой системы страны абсорбировать и реинвестировать собственные или привлечь внешние ресурсы. Либо они оперируют итоговыми данными по капиталовложениям. Естественно, определенные сектора (типы агентов) экономики одних стран инвестируют в те или иные сектора других стран по собственным мотивам. Переход к балансу страны по сбережениям и инвестициям можно видеть в рамках концепции «движения капиталов» (flow of funds), которая дает принципиальное представление о том, как сектора экономики. Схема 1 является реальным балансом внутренних сбережений США за 2007 год (выбран специально до кризиса), но для целей данной работы представляет собой то, что называется обычно «стилизованными фактами» - то есть достаточно достоверным представлением реального объекта исследований. Огромные заимствования американского нефинансового бизнеса и государства у финансового сектора обеспечены сбережениями населения и иностранными сбережениями. Так что речь идет уже не о едином внешнем балансе «США визави

² Киндлебергер

мир», а о сложной картине движения потоков средств через весь мир³. В 2007 году американская финансовая система представляла из себя монстра порядка 62-65 триллионов долларов. Страна вложила триллионы за границей – особенно в форме прямого капитала и получила еще больше (особенно в форме облигаций)⁴. Перетоки доходов носят сопоставимый характер для данной страны, но эта огромной важности тема – доход от прежних вывезенных сбережений – носит самостоятельный характер. Обычно про нее вспоминают при дефолтах по внешнему долгу или угрозы «реструктуризации», когда заемщик, набрав (как сейчас Греция) слишком много займов по сравнению со своими возможностями обслуживания долга, создает угрозу дефолта. В данной работе мы не затрагиваем важный вопрос балансов инвестиционных позиций развитых и развивающихся стран. Хотя надо понимать, что при отрицательной инвестиционной позиции развитые страны зачастую имеют положительный инвестиционный доход от операций с внешним миром за счет разницы в процентных ставках по займам и вложениям. Данная схема призвана играть опорную роль в дальнейшем анализе, поскольку размеры статьи не позволяют приводить постоянно меняющиеся данные о реальных потоках по секторам экономики США и других стран.

Схема 1. Финансовый баланс секторов экономики США (Flow Funds), (накопленный итог), триллионов долларов или % ВВП, 2007 г.



Расчеты авторов по ... **Flow Funds**

³ Аналогичные схемы построить можно для любой страны, связывая в огромной глобальной матрице движение потоков сбережений, в том числе по инструментам. Такой исследовательский проект труден, поскольку обычно нет хорошей статистической базы (в частности для России), но в будущем вполне вероятен.

⁴ Обоснование подобной оценки для США см. в: Григорьев Л., Салихов М. Место и роль США в международной финансовой системе // США в поисках ответов на вызовы XXI века / Под ред. Кириченко Э.В. М.: ИМЭМО РАН, 2010.

Теоретический анализ движения сбережений на агрегированном уровне (страны) потребует перехода к межстрановой динамике. Изучение процессов формирования сбережений и накопления основного капитала в разрезе развитых и развивающихся стран предполагает совместный анализ общих макроэкономических счетов и платежных балансов стран. Накопление резервов как *рациональная стратегия развивающихся стран* не может быть описано исключительно в рамках статистики платежного баланса. Избыточные резервы могут служить не только источником внутривострановых дисбалансов формирования сбережений и накопления основного капитала, но и приводить к существенным экономическим проблемам в международном контексте.

Для открытой экономики балансовое соотношение, связывающее национальные сбережения ($S_{\text{нац}}$), накопление основного капитала (I) и сальдо счета текущих операций платежного баланса (CAB), выглядит как:

$$S_{\text{нац}} - I = CAB$$

При этом платежный баланс в целом балансируется при:

$$CAB + FI + RES = 0$$

Здесь FI – баланс счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (далее – финансовый счет), а RES – изменение резервов за период.⁵ Комбинируя два приведенных выше балансовых соотношения, мы получим ключевое для анализа процессов формирования сбережения и накопления основного капитала равенство:

$$S_{\text{нац}} + FI = I + (-RES)$$

Раскладывая национальные сбережения на частные и государственные, получим более детальное соотношение:⁶

$$S_{\text{частн}} + (T - G) + FI = I + (-RES)$$

Последнее из приведенных балансовых соотношений показывает, как формируются инвестиционные ресурсы страны (левая часть равенства) с учетом притока/оттока капитала, и как они фактически используются (правая часть равенства). Например, при положительных частных сбережениях (величина, равная разнице располагаемого дохода и конечного частного потребления) и чистом притоке капитала из-за рубежа все эти ресурсы используются для финансирования дефицита бюджета, накопления основного капитала и накопления резервов.

При плавающем валютном курсе и абсолютной мобильности капитала изменение резервов происходит исключительно как балансирующее статистические ошибки и пропуски изменение (то есть, является небольшой величиной). Но абсолютная мобильность капитала и, в меньшей степени, свободно плавающий валютный курс

⁵ Здесь и далее знаки всех потоков соответствуют стандартному представлению платежных балансов в методологии МВФ. То есть, чистый приток капитала в страну отображается положительным значением FI , накопление резервов – отрицательным значением RES .

⁶ Положительный знак выражения $(-RES)$ указывает на *рост* резервов.

являются теоретическими абстракциями и на практике далеко не всегда достижимы – особенно, в развивающихся странах. При существенном профиците текущего счета страны, но при не абсолютно свободном движении капитала или валютного курса в стране создаются условия, при которых накопление резервов становится устойчивым процессом и, с некоторой точки зрения, рациональным решением с учетом целей макроэкономической политики государства.

Рациональными основаниями для накопления страной ликвидных резервов являются: обеспечение внешнеторговой безопасности, формирование «подушки безопасности» на случай проблем с выплатой госдолга и привлечением внешнего финансирования, потребность балансировать валютный рынок и управлять курсом национальной валюты (в стране с не свободно плавающим курсом).

Но, разумеется, накопление основного капитала в стране является приоритетным перед накоплением ликвидных резервов с точки зрения создания основы для долгосрочного экономического роста в стране. Это особенно актуально в отношении развивающихся стран, обладающих низким уровнем капиталовооруженности труда. С учетом нестабильности цен на экспортные товары, сложности заимствования для большинства развивающихся стран необходимость накапливать резервы часто является более острой. Так что в реальной практике идет не только борьба за привлечение средств в страну, но конкуренция за тип ввоза: прямой частный или государственный.

Можно говорить, что при заданном объеме национальных сбережений типичная развивающаяся страна условно «распределяет» имеющиеся ресурсы между внутренними инвестициями, экспортом капитала и накоплением резервов (являющимся, по сути, внешним финансовым вложением под управлением органа монетарной власти). Подобное «распределение» является, конечно, теоретической абстракцией, потому что решения об объемах сбережений и инвестиций принимаются различными агентами с разными целевыми функциями. Эта абстракция хорошо отражает проблему финансирования роста в развивающихся странах. Соответственно, для стран – экспортеров капитала – вопрос направления (риски и доходность), цели и формы вывоза решается сложным образом экономическими агентами различных секторов, которые ищут оптимальные для себя параметры максимизации дохода от размещения активов при приемлемых рисках. Так что конъюнктура финансовых рынков часто определяет реальную возможность страны использовать свои или чужие сбережения для развития.

