

*Л. ГРИГОРЬЕВ,
кандидат экономических наук,
профессор НИУ ВШЭ,
замгенерального директора
Российского энергетического агентства (РЭА),*

*А. ИВАЩЕНКО,
аспирант МГУ имени М. В. Ломоносова,
начальник отдела РЭА*

МИРОВЫЕ ДИСБАЛАНСЫ СБЕРЕЖЕНИЙ И ИНВЕСТИЦИЙ

Данная работа преследует несколько целей. Во-первых, мы охарактеризуем теоретические основания процессов сбережений агентами в одних странах и инвестиций в тех же или иных странах. Во-вторых, выявим структуру потоков капитала между основными экономическими агентами. В-третьих, проанализируем глобальный дисбаланс сбережений с точки зрения экономического роста и решения глобальных проблем. В-четвертых, покажем соотношение объемов сбережений и капиталовложений в условиях подъема с начала 2000-х годов и последовавшего глобального кризиса. В-пятых, рассмотрим значение этих потоков и балансов для вложений в развитие, в том числе сформулируем проблему дисбалансов, обуславливающих возникновение кризисов. В статье не затрагиваются процессы передачи сбережений с помощью финансовых институтов и проблемы финансовой архитектуры современной мировой экономики.

Теоретические основы анализа

Для полноценного анализа многочисленных проблем мировой экономики необходимо осмыслить ключевой аспект развития — накопление капитала, причем в глобальных масштабах. Капиталовложения выступают связующим звеном между современной экономикой, с ее проблемами, решениями экономических агентов, и будущей экономикой, с ее ресурсами и возможностями. Разумеется, в каждом отдельном случае решение об инвестициях принимают домохозяйства, фирмы, государственные органы, финансируя капиталовложения из семейных сбережений, прибыли фирм, налоговых доходов правительства.

В целом объем глобальных капиталовложений должен соответствовать величине сбережений, перераспределенных финансовой системой от других агентов и даже других стран. Суммарный объем мировых капиталовложений составляет примерно 14 трлн долл., или около 21,5% мирового ВВП. Преобладающая их часть проходит через финансовую систему. Чем более развиты рынки, тем (в общем случае) выше степень интермедиации (посредничества), сильнее зависимость уровня и сроков капиталовложений от доступности, длительности и стоимости финансовых ресурсов.

Этим вопросам посвящена огромная литература, но и в самих мировых процессах перераспределения сбережений, и в осмыслении итоговых результатов глобального накопления реальных активов остается много неясного. Какие страны сберегают, за счет каких экономических агентов, почему не используют свои сбережения, а экспортируют их в страны, абсорбирующие чужие сбережения, — это стартовые вопросы анализа. Разумеется, можно найти общий ответ на них в рамках макроэкономических теорий. Но здесь надо учитывать реалии нашего мира, временные ограничения перетока ресурсов, факторы накопленного капитала, государственной политики, институциональных особенностей стран и их способностей сберегать и инвестировать.

Принципиально важный исходный момент для анализа этой проблемы — различие мотивов для сбережений агентов на микроуровне (домохозяйств, фирм, других агентов) и инвестирования на всех уровнях. Столетиями сбережения перемещались между экономикami: сначала тамплиерами, затем — итальянскими банкирами в Средние века, потом — английскими и голландскими банкирами, позднее сформировалась современная финансовая система. За это время произошли сотни финансовых паник и многие тысячи банкротств, что показывает рискованность процесса сбережения для тех, кто надеется на высокий или длительно устойчивый процент¹. Но по-прежнему пенсионные фонды ищут варианты долгосрочных надежных вложений, рисковый капитал мечется по миру в надежде получить высокий доход и успеть уйти из страны (фонда, банка и т. д.) до девальвации, дефолта или просто кризиса. В этих условиях лишь внутренние инвестиции стран и прямые иностранные инвестиции (ПИИ) обеспечивают вложения в развитие.