Важный теоретический вопрос состоит в том, чем определяются различия *уровней* норм сбережения и накопления среди различных стран мира и групп стран. Соотношение норм сбережения и накопления между странами определяют, кто из них является нетто-кредитором, а кто – нетто-заемщиком, и каков объем экспортируемых или импортируемых сбережений. Это, в совокупности с данными о потоках капитала, приближает к пониманию того, как реально устроена мировая финансовая система и с помощью каких источников финансируется долгосрочный рост развитых и развивающихся стран.

Макроэкономика «учебника» разделяет детерминанты уровней сбережения и инвестиций достаточно просто: на сбережения в первую очередь влияют текущие и накопленные доходы, в меньшей степени – уровень процентных ставок; инвестиции определяются стоимостью заемного капитала и совокупным уровнем дохода. Следуя подобной логике при некоторых простых предпосылках можно построить предположения о соотношении норм сбережения в развитых и развивающихся странах (см. Вставку 1). Для последних норма сбережения должна быть при прочих равных выше. Таким образом, в условиях абсолютной мобильности капитала требуемая норма накопления покрывается внутренней нормой сбережений и неограниченным импортом капитала. При прочих равных развивающиеся страны выступают нетто-кредиторами, а развитые – нетто-заемщиками. В конечном итоге не бывает, видимо, избытка сбережений в стране – обычно каждая страна имеет достаточно проблем и объектов для инвестирования. И если экономические агенты не инвестируют - по институциональным причинам – избыток уходит за рубеж. На языке консультантов это называется «плохой инвестиционный климат».

Вставка 1. Простая функциональная форма нормы частных сбережений

Детерминанты уровня национальных сбережений страны совпадают с детерминантами уровня потребления, для большинства из них отличается направление влияния. Рассмотрим вопрос на примере частных сбережений. Частные сбережения представляют собой разницу располагаемого дохода (Y_d) и конечного частного потребления (C), которое в наиболее простом виде можно представить как функцию от располагаемого дохода, накопленного богатства (W) и ставки процента (r):

$$S_{\text{частн}} = Y_d - C(Y_d, W, r)$$

Здесь зависимость потребления от располагаемого дохода и накопленного богатства положительна, а от ставки процента отрицательна.⁷ Тогда, с учетом традиционных представлений о значении предельной склонности к потреблению, получаем (верхние индексы отражают знак зависимости):

$$S_{\text{частн}} = S(Y_d^+, W^-, r^+)$$

В случае простейшей линейной формы функции сбережения, норма сбережения s рассчитанная, как отношение сбережения к располагаемому доходу, будет выглядеть как:

$$s_{\text{частн}} = \alpha - \beta \frac{W}{Y_d} + \gamma \frac{r}{Y_d}$$

Коэффициенты α , β и γ положительны. Соответственно, при подобных простых предпосылках мы получаем, что более низкой нормой частных сбережений будут характеризоваться страны с относительно большим накопленным богатством и относительно низким уровнем процентных ставок. То есть, общие соображения об устройстве функции потребления говорят нам, что домохозяйства развитых стран при прочих равных будут сберегать меньшую долю располагаемого дохода, нежели развивающиеся. Учитывая, что государственные сбережения развитых стран скорее

⁷ Современные теории потребления заметно шире рассматриваемой простейшей постановки, но основополагающие моменты они не опровергают. Обзор основных идеи, использующихся при эконометрическом построении современных функций потребления можно найти в: Deaton A. Understanding Consumption. Oxford, Clarendon Press. 1992

отрицательны (бюджет дефицитен), мы можем обобщить последний вывод на национальные сбережения.

Важно отметить, что в данной логике отсутствует необходимость высокой нормы накопления развивающихся стран: повышение уровня развития. То есть более высокая норма сбережений не связана с необходимостью высокого уровня реального накопления.

Логика об абсолютной «автономности» сберегательных и инвестиционных решений еще 30 лет назад подвергалась серьезной критике. Одной из первых работ подобного рода была статья *Feldstein, Horioka (1980)*,⁸ в которой указывалось на высокую корреляцию норм сбережения и накопления. Действительно, «автономность» инвестиционного решения в условиях не абсолютной мобильности капитала не достижима – норма сбережения выступает естественным ресурсным ограничением для инвестиций в странах, не способных занять разницу для покрытия инвестиционных потребностей. Большая научная дискуссия вокруг статьи *Feldstein, Horioka (1980)* постепенно сошла на нет по мере снятия ограничений на трансграничные потоки капитала и финансовой интеграции в 1990-х и 2000-х. Корреляция норм сбережения и накопления снизилась⁹, и идея относительной автономности решений о сбережениях и инвестициях сейчас не вызывает серьезной теоретической критики.

Современные эконометрические исследования указывают, что влияние одних и тех же детерминант на динамику нормы сбережения несколько различается в развитых и развивающихся странах.¹⁰ Стартовым пунктом таких исследований обычно являются значительные различия в рисунке норм сбережения во времени между странами, как по группам, так и индивидуально. В частности наиболее полное и детальное исследование середины 1990 годов, посвященное данной проблеме, пришло к выводу, что существует сложное и неоднозначное взаимодействие между сбережениями, накоплением и экономическим ростом. Не было выявлено жесткой причинной зависимости между этими тремя факторами эконометрическими методами. Для нашего исследования важен вывод, что высокая корреляция инвестиций и сбережений связана с низкой мобильностью капитала и политикой стран по предотвращению больших дисбалансов в текущих внешних балансах и другими общими факторами.¹¹ Одно из последних подобных предкризисных исследований, выполненное МВФ,¹² указывает, что 1%-ный прирост ВВП на душу в среднем увеличивал национальную норму сбережения на 1 п.п. в развитых странах и на 0,5 п.п. в развивающихся (на периоде 1972-2004 гг.). При этом в развивающихся странах существенно большее влияние на норму сбережения оказывал рост

⁸ *Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital Flows // The Economic Journal. 1980. Vol. 90. No. 358. P. 314-329*

⁹ *Giannone D., Lenza M., The Feldstein-Horioka Fact // ECB Working Paper Series. 2008. WP # 873*

¹⁰ Общее представление о теоретическом моделировании процесса сбережения (как остатка от располагаемого дохода после потребления) можно получить в: *Deaton A. Understanding Consumption. Oxford, Clarendon Press. 1992.*

¹¹ См. *Schmidt-Hebbel K., Servén L., A.Solitano "Saving and investment: paradigms, puzzles, policies" The World Bank Research Observer, vol 11, #1 (Feb. 1996), p. 108. См также: Lozaya N., Schmidt-Hebbel K., Servén L. "Saving in Developing Countries: An Overview" // The World Bank Economic Review. 2000. Vol. 14. N. 3. P. 393-414.*

¹² См. *World Economic Outlook. 2005. Ch. 2. P. 98-106*

коммерческого кредитования. При приросте отношения объема кредитов к ВВП на 10 п.п. национальная норма сбережений снижалась на 0,5 п.п. в развитых и на 0,9 п.п. в развивающихся странах. Этот несколько неожиданный на первый взгляд результат собственно означает, что при углубление финансовой системы и повышении мобильности капитала, собственные бюджетные ограничения снимаются и кредит оказывает (как это было столетиями) позитивное воздействие на развитие. Кроме того наблюдается ожидаемое положительное влияние на норму национального сбережения со стороны фискальная консолидация (сокращение дефицита/рост профицита бюджета), причем большее – в развивающихся странах.

Отдельной важной проблемой остается норма сбережений семей, которая широко варьирует по странам, часто зависит от особенностей страны, культуры, широко варьирует по миру. **Например – норма в ..., а в ...** Одной из важных проблем остается фактическое распределение источников сбережений в стране, между населением – бизнесом и государством. Картина распределения по секторам, представленная выше для США, аналогична по схеме, но не роли секторов.

За пределами учебных курсов по макроэкономике и большинства эмпирических исследований остается вопрос о детерминантах корпоративных сбережений как части национальных. Роль корпоративных прибылей как источника финансирования накопления основного капитала была особенно высока в период высоких темпов роста мировой экономики в докризисный период 2000-х годов. Макроэкономические исследования не уделяют должного внимания балансу сбережений и инвестиций в разрезе различных институциональных секторов.

Относительно динамики нормы накопления также было выявлено определенное отличие в интенсивности влияния одних и тех же факторов в развитых и развивающихся странах. Большая доступность кредита и меньшая стоимость заимствования также увеличивали норму сбережения как в развитых, так и в развивающихся странах. Это в целом согласуется с общими теоретическими представлениями о факторах спроса на инвестиции. В последнее время большое внимание уделяется роли институциональных факторов динамики нормы накопления в развивающихся странах,¹³ однако выявленные в эмпирических исследованиях влияния не очень устойчивы.

Итак, с учетом результатов теоретических исследований о детерминантах сбережений и инвестиций, развернутая форма проблемы инвестиций и сбережений выглядит следующим образом. Источниками инвестиционных ресурсов страны выступают частные сбережения (семьи и фирмы), профицит бюджета (если есть) и чистый импорт капитала, если сформировано положительное сальдо по финансовому счету платежного баланса. Объем сбережений определяется финансовым результатом компаний и потребительскими решениями домохозяйств, основанными на объемах и темпах роста доходов, доступности кредитования и уровне процентных ставок. Ресурсы тратятся, прежде всего, на накопление основного капитала, решение об объемах которого принимается исходя из размеров

¹³ См., например, *Dang V. Institutional Determinants of Investments in Transition Economies // Brunel University WP Series. 2009. WP # 09-33*

и темпов роста доходов, уровня процентных ставок и необходимости инвестировать в развитие. Инвестиционное решение экономических агентов (компаний, пенсионных фондов, банков, индивидов) страны, способной относительно свободно экспортировать или импортировать капитал, не ограничивается объемом доступных внутренних ресурсов. При этом развитые и развивающиеся страны имеют разные характеристики процессов сбережения и накопления – как уровней норм, так и их динамики. В результате неравномерностей в развитии, происходит наращивание дисбалансов в мировой финансовой системе, избытку или недостатку сбережений относительно внутренних потребностей стран в решении своих проблем. Колебания цен на товары, циклические колебания экономической активности, перемещения потоков частного портфельного капитала отражают на внутренних инвестиционных решениях. Мир далек от стабильности инвестиций, далек от равномерности в развитии, но как отставание, так и ускоренное развитие стран в значительной степени реализуется через использования собственных или внешних сбережений и через инвестиции, хотя разумеется, факторы институционального развития, научно-технического прогресса, культуры играют огромную роль (но это за пределами статьи).

2. Сбережения и накопление – структура и балансы.

Решения многих национальных проблем, которые видят ученые и политики применительно к национальным инвестициям и сбережениям, часто захватывают внешний мир как источник внешнего капитала для решения национальных проблем или место хранения своего капитала (средства ЦБ или средства пенсионных фондов). Но это мир чаще всего выглядит как средневековая европейская морская карта – несколько знакомых стран и огромный, не описанный еще океан. Работы 1990-2000 годов, информационная революция, рост мощностей по сбору и переработки данных на микроуровне постепенно создали возможности для частных банков опираться на сбережения всего мира, а не только стран своего происхождения или даже развитых стран. Мы полагаем, что уже видны возможности просчета вариантов развития человечества с учетом наличных сбережений и их использования на цели развития и решения глобальных проблем. Частично это уже видно в работах Международного Энергетического агентства в сфере энергетики (потребности в инвестициях на глобальном уровне), в расчетах, показывающих передвижку в Азию экономического роста, новой роли стран БРИКС и т.п.

В данном параграфе нам важно показать пределы того объема сбережений и, соответственно, капиталовложений, которые реально наблюдаемы в пределах наблюдаемой (статистически) мировой экономики. В каком-то смысле можно сказать, что речь идет о динамике «мирового фонда» накопления. Учитывая тот факт, что экономика быстро менялась в послевоенный период и особенно финансовая система, мы рассматриваем практически период после 1990 года, когда глобализация и информационная революция, знания науки об экономике достигли определенного уровня (зрелости). В нашем подходе, развитом в предыдущей работе, мы полагаем этот период относительно однородным (в том числе и по причинам отсутствия блока стран с плановой экономикой). Так что речь идет о трендах сбережений и накопления капитала в третьем стационарном режиме (1990-2008 гг.)¹⁴ и в кризисный период 2008-2010 гг. Методология работы в целом соответствует работам *Bosworth (1993)*¹⁵ и *Schmidt-Hebbel, Servén (1997)*¹⁶, описывающим тренды инвестиций и сбережений в первом и втором послевоенном стационарах – 1948-1973 и 1974-1990 годов.

На протяжении двух десятилетий мировой ВВП почти утроился – то же можно было бы сказать и о накоплении, если бы глобальный кризис 2008-2009 годов не привел к значительному сокращению капиталовложений. Таблица 1 показывает, насколько резко при этом изменилась структура ВВП и капиталовложений мира. Мы полагаем, что адекватный анализ – во всяком случае для целей данной работы – предполагает выделение двух гигантов мировой экономики из их соответствующих групп для ясности картины. Анализ сдвигов по ВВП приводится достаточно часто, а вот картина накопления требует большего внимания: доля ВВП развивающихся стран в 2010 году достигла 34,6%, а по накоплению – 44,7%. Видимо, пройдет еще несколько лет и накопление в развивающихся странах превысит объем развитых.

В той мере, в какой накопление влияет на экономический рост (во всяком случае в сфере инфраструктурных отраслей, промышленности, жилищного строительства). В развивающемся мире сколько-то современные активы чаще всего имеются в

¹⁴ О «стационарных режимах» послевоенной макроэкономической динамики и их выделении см.: Григорьев Л., Иващенко А. Теория цикла под ударом кризиса // Вопросы экономики. 2010. №10.