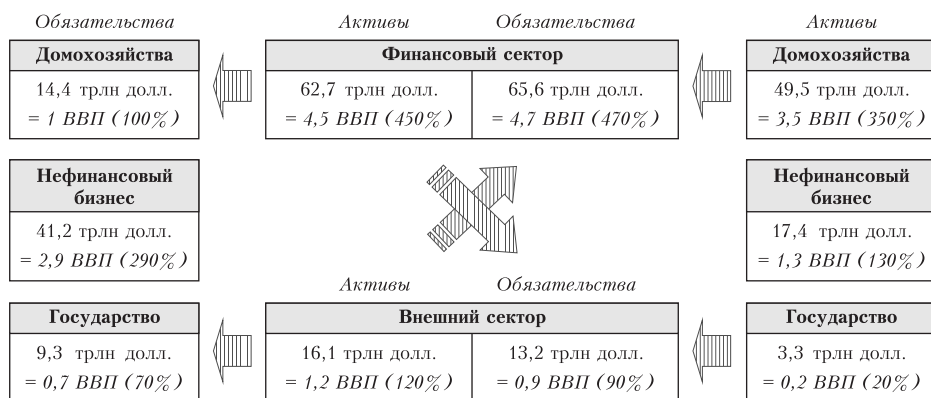
Построить баланс страны по сбережениям и инвестициям можно в рамках концепции «движение капиталов» (flow of funds), которая позволяет понять, как сберегают различные секторы экономики. На рисунке 1 представлен реальный баланс внутренних сбережений США за 2007 (предкризисный) год. Для целей данной работы нас интересует то, что обычно называют «стилизованными фактами», — совокупность статистической информации, дающая достоверное представление о реальном объекте исследования. Огромные заимствования американского нефинансового бизнеса и государства у финансового сектора обеспечены сбережениями населения и иностранными сбережениями.

¹ Об истории развития финансовой системы и истории финансовых кризисов см.: *Kindleberger C. P., Aliber R. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. L.: Palgrave Macmillan, 2005.*

Речь идет уже не о едином внешнем балансе «США визави остальной мир», а о сложной картине движения потоков средств через весь мир².

В 2007 г. объем американской финансовой системы достигал 62–65 трлн долл. Страна вложила триллионы долларов за границей, прежде всего в форме ПИИ, и получила еще больше (особенно в форме облигаций)³. Перетоки доходов для США сопоставимы, но тема доходности ранее вывезенных сбережений носит самостоятельный характер. Обычно о ней говорят при дефолтах по внешнему долгу или угрозе его реструктуризации, когда заемщик, набрав (как сейчас Греция) слишком много займов по сравнению со своими возможностями обслуживать внешний долг, создает угрозу дефолта. В данной работе мы не затрагиваем важный вопрос балансов инвестиционных позиций развитых и развивающихся стран, хотя 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.

**Финансовый баланс секторов экономики США (flow of funds),
накопленный итог, 2007 г. (трлн долл. и % ВВП)**



Источники: Federal Reserve, расчеты авторов.

Рис. 1

Теоретический анализ движения сбережений на агрегированном уровне (страны) требует перехода к межстрановой динамике. Изучение процессов формирования сбережений и накопления основного капитала в разрезе развитых и развивающихся стран предполагает совместный анализ их общих макроэкономических счетов и платежных балансов. Нельзя оценивать накопление резервов как рациональную стратегию для развивающихся стран, оставаясь исключительно в рамках статистики платежного баланса. Избыточные резервы могут не только служить источником внутривострановых дисбалансов формирования сбережений и накопления основного капитала, но и приводить к серьезным экономическим проблемам в международном контексте.

² Аналогичные схемы можно построить для любой страны, связывая в огромной глобальной матрице движение потоков сбережений, в том числе по инструментам. Такой исследовательский проект труден, поскольку обычно отсутствует должная статистическая база (в частности, для России), но в будущем вполне вероятен.

³ 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. Э.В. Кириченко. М.: ИМЭМО РАН, 2010.

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

$$S_{\text{нац}} - I = CAB.$$

При этом платежный баланс в целом выполняется при:

$$CAB + FI + RES = 0,$$

где: FI — баланс счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (далее — финансовый счет); RES — изменение резервов за период⁴.

Комбинируя эти два балансовых соотношения, получим ключевое для нашего анализа равенство:

$$S_{\text{нац}} + FI = I + (-RES).$$

Раскладывая национальные сбережения на частные и государственные, получим более детальное соотношение⁵:

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

Последнее балансовое соотношение 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 между располагаемым доходом и конечным частным потреблением) и чистом притоке капитала из-за рубежа все эти ресурсы используются для финансирования дефицита бюджета, накопления основного капитала и резервов.

При плавающем валютном курсе и абсолютной мобильности капитала изменение резервов происходит исключительно как балансирующее статистические ошибки и пропуски (то есть это небольшая величина). Но абсолютная мобильность капитала и в меньшей степени свободно плавающий валютный курс — теоретические абстракции, на практике далеко не всегда достижимые, особенно в развивающихся странах. При существенном профиците счета текущих операций, но при не абсолютно свободном движении капитала или валютного курса, в стране возникают условия, при которых накопление резервов становится устойчивым процессом и, с определенной точки зрения, рациональным решением с учетом целей макроэкономической политики государства. Рациональными основаниями для накопления страной ликвидных резервов могут быть: обеспечение внешнеторговой безопасности; формирование «подушки безопасности» на случай возникновения проблем с выплатой госдолга и привлечением внешнего финансирования; потребность балансировать валютный рынок и управлять курсом национальной валюты (в стране с не свободно плавающим курсом).