¹⁵ См.: *Bosworth B. Saving and Investment in a Global Economy. Brookings Institution Press. 1993.*

¹⁶ См.: *Schmidt-Hebbel K., Servén L. Saving Across the World. The World Bank. 1997.*

добывающей промышленности как прямые инвестиции западных ТНК. Именно для развивающихся стран с низким уровнем душевого ВВП и слабой физической инфраструктурой, слабой обрабатывающей промышленностью и постиндустриальными секторами высокая норма накопления (как и для России) является необходимостью данного этапа развития. Фактически сдвиг, как по теории, так и на практике, происходит в сторону увеличения нормы накопления. Однако в предложенной структуре преимущество развивающихся стран по капиталовложениям относится в общем только к Китаю. Норма накопления развивающихся стран без Китая в общем не так велика и не дает оснований ожидать выравнивания развития двух групп стран в короткие исторические сроки. Заметим, что низкая норма накопления в США, возможно, является примером более широкого влияния научно-технического прогресса на экономический рост (хотя теория так до конца и не справилась с выделением этого компонента эконометрически).

Таблица 1. Объем мирового ВВП и капиталовложений, доли основных стран и групп стран, 1990, 2008, 2010 гг.

	ВВП			Вложения в основной капитал			Отношение, % 2010
	1990	2008	2010	1990	2008	2010	
<i>Мир, трлн долл.</i>	22,2	61,5	63,5	5,0	14,1	13,7	21,7
в т. ч., % от мирового							
США	26,2	23,4	23,1	21,1	18,7	16,3	15,3 40,6 20,1 22,6
Китай	1,8	7,4	9,4	2,0	13,1	17,6	
Развитые без США	53,3	45,1	42,3	59,7	43,4	39,1	
Развивающиеся без Китая	18,7	24,1	25,2	17,2	24,7	27,1	

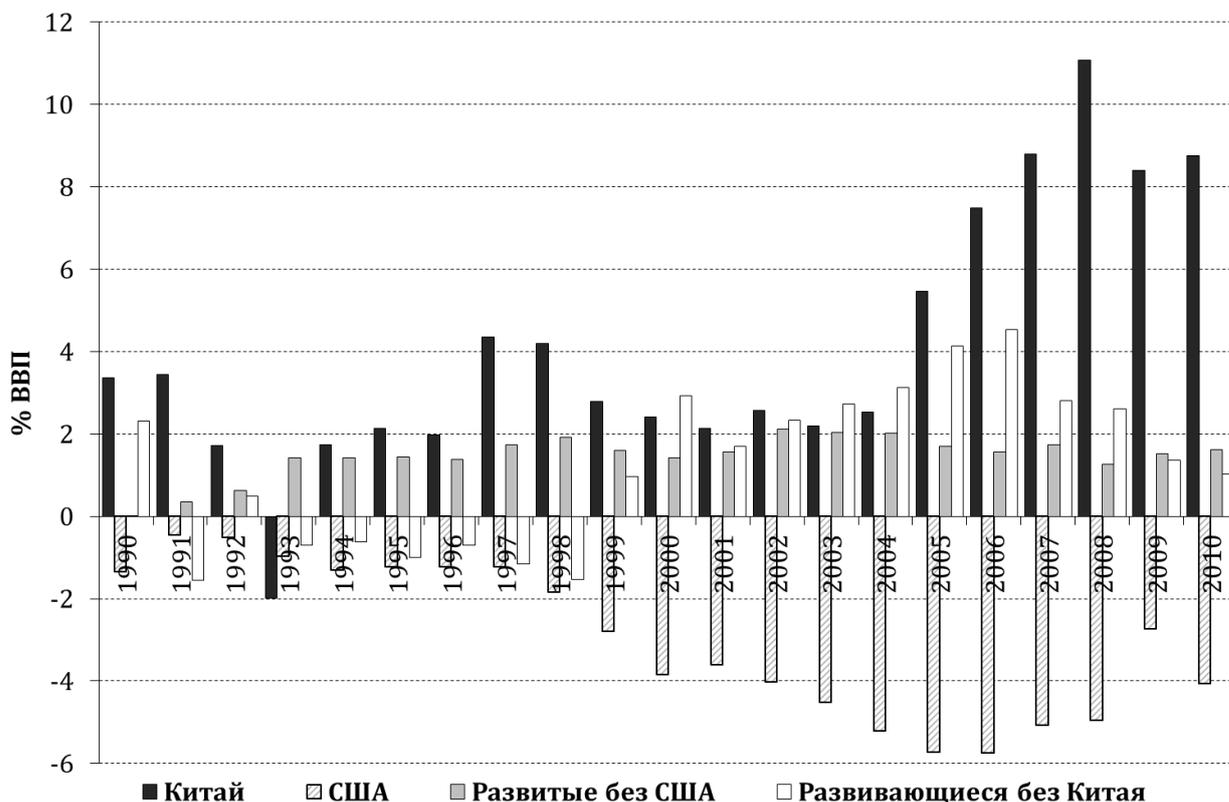
Источник: IMF, расчеты авторов

Динамика текущих платежных балансов отражает направление движения сбережений. В данном случае экспорт сбережений нефтеэкспортеров «утоплен» в сумме балансов развивающихся стран (график 1). С учетом некоторого несовершенства статистики становится ясным, что США в одиночку сумели противопоставить огромное отрицательным салдо своего баланса положительным балансам большей части мира. В первую очередь это выводит торгово-финансовые отношения США – Китай - двух экономических гигантов - в совершенно иную категорию парной взаимозависимости, нежели у остального мира. Практически, как мы знаем, в 2000-х годах США оказались в состоянии привлечь достаточно внешних сбережений для финансирования своего бюджетного дефицита и роста (порядка....% мирового ВВП)¹⁷. Так что неравномерность норм сбережений и накопления в предкризисную эпоху в известном смысле достигла уровня, при котором в энергетике речь шла бы о чрезмерной зависимости США от сбережений других стран и безопасности. Для большинства развивающихся стран речь по-прежнему идет о недостаточно высокой норме накопления, трудности мобилизации

¹⁷ См. Григорьев Л., Салихов М. Место и роль США в международной финансовой системе // США в поисках ответов на вызовы XXI века / Под ред. Кириченко Э.В., М.: ИМЭМО РАН, 2010.

внутренних ресурсов сбережений при низком уровне и развития и сложностях конкуренции с США за сбережения на финансовом рынке. Это же оставляет открытым готовность стран принимать прямой капитал и кредиты от нефтеэкспортеров и Китая для решения проблем национального развития.

График 1. Сальдо счета текущих операций платежного баланса по основным странам и группам стран, % ВВП, 1990-2010 (что +!???)



Источник: IMF, расчеты авторов

Таблицы 2 и 3 дают более полное представление ситуации с сбережениями и накоплением в мире в региональной разбивке. Развитые страны не смогли радикально увеличить свои сбережения, по уровню 2009-2010 годов они «отброшены» к 2005-2006 годам. За этот короткий период сбережения Китая выросли в 6 раз, прочие развивающиеся страны – в три с половиной раза. Россия и Бразилия практически учетверили свои годовые сбережения, обогнав (каждая) Великобританию. Страны БРИКС значительно превзошли по сбережениям Евросоюз – так что картина мира радикально изменилась не только за двадцать – даже за десять лет.

Несколько иначе выглядят результаты в сфере накопления. Преимущество страны БРИКС на ЕС уже не столь велико, Россия начинает уступать (в 2010 году заметно) Бразилии. Ну и США по-прежнему инвестируют на полтриллиона долларов больше, чем сберегают сами. Модель сложилась – развивающиеся страны зарабатывают своим экспортом средства в США (ОЭСР) и реинвестируют свои средства в большой мере обратно в развитые страны. Применительно к избыточной нефтяной ренте или доходам Китая это может выглядеть вполне разумным решением. Но для стран с

большой повесткой дня – как Россия – по модернизации это выглядит расточительством.

Таблица 2. Объем национальных сбережений отдельных стран и групп стран, трлн долл. США, 2001-2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Мир	6,9	7,1	8,0	9,4	10,4	11,8	13,7	15,1	13,0	14,9
<i>Развитые стр.</i>	5,2	5,2	5,9	6,7	7,0	7,5	8,4	8,4	7,1	7,5
США	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	1,9	1,7	1,7
Еврозона	1,4	1,6	1,9	2,2	2,3	2,5	2,9	3,1	2,5	2,5
Великобритания	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3
Япония	1,0	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,0	1,2
<i>Развивающиеся стр.</i>	1,7	1,8	2,2	2,8	3,4	4,3	5,3	6,6	5,9	7,4
Бразилия	0,09	0,09	0,10	0,14	0,17	0,21	0,27	0,36	0,28	0,42
Россия	0,10	0,11	0,14	0,19	0,25	0,33	0,44	0,56	0,30	0,42
Индия	0,11	0,13	0,16	0,21	0,26	0,30	0,39	0,39	0,39	0,50
Китай	0,51	0,59	0,71	0,88	1,1	1,4	1,8	2,3	2,6	3,2
Южная Африка	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,07
<i>Мемо:</i>										
БРИК	0,8	0,9	1,1	1,4	1,8	2,2	2,9	3,6	3,6	4,5
Евросоюз	1,8	2,0	2,4	2,8	2,9	3,2	3,8	4,0	3,1	3,2
ОЭСР	5,2	5,3	5,9	6,8	7,2	7,7	8,6	8,7	7,3	7,7

Источник: IMF, расчеты авторов

Таблица 3. Объем инвестиций в основной капитал мира, отдельных стран и групп стран, трлн долл. США, 2001-2010

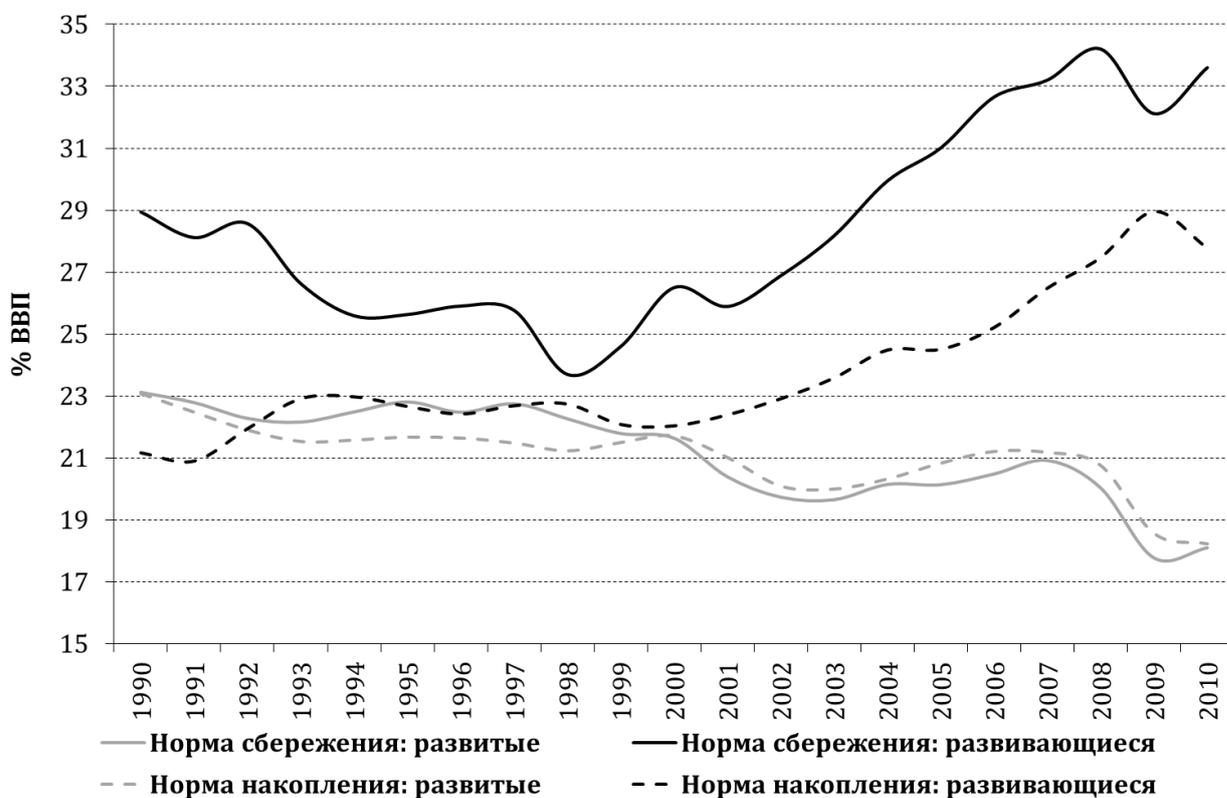
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Мир	6,8	6,9	7,8	9,0	9,9	11,1	12,7	14,1	12,7	13,7
<i>Развитые стр.</i>	5,3	5,3	6,0	6,7	7,2	7,7	8,5	8,7	7,4	7,6
США	2,0	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7	2,7	2,6	2,2	2,2
Еврозона	1,3	1,4	1,7	2,0	2,1	2,3	2,7	2,9	2,4	2,3
Великобритания	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3
Япония	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1
<i>Развивающиеся стр.</i>	1,5	1,6	1,8	2,3	2,7	3,3	4,2	5,3	5,3	6,1
Бразилия	0,09	0,08	0,08	0,11	0,14	0,18	0,24	0,31	0,26	0,38
Россия	0,06	0,06	0,08	0,11	0,14	0,18	0,27	0,37	0,26	0,31
Индия	0,11	0,12	0,15	0,21	0,26	0,30	0,39	0,42	0,42	0,51
Китай	0,46	0,53	0,65	0,79	0,91	1,1	1,4	1,8	2,3	2,4
Южная Африка	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05	0,06	0,06	0,06	0,07
<i>Мемо:</i>										
БРИК	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	1,8	2,3	2,9	3,2	3,6
Евросоюз	1,7	1,8	2,2	2,6	2,8	3,1	3,6	3,8	3,1	3,0
ОЭСР	5,4	5,4	6,1	6,9	7,5	8,0	8,8	9,1	7,7	7,8