Разумеется, с точки зрения создания основ долгосрочного экономического роста накапливать основной капитал в стране важнее, чем

⁴ Здесь и далее знаки всех потоков отвечают стандартному представлению платежных балансов в методологии МВФ: чистому притоку капитала в страну соответствует *положительное* значение FI , накоплению резервов — *отрицательное* значение RES .

⁵ Положительный знак выражения $(-RES)$ указывает на *рост* резервов.

формировать ликвидные резервы. Это особенно актуально в отношении развивающихся стран, где низкий уровень капиталовооруженности труда. Но с учетом нестабильности цен на экспортные товары и сложностей при внешних заимствованиях необходимость накапливать резервы для большинства развивающихся стран часто более насущная.

При заданном объеме национальных сбережений типичная развивающаяся страна условно «распределяет» имеющиеся ресурсы между внутренними инвестициями, экспортом капитала и накоплением резервов (последнее, по сути, — внешнее финансовое вложение под управлением органа национальных денежных властей). Подобное «распределение», конечно, теоретическая абстракция, потому что решения об объемах сбережений и инвестиций принимают различные агенты с разными целевыми функциями, но она адекватно отражает проблему финансирования роста в развивающихся странах. Соответственно в странах — экспортерах капитала вопросы направления, целей и форм его вывоза решают схожим образом экономические агенты различных секторов, которые ищут оптимальные параметры максимизации дохода от размещения активов при приемлемых рисках. Насколько страна может реально использовать свои или чужие сбережения для развития, часто зависит от конъюнктуры финансовых рынков.

Важный теоретический вопрос состоит в том, чем обусловлены разные нормы сбережения и накопления в различных странах и их группах. Соотношение этих норм показывает, какие страны выступают нетто-кредиторами, а какие — нетто-заемщиками, и каков объем экспортируемых или импортируемых сбережений.

В учебниках по макроэкономике детерминанты уровней сбережения и инвестиций определяются достаточно просто: на сбережения в первую очередь влияют текущие и накопленные доходы, в меньшей степени — уровень процентных ставок; объем инвестиций зависит от стоимости заемного капитала и совокупного уровня дохода. Следуя подобной логике, при некоторых простых предпосылках можно построить предположения о соотношении норм сбережения в развитых и развивающихся странах (см. вставку). Для последних при прочих равных условиях норма сбережения должна быть выше. Таким образом, при абсолютной мобильности капитала требуемая норма накопления покрывается внутренней нормой сбережения и неограниченным импортом капитала. При прочих равных условиях развивающиеся страны выступают нетто-кредиторами, а развитые — нетто-заемщиками. Видимо, не бывает *теоретического* избытка сбережений в стране — обычно каждая страна имеет достаточно проблем и объектов для инвестирования. Если экономические агенты не инвестируют по институциональным причинам, то избыток уходит за рубеж. Это называется «плохой инвестиционный климат».

Положение об абсолютной «автономности» сберегательных и инвестиционных решений еще 30 лет назад подвергалось серьезной критике, в частности М. Фельдштайн и Ч. Хориока указывали на высокую корреляцию норм сбережения и накопления⁶. Действительно, «автоном-

⁶ Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital Flows // The Economic Journal. 1980. Vol. 90, No 358. P. 314—329.

В с т а в к а

Простая функциональная форма нормы частных сбережений

Детерминанты уровня национальных сбережений страны совпадают с детерминантами уровня потребления, для большинства отличается направление влияния. Рассмотрим вопрос на примере частных сбережений — разницы между располагаемым доходом (Y_d) и конечным частным потреблением (C), что в самом 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 положительная, а от ставки процента — отрицательная*. Тогда с учетом традиционных представлений о значении предельной склонности к потреблению получаем (верхние индексы отражают знак зависимости):

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

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

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

Коэффициенты α , β и γ положительные. Соответственно при подобных простых предположениях получаем, что более низкая норма частных сбережений будет характерна для стран с относительно большим накопленным богатством и относительно низким уровнем процентных ставок. Таким образом, домохозяйства развитых стран при прочих равных условиях будут сберегать меньшую долю располагаемого дохода, чем развивающиеся. Учитывая, что государственные сбережения развитых стран скорее отрицательные (бюджет дефицитен), можно распространить последний вывод на национальные сбережения.

Отметим, что при данной логике в развивающихся странах отсутствует потребность в высокой норме накопления как источнике финансирования развития. Другими словами, в теории более высокая норма сбережения не связана с необходимостью иметь высокий уровень реального накопления.