Источник: IMF, расчеты авторов

График 2. Показывает примерно ту же реальность, что и таблицы 2-3, но не в абсолютных, а в относительных величинах – к своему ВВП. Здесь ситуация становится еще нагляднее, поскольку сразу видны и длительные тенденции. Если в 1990-х годах норма сбережения развивающихся стран снижалась и значительно с 29 до 24%, то перелом приходится именно на 2000-е годы. Именно в этот период при падающей норме сбережений развитые страны начинают жить (точнее инвестировать) отчасти на сбережения развивающихся стран. Это новое явление

(если не считать колониальную эпоху) – страны с огромными потребностями в модернизации экспортируют капитал. Разумеется, в рамках такой схемы появляется существенный экспорт капитала внутри группы развивающихся стран – мобильность возрастает и здесь.

График 2. Норма сбережения и норма накопления развитых и развивающихся стран, % ВВП, 1990-2010



Источник: IMF, расчеты авторов

Проблема глобального избытка сбережений активно дебатировалась в научном сообществе в последние 5-6 лет. Основой для дискуссии послужило одно из выступлений главы ФРС Бена Бернанке в 2005 году¹⁸, после которого термин GSG (Global Saving Glut) вошел в обиход экономистов. «Избыток сбережений» – это некоторое видение картины макроэкономистом, перед которым возникла внезапно картина резкого изменения положения стран в отношении платежных балансов. Если до 2000-х годов в развивающемся мире только страны ОПЕК и Китай в общем имели положительное сальдо. Но в первом случае были большие колебания в зависимости от цен на нефть – только с 2005 года суммарные доходы превысили 600 миллиардов долларов в год. Именно в 2000-х годах (см. график 2) избыточные сбережения Китая, нефтяных экспортеров пришли на финансовые рынки развитых стран, снизили процентные ставки и способствовали подъему в ОЭСР. Правда, одновременно это привело к снижению надежности финансовой системы, в

¹⁸ Исходную постановку проблемы см. в: *Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Sandridge Lecture at Virginia Association of Economics. 2005.* Анализ проблем глобального избытка сбережений в разрезе инвестиционных инструментов проведен в: *Bernanke B., Bertaut C., DeMarco L.P., Camin S. International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007 // International Finance Discussion Papers. 2011*

частности к сложной ситуации с жилищными закладными в США, ставшими причиной глубины финансового кризиса в стране и в мире. С точки зрения развития чрезвычайно сложно вести долгосрочное планирование капиталовложений компаниям и государственным органам в странах, чей экспорт и доходы слишком сильно зависят от колебаний экспортных цен (на нефть). Китай демонстрирует противоположный случай (с учетом планового типа хозяйства)- устойчивость роста промышленности, внутреннего потребления и экспорта, позволяет поддерживать высокую норму накопления.

Развитие мировой экономики в 1990-2008 годах базировалось на огромных сбережениях целого ряда стран. Ускоренное развитие Китая обеспечивалось высокими сбережениями, но также и накоплением ликвидных резервов. Наконец этот избыток позволяет Китаю проводить политику широкого инвестирования и кредитования других стран, в частности в рамках явной политики закрепления частичного контроля над источниками сырья для роста. «Глат» сбережений середины 2000х годов – явление временное и относительное. Одним из его проявлений было появление «Суверенных фондов» развивающихся стран, которые повернули избыток сбережений на закупку портфельных (и не только) пакетов акций в развитых странах. Было бы естественным увидеть постепенное увеличение нормы накопления вслед за избытком финансовым ресурсом, но этого не произошло в частности по институциональным соображениям – многие страны с избытком доходов не могут (Россия) или не хотят (Норвегия) реинвестировать свои нефтяные доходы на своей территории.

Тенденции наращивания сбережений и накопления в части стран, увеличения их неравномерности между Китаем, некоторыми другими странами создали картину мира перед кризисом, но уже обеспечили огромные изменения. И для долгосрочного анализа – скажем на 2050 год - необходимо рассматривать ключевую роль сбережений и капиталовложений в развитом (вложения в экологию, технологии и производительность труда) мире, равно как и развивающемся мире (инфраструктура, промышленность).

3. Кризис и сбережения.

Мировой кризис вызывает резкое замедление роста или падение экономической активности и ВВП. Кризисное сокращение производства обычно (исторически) концентрируется в промышленности и транспорте. Наибольшее сокращение происходит в спросе на капиталовложения и в спросе на товары длительного пользования и жилье – сферы вложений (расходования сбережений) семей. Снижение прибылей крупных компаний, снижение налоговых поступлений государств, безработица и падение доходов семей неизбежно вызывает сокращение сбережений стран, затронутых кризисом – в данном случае стран ОЭСР. Естественно те крупные развивающиеся страны, Китай, Индия, затем Бразилия, сумев выйти из кризиса с меньшими потерями и быстрее, сохранили уровень сбережений.

Финансовый сектор, сжавшись в условиях глобального шока нарушил (особенно в конце 2008 – 2009 года) переток средств из развитых в развивающиеся по каналам финансового рынка. Так что теория цикла вынуждена все больше внимания уделять финансовому сектору¹⁹. На графике 3 мы видим не только падение потоков в период кризиса, но и существенное изменение его структуры. Если до кризиса поток облигационных займов шел к частным заемщикам – теперь он идет к суверенным заемщикам в силу бюджетных кризисов, сопровождающих не только кризис, но и период восстановления роста. Сжатие мирового банковского сектора (списавшего порядка трех триллионов долларов) оказало депрессивное воздействие на процессы финансирования в условиях подъема, оживив проектное финансирование, государственное участие, другие способы сокращения и разделения рисков.

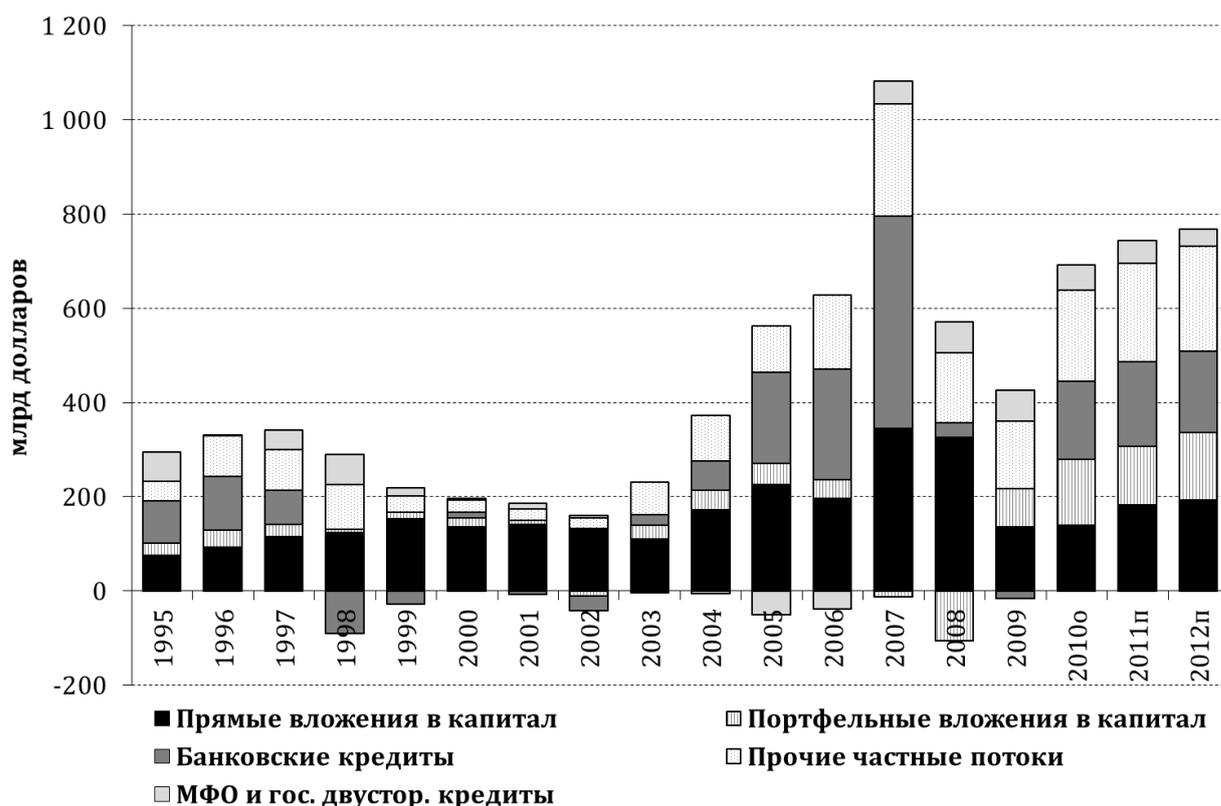
Нам важнее то, что дисбалансы международных финансовых потоков, независимо от того, возникают ли они как результат финансирования торговых дисбалансов, или же вследствие накопления избыточных сбережений, способны генерировать или способствовать развитию локальных и глобальных кризисы.²⁰

Экономический кризис, сокращая спрос на долгосрочное инвестиционное финансирование, высвобождает сбережения, снижает цену кредита и должен способствовать новому подъему. Эта (классическая) логика делового цикла прошлых веков в общем сложилась на базе одной или нескольких стран, стран развитого рынка двадцатого века. Вопрос состоит в том, как эта логика действует в условиях, в которых мы имеем дело не с группой промышленно-развитых стран с гибкой банковской системой, а с глобальной экономикой, в которой часть стран страдают от нехватки инвестиций, часть их экспортирует даже в условиях кризиса, наконец, США импортируют сбережения. Изменил ли кризис мировую ситуацию? В целом экспозиция после кризиса сохраняет свои основные черты.

¹⁹ См.: Григорьев Л., Иващенко А. Теория цикла под ударом кризиса // Вопросы экономики. 2010. №10.

²⁰ Подробный обзор подходов к анализу влияния потоков капитала на кризисные эпизоды см., например, в: Eichengreen B. Capital Flows and Crises. The MIT Press. 2003.

График 3. Чистый приток капитала в развивающиеся страны, млрд долл. США, 1995-2012 (п)²¹



Источник: *Institute of International Finance*

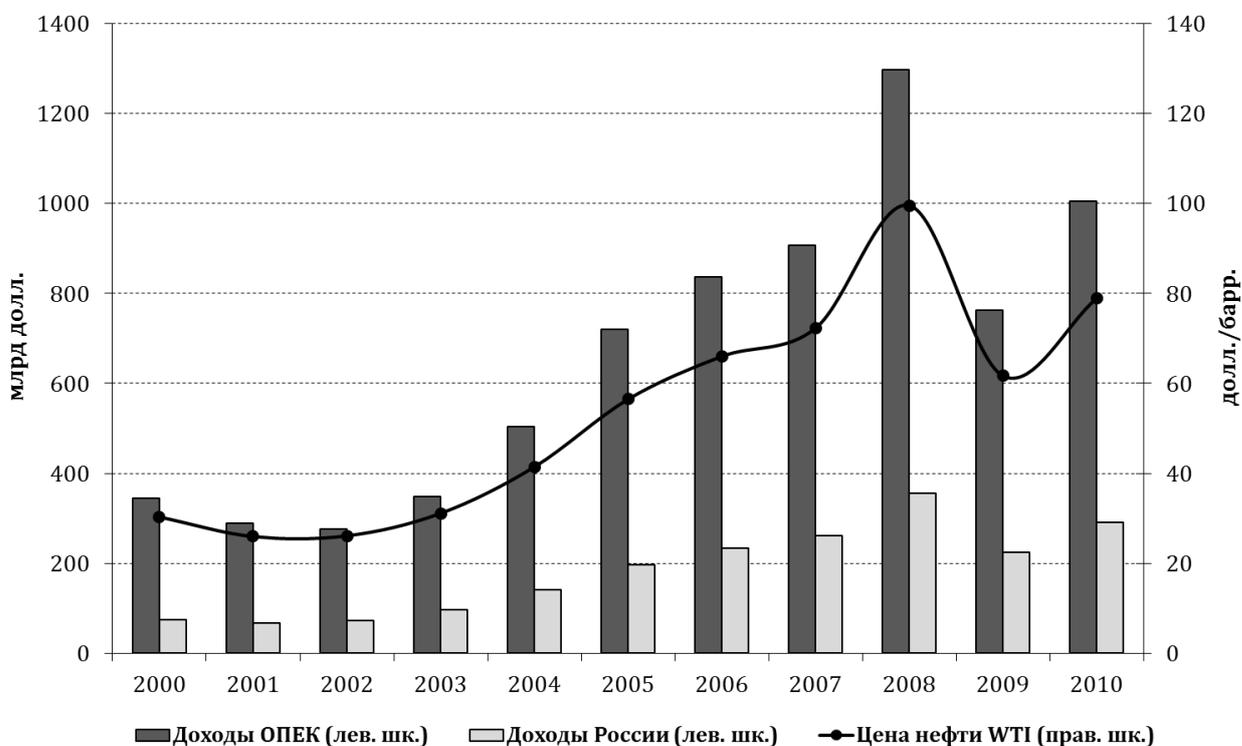
На стороне предложения мировых сбережений на выходе из кризиса в 2010 году ситуация стабилизировалась – страны ОПЕК с помощью картельной стабилизации цен удержали доходы на уровне триллиона долларов. В 2011 году ожидается увеличение их доходов выше уровня 2008 года. В первом полугодии 2011 г. цены на нефть остаются в среднем выше предкризисного периода (см. график 4) за счет социально-политического кризиса в Северной Африке и аварии на Фукусиме. Если ничего драматического не произойдет в ближайшие годы, цена на энергоносители останутся достаточно высокими вплоть до перелома мирового энергопотребления в пользу возобновляемых источников энергии. Китай продолжает экспортировать после сбоя в роста в начале мирового кризиса. Мы полагаем, что финансовая система мира вслед за спросом будет адаптироваться к потребностям нового стационарного режима примерно на поколение, как и в прошлом. Каков будет это режим и как в нем поведут инвестиции, цены – предмет отдельного анализа. Но на старте мы видим схожие источники предложения сбережений.