* Современные теории потребления заметно шире рассматриваемой простейшей постановки, но основополагающие моменты они не опровергают. Обзор базовых идей, используемых при эконометрическом построении современных функций потребления, см. в: Deaton A. Understanding Consumption. Oxford: Clarendon Press, 1992.

ность» инвестиционного решения в условиях не абсолютной мобильности капитала не достижима: норма сбережения выступает естественным ресурсным ограничением для инвестиций в странах, не способных занять необходимые средства для покрытия своих инвестиционных потребностей. Научная дискуссия вокруг этой статьи постепенно затухала по мере снятия ограничений на трансграничные потоки капитала и финансовой интеграции в 1990—2000-е годы. Корреляция норм сбережения и накопления снизилась⁷, и идея об относительной «автономности» решений о сбережениях и инвестициях сейчас серьезно не критикуется.

⁷ Giannone D., Lenza M. The Feldstein—Horioka Fact // ECB Working Paper Series. 2008. No 873.

Современные эконометрические исследования указывают, что влияние одних и тех же детерминантов на *динамику* нормы сбережения в развитых и развивающихся странах несколько различается⁸. Исходным пунктом таких исследований обычно выступают значительные различия в «рисунке» норм сбережения во времени между странами, как по группам, так и индивидуально. В частности, авторы наиболее полного и детального исследования середины 1990-х годов, посвященного данной проблеме, пришли к выводу, что взаимодействие сбережений, накопления и экономического роста сложное и неоднозначное. Выявить жесткую причинную зависимость между этими тремя факторами эконометрическими методами не удалось. Для нашего исследования важен вывод, что высокая корреляция инвестиций и сбережений связана с низкой мобильностью капитала и политикой стран по предотвращению больших дефицитов текущих внешних балансов и другими общими факторами⁹.

В одном из последних докризисных исследований, выполненном МВФ¹⁰, указано, что 1-процентный прирост ВВП на душу населения в среднем увеличивал национальную норму сбережения на 1 п. п. в развитых странах и на 0,5 п. п. — в развивающихся (за 1972–2004 гг.). При этом в развивающихся странах существенно большее влияние на норму сбережения оказывал рост коммерческого кредитования. При приросте отношения объема кредитов к ВВП на 10 п. п. национальная норма сбережения снижалась на 0,5 п. п. в развитых и на 0,9 п. п. — в развивающихся странах. Этот несколько неожиданный результат означает, что при углублении финансовой системы и повышении мобильности капитала собственные бюджетные ограничения снимаются, и кредит позитивно воздействует на развитие. Кроме того, наблюдается ожидаемое положительное влияние фискальной консолидации (сокращение дефицита/рост профицита бюджета) на норму национального сбережения, причем большее — в развивающихся странах.

Отдельная важная проблема — норма сбережения домохозяйств, которая широко варьирует по странам и часто зависит от особенностей страны и ее культуры. Например, норма личного сбережения в Японии традиционно составляет 9–10%, а в Германии и Франции — 14–16%. Еще одна проблема — фактическое распределение источников сбережений в стране между населением, бизнесом и государством. Соответствующая картина, представленная выше для США, аналогична для других развитых стран по схеме, но не по 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 значительной в период высоких темпов роста мировой экономики в 2000-е годы. Макроэкономические исследования не уделяют должного внимания балансу сбережений и инвестиций в разрезе различных институциональных секторов.

Было также выявлено определенное различие в интенсивности влияния одних и тех же факторов динамики нормы накопления в развитых и развивающихся странах. Большая доступность кредита и меньшая стоимость заимствования увеличивали норму сбережения как в развитых, так и в развивающихся странах, что в целом согласуется с общими теоретическими представлениями о факторах спроса

⁸ Общее представление о теоретическом моделировании процесса сбережения (как остатка от располагаемого дохода после потребления) можно получить в: *Deaton A. Op. cit.*

⁹ См.: *Schmidt-Hebbel K., Servén L., Solitano A. Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies // The World Bank Research Observer. 1996. Vol. 11, No 1. 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, No 3. P. 393–414.*

¹⁰ См.: *World Economic Outlook. 2005. Ch. 2. P. 98–106.*

на инвестиции. В последнее время активно изучают роль институциональных факторов динамики нормы накопления в развивающихся странах¹¹, однако обнаруженные в эмпирических исследованиях влияния не очень устойчивы.

Итак, источниками инвестиционных ресурсов страны выступают частные сбережения (домохозяйства 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 расходуют прежде всего на накопление основного капитала, решение об объемах которого принимают исходя из размеров и темпов роста доходов, уровня процентных ставок и необходимости инвестировать в развитие.