На стороне спроса ситуация пока более неопределенная.. Разница с 2005-2008 годами остается огромной – страны ОЭСР в целом еще не вышли из кризиса, инвестиционный спрос в мире проходит перестройку, характерную для системных экономических кризисов. Промышленное производства в ОЭСР, видимо, выйдет на предкризисный уровень середины 2008 г. к началу 2012 – три с половиной года

²¹ Оценка Института Международных Финансов не соответствует методологии платежного баланса, но является единственным источником данных такого рода.

потери. Долговые проблемы ряда европейских стран остаются тормозом и риском для финансовой системы. Тот факт, что заимствования идут во многом не на инвестиционные проекты, а на поддержание государственных финансов затрудняет подъем.

График 4. Доходы ОПЕК и РФ от экспорта нефти, млрд долл. США, цена на нефть WTI, долл. за баррель, 2000-2010

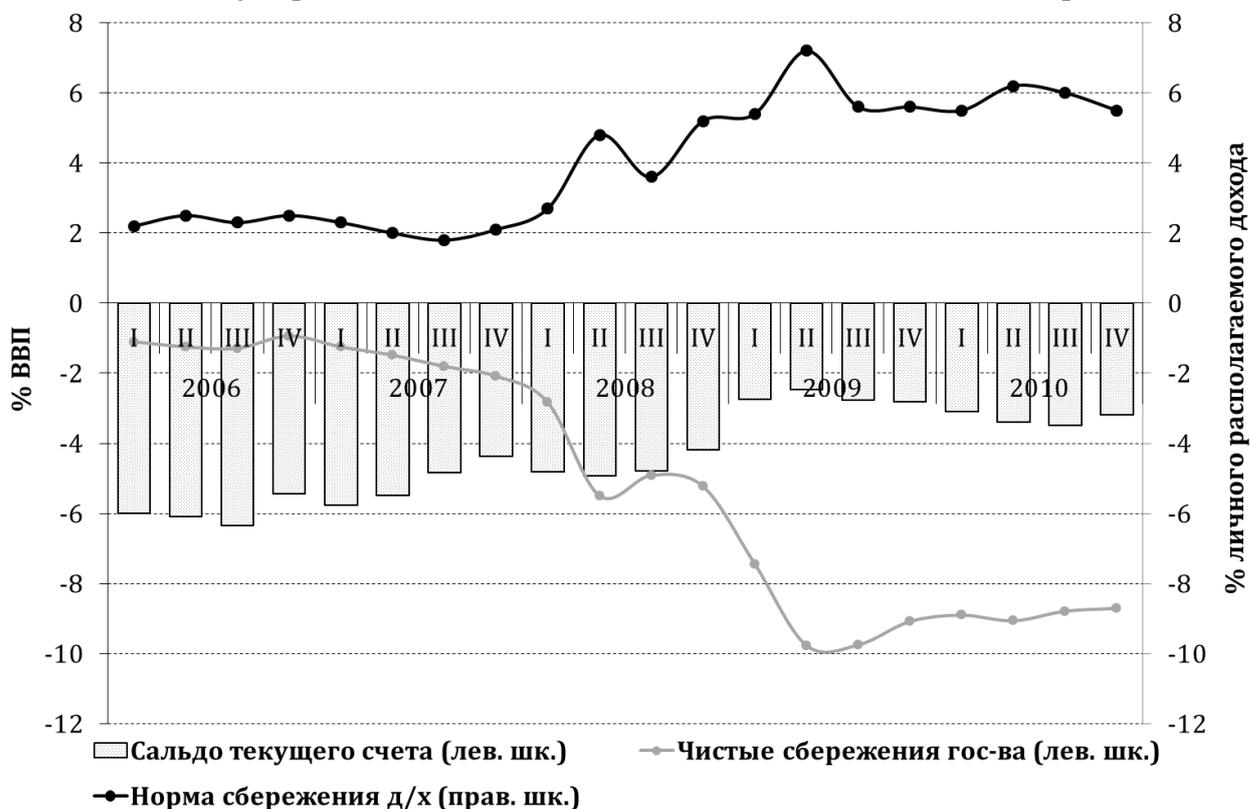


Источник: ОПЕК, ФСГС РФ, расчеты авторов

Намного сложнее ситуация в США, в которой кризис затронул банковскую систему более глубоко. Сокращение потребления домохозяйств (жилье и товары длительного пользования) вернуло норму сбережения семей с невероятно низкого уровня в 2% ВВП к **6% - то есть уровню 1990-х годов**. Для наших целей это означает возможность американского правительства значительно большую долю своего дефицита покрывать за счет внутренних источников сбережений и по сравнительно низкой стоимости обслуживания. На Схеме 1 это выражалось бы (статистики 2010 года еще нет) в увеличении вклада семей в финансовую систему. Некоторое перераспределение прироста долговой нагрузки в США с внешних на внутренние источники сбережений можно видеть на графике 5. Отрицательно сальдо платежного баланса сократилось с докризисного уровня 6% до 3% ВВП. Это произошло при увеличении государственного дефицита с 1-2 до 9% и могло бы при прежнем режиме внутренних сбережений привести к огромному импорту сбережений, роста их стоимости. Так что мы наблюдаем одновременно рост спроса американского государства на сбережения для покрытия дефицита при сжатом личном потреблении домохозяйств и высокой норме сбережений. Эта ситуация

остаётся достаточно стабильной более двух лет – в условиях фазы восстановления. Но это ещё не подъём, и вопрос о типе характера подъёма во многом зависит от поведения американских семей в потреблении и долговых заимствованиях.

График 5. Сальдо счета текущих операций, сбережения домохозяйств и государства, США, 1 кв. 2006 – 4 кв. 2010 в годовом измерении



Источник: Federal Reserve, расчеты авторов

Экономика мира остаётся ещё в фазе восстановления и мы видим сочетание знакомых тенденций в движении сбережений и эффектов кризиса. Медленно складывается сложная картина нового подъёма. Угроза возврата к ситуации, в которой сбережения Китая и нескольких нефтеэкспортеров будут питать финансовую систему, вкладывая недостающие средства, стоит вполне серьезно. Кризис ещё не создал новой системы финансирования развития, роста инвестиций в странах с низким душевым ВВП или потребностями в модернизации. Пока удалось только профинансировать дефициты и рискованные долги на фоне сокращения капиталовложений в ОЭСР. Разница в темпах роста и характере финансирования развитых и развивающихся стран, Китая и США останутся в центре проблем следующего стационарного режима или во всяком случае на его старте пяти-семи лет.