Инвестиционные решения экономических агентов (компаний, пенсионных фондов, банков, индивидов) в странах, способных относительно свободно экспортировать или импортировать капитал, не ограничены объемом доступных внутренних ресурсов. При этом развитые и развивающиеся страны имеют разные характеристики процессов сбережения и накопления — как уровня норм, так и их динамики. В результате неравномерности развития дисбалансы в мировой финансовой системе увеличиваются, что приводит к избытку или недостатку сбережений относительно внутренних потребностей стран для решения своих проблем. Колебания цен на товары, циклические колебания экономической активности, перемещения потоков частного портфельного капитала отражаются на внутренних инвестиционных решениях. Как отставание, так и ускорение развития стран в значительной степени связаны с использованием собственных или внешних сбережений и инвестиций, хотя, разумеется, факторы институционального развития, научно-технического прогресса, культуры также играют большую роль.

Сбережения и накопление: структура и балансы

Решения многих проблем в области национальных инвестиций и сбережений часто затрагивают внешний мир как источник ресурсов или место хранения капитала (средства ЦБ или пенсионных фондов). Ускорение процессов глобализации в 1990—2000-е годы, информационная революция, рост мощностей по сбору и переработке данных на микроуровне постепенно создали условия, когда частные банки могут опираться на сбережения всего мира, а не только стран своего происхождения или даже развитых стран. Уже появились возможности рассчитывать варианты развития человечества с учетом наличных сбережений и их использования для решения глобальных проблем. Частично это проявляется в работах Международного энергетического агентства (потребности в инвестициях на глобальном уровне), в расчетах, показывающих перемещение источников экономического роста в Азию, в новой роли стран БРИКС и т. п.

¹¹ См., например: *Dang V. Institutional Determinants of Investments in Transition Economies // Brunel University WP Series. 2009. No 09-33.*

Нам важно показать пределы того объема сбережений и соответственно капиталовложений, которые можно реально наблюдать в рамках статистически изучаемой мировой экономики. В каком-то смысле речь идет о динамике «мирового фонда» накопления. Учитывая быстрые изменения экономики и особенно финансовой системы после Второй мировой войны, мы рассматриваем период после 1990 г., 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 по причине отсутствия блока стран с плановой экономикой). Поэтому мы исследуем тренды сбережений и накопления капитала в третьем стационарном режиме (1990—2008 гг.)¹² и в кризисный период 2008—2010 гг. Методология работы в целом соответствует работам других авторов¹³, где изучаются тренды инвестиций и сбережений в первом и втором послевоенном стационарах — 1948—1973 и 1974—1990 гг.

На протяжении двух десятилетий мировой ВВП почти утроился — это можно было бы сказать и о накоплении, если бы глобальный кризис не привел к значительному сокращению капиталовложений. В таблице 1 показано, насколько резко при этом изменилась структура ВВП и капиталовложений мира. Отметим, что доля ВВП развивающихся стран в 2010 г. достигла 34,6%, а по накоплению — 44,7%. Видимо, через несколько лет накопление в развивающихся странах превысит соответствующий показатель в развитых.

В развивающемся мире современные активы чаще всего функционируют в добывающей промышленности (как прямые инвестиции западных ТНК). Именно для развивающихся стран с низким уровнем душевого ВВП, отсталыми физической инфраструктурой и обрабатывающей промышленностью, а также находящимися в зародышевом состоянии постиндустриальными секторами на данном этапе необходима высокая норма накопления (как и для России). Однако преимущество

Т а б л и ц а 1

**Объем мирового ВВП и капиталовложений, доли основных стран
и групп стран в 1990, 2008, 2010 гг.**

	ВВП			Вложения в основной капитал			Норма накопления, 2010, % ВВП
	1990	2008	2010	1990	2008	2010	
Всего, трлн долл.	22,2	61,5	63,5	5,0	14,1	13,7	21,6
в том числе (в %):							
США	26,2	23,4	23,1	21,1	18,7	16,3	15,2
Китай	1,8	7,4	9,4	2,0	13,1	17,6	40,4
Развитые страны (без США)	53,3	45,1	42,3	59,7	43,4	39,1	19,9
Развивающиеся страны (без Китая)	18,7	24,1	25,2	17,2	24,7	27,1	23,2

Источники: IMF, расчеты авторов.

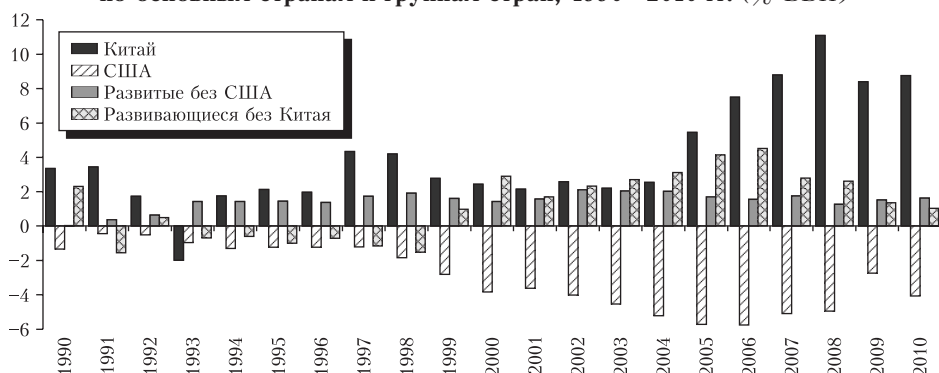
¹² О «стационарных режимах» послевоенной макроэкономической динамики и их выделениях см.: Григорьев Л., Иващенко А. Теория цикла под ударом кризиса // Вопросы экономики. 2010. № 10.

¹³ См.: Bosworth B. Saving and Investment in a Global Economy. Wash., DC: Brookings Institution Press, 1993; Schmidt-Hebbel K., Servén L. Saving Across the World / The World Bank. 1997.

развивающихся стран в области капиталовложений связано в основном с Китаем. Норма накопления развивающихся стран без Китая не так велика и не дает оснований ожидать выравнивания в развитии двух групп стран в короткие сроки. Заметим, что низкая норма накопления в США, возможно, пример более сильного влияния научно-технического прогресса на экономический рост.

Динамика счета текущих операций платежных балансов отражает направление движения сбережений. В данном случае экспорт сбережений нефтеэкспортеров «утоплен» в сумме балансов развивающихся стран (см. рис. 2). С учетом некоторого несовершенства статистики все равно видно, что огромное отрицательное сальдо баланса США противостоит положительным балансам большинства стран. Это выводит торгово-финансовые отношения США и Китая, двух экономических гигантов, в совершенно иную категорию парной взаимозависимости.

**Сальдо счета текущих операций платежного баланса
по основным странам и группам стран, 1990–2010 гг. (% ВВП)**



Примечание. В стандартной методологии платежного баланса положительное сальдо означает превышение объема экспортных текущих операций над импортными.

Источники: IMF, расчеты авторов.

Рис. 2

В 2000-е годы США сумели привлечь достаточный объем внешних сбережений для финансирования своего бюджетного дефицита и экономического роста (среднегодовой приток сбережений в США в 2002–2009 гг. составлял порядка 4,7% их ВВП)¹⁴. В известном смысле можно говорить о чрезмерной зависимости США от сбережений других стран, что может отрицательно сказаться на экономической безопасности самой мощной державы мира. Для большинства развивающихся стран по-прежнему характерны недостаточно высокая норма накопления, проблемы с мобилизацией внутренних сбережений при низком уровне развития и сложности конкурировать с США за сбережения на финансовом рынке. Не очевидна готовность стран принимать ПИИ и кредиты от нефтеэкспортеров и Китая для решения проблем национального развития.

В таблицах 2 и 3 приведены более подробные данные о сбережениях и накоплении по регионам мира. Развитые страны не смогли резко увеличить свои сбережения: в 2009–2010 гг. они оказались отброшены

¹⁴ См.: Григорьев Л., Салихов М. Указ. соч.

Т а б л и ц а 2

**Объем национальных сбережений отдельных стран
и групп стран, 2001—2010 гг. (трлн долл.)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Мир в целом	6,9	7,1	8,0	9,4	10,4	11,8	13,7	15,1	13,0	14,9
Развитые страны	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
Развивающиеся страны	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	1,10	1,40	1,80	2,30	2,60	3,20
Южная Африка	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,07
<i>Справочно:</i>										
БРИКС	0,8	0,9	1,1	1,4	1,8	2,2	2,9	3,6	3,6	4,5
ЕС	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

Источники: IMF, расчеты авторов.

Т а б л и ц а 3

**Объем инвестиций в основной капитал отдельных стран
и групп стран, 2001—2010 гг. (трлн долл.)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Мир в целом	6,8	6,9	7,8	9,0	9,9	11,1	12,7	14,1	12,7	13,7
Развитые страны	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
Развивающиеся страны	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>Справочно:</i>										
БРИКС	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	1,8	2,3	2,9	3,2	3,6
ЕС	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

Источники: IMF, расчеты авторов.

к уровню 2005—2006 гг. За этот короткий период сбережения Китая выросли в 6 раз, прочих развивающихся стран — в 3,5 раза. Россия и Бразилия практически в 4 раза увеличили свои годовые сбережения, обогнав (каждая) Великобританию. Страны БРИКС значительно превзошли по объему сбережений ЕС, так что картина мира радикально изменилась даже за десять лет.

Несколько иные результаты в сфере накопления. Преимущество стран БРИКС над ЕС уже не столь велико, Россия начинает усту-

пять (в 2010 г. заметно) Бразилии. США по-прежнему инвестируют на 0,5 трлн долл. больше, чем сберегают. Сложилась следующая модель: развивающиеся страны зарабатывают своим экспортом средства в США (ОЭСР) и в значительной мере там же их реинвестируют. Применительно к избыточной нефтяной ренте или экспортным доходам Китая это может выглядеть разумным решением. Но для стран, ставящих перед собой масштабные модернизационные задачи, как Россия, такая политика представляется расточительной.

На рисунке 3 показана примерно та же картина, что и в таблицах 2 и 3, но не в абсолютных, а в относительных величинах. Здесь она становится еще нагляднее. Если в 1990-е годы норма сбережения развивающихся стран снижалась, причем значительно — с 29 до 24%, то в 2000-е годы произошел перелом тенденции. Именно в этот период при падающей норме сбережения развитые страны начали 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.



Источники: IMF, расчеты авторов.

Рис. 3

Проблема *глобального избытка сбережений* активно обсуждается в научном сообществе в последние пять-шесть лет. Началась дискуссия после выступления главы ФРС Б. Бернанке в 2005 г.¹⁵, когда в обиход экономистов вошел термин GSG (Global Saving Glut).

До 2000-х годов в развивающемся мире только страны ОПЕК и Китай имели положительное сальдо текущего счета платежного баланса. Но в первом случае наблюдались большие колебания сальдо в зависимости от цен на нефть: только после 2005 г.

¹⁵ См.: *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 приведен 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. No 1014.

суммарные доходы стран ОПЕК от экспорта нефти превысили 600 млрд долл. в год. Именно в 2000-е годы избыточные сбережения Китая и нефтяных экспортеров стали поступать на финансовые рынки развитых стран, что привело к снижению процентных ставок и подъему в ОЭСР. Правда, одновременно снизилась надежность финансовой системы, в частности возникла острая ситуация с жилищными закладными в США, которая во многом спровоцировала глубокий финансовый кризис в стране и мире. Кроме того, компаниям и государственным органам сложно планировать долгосрочные капиталовложения в странах, экспорт и доходы которых слишком сильно зависят от колебаний экспортных цен. Китай демонстрирует противоположный случай (с учетом планового типа хозяйства) — устойчивость роста промышленности, внутреннего потребления и экспорта на фоне поддержки высокой нормы накопления.

Развитие мировой экономики в 1990—2008 гг. базировалось на огромных сбережениях целого ряда стран. Ускоренное развитие Китая обеспечивалось за счет высоких сбережений и накопления ликвидных резервов. Этот избыток позволяет Китаю проводить политику масштабного инвестирования и кредитования других стран, в том числе в рамках установления частичного контроля над источниками сырья для роста. Избыток сбережений середины 2000-х годов — феномен временный и относительный. Одним из его проявлений было создание суверенных инвестиционных фондов (Sovereign Wealth Funds, SWF) развивающихся стран, которые направили избыток сбережений на портфельные инвестиции, покупая пакеты акций (иногда контрольные) компаний в развитых странах. За избытком финансовых ресурсов должно было последовать постепенное увеличение нормы накопления, но этого не произошло, в том числе по институциональным соображениям: многие страны не могут (Россия) или не хотят (Норвегия) реинвестировать свои нефтяные доходы на своей территории.

Еще в 2005 г. сторонники концепции GSG говорили, что для балансирования мировых потоков сбережений и инвестиций нужно существенно увеличить норму сбережения в США и улучшить инвестиционный климат в развивающихся странах. Более того, появление конкурентной доллару мировой резервной валюты также могло бы способствовать выравниванию финансовых потоков. Но, как часто бывает в истории, реальная картина стала корректироваться лишь под воздействием кризиса.

Кризис и сбережения

Мировой кризис вызывает резкое замедление роста или падение экономической активности и ВВП. Кризисное сокращение производства обычно (исторически) концентрируется в промышленности и на транспорте. Максимально сжимается спрос на капиталовложения, а также на товары длительного пользования и жилье — в сферах вложений (расходования сбережений) домохозяйств. Снижение прибылей крупных компаний и налоговых поступлений государств, безработица и уменьшение семейных доходов неизбежно приводят к сокращению сбережений стран, затронутых кризисом, — в данном случае членов ОЭСР. Естественно, крупные развивающиеся страны — Китай, Индия, затем Бразилия, которые смогли выйти из кризиса быстрее и с меньшими потерями, — сумели сохранить уровень сбережений.

Из-за сжатия финансового сектора в условиях глобального шока сократился (особенно в конце 2008—2009 гг.) переток средств из развитых стран в развивающиеся по каналам финансового рынка. Поэтому теория цикла вынуждена все больше внимания уделять финансовому сектору¹⁶. На рисунке 4 показано не только сокращение финансовых потоков в период кризиса, но и существенное изменение их структуры. Если до кризиса поток облигационных займов шел к частным заемщикам, то теперь он идет к суверенным заемщикам в силу бюджетных кризисов не только в острой фазе экономического кризиса, но и в период восстановления роста. Сжатие мирового банковского сектора (списано порядка 3 трлн долл.) оказало депрессивное воздействие на процессы финансирования в условиях подъема, оживив проектное финансирование, государственное участие, другие способы сокращения и разделения рисков.

Для нас важнее другое: дисбалансы международных финансовых потоков — независимо от того, возникают они как результат финансирования торговых дисбалансов или вследствие накопления избыточных сбережений, — сами по себе могут генерировать локальные и глобальные кризисы или способствовать их развитию¹⁷. Экономический кризис, сокращая спрос на долгосрочное инвестиционное финансирование, высвобождает сбережения, снижает цену кредита и должен содействовать новому подъему. Эта (классическая) логика делового цикла сложилась на базе опыта одной или нескольких стран с развитым рыночным хозяйством XX в. Вопрос в том, как она проявляется в условиях глобальной экономики, в которой ряд стран испытывают нехватку инвестиций, другие их экспортируют даже в условиях кризиса, и, наконец, США перманентно импортируют сбережения. Изменил ли кризис мировую ситуацию? В целом по его завершении она сохраняет свои основные черты.

На стороне предложения мировых сбережений на выходе из кризиса в 2010 г. ситуация стабилизировалась: страны ОПЕК с помощью

**Чистый приток капитала в развивающиеся страны,
1995—2012 гг. (млрд долл.)**



Примечания. Оценка Института международных финансов не соответствует методологии платежного баланса, но это один из немногих источников таких данных. * оценка; ** прогноз.

Источники: Institute of International Finance.

Рис. 4

¹⁶ См.: Григорьев Л., Иващенко А. Указ. соч.

¹⁷ Подробный обзор подходов к анализу влияния потоков капитала на кризисные эпизоды см., например, в: Eichengreen B. Capital Flows and Crises. Cambridge, MA: The MIT Press, 2003.

картельных мер удержали доходы на уровне 1 трлн долл. В 2011 г. их доходы, как ожидается, превысят уровень 2008 г. В первом полугодии 2011 г. цены на нефть остаются в среднем выше докризисного уровня (см. рис. 5) из-за социально-политического кризиса в Северной Африке и аварии на АЭС «Фукусима-1» в Японии. Если в ближайшие годы не произойдут какие-либо драматические события, цена на энергоносители останется достаточно высокой вплоть до начала активного использования возобновляемых источников энергии. Китай продолжает масштабный экспорт после сбоя в начале мирового кризиса. Мы полагаем, что финансовая система мира вслед за спросом будет адаптироваться к потребностям нового стационарного режима примерно в течение жизни одного поколения, как в прошлом. Каким будет этот режим и как в нем поведут себя инвестиции и цены — предмет отдельного анализа.



Рис. 5

На стороне спроса ситуация пока менее определенная. Отличия от периода 2005—2008 гг. огромные: страны ОЭСР в целом еще не вышли из кризиса, мировой инвестиционный спрос трансформируется. Промышленное производство в странах ОЭСР, видимо, к началу 2012 г. выйдет на докризисный уровень середины 2008 г. — это означает потерю более трех лет. Долговые проблемы ряда европейских стран остаются риском для финансовой системы. Использование заимствований преимущественно на поддержание государственных финансов, а не на инвестиционные проекты, затрудняет подъем.

Намного сложнее ситуация в США, где кризис сильнее затронул банковскую систему. Из-за сокращения потребления домохозяйств норма их сбережения вернулась с невероятно низкой отметки 2% ВВП к уровню 1990-х годов 6%. Это означает, что у американского правительства появилась возможность покрывать значительно большую долю своего дефицита за счет внутренних источников сбережений при сравнительно низкой стоимости обслуживания. (На рисунке 1 это выразилось бы в увеличении вклада домохозяйств в финансовую систему.)

Некоторое перераспределение прироста долговой нагрузки в США с внешних источников сбережений на внутренние можно видеть на рисунке 6. Отрицательное сальдо платежного баланса сократилось с докризисного уровня 6 до 3% ВВП, что сопровождалось увеличением

дефицита государственного бюджета с 1–2 до 9% и могло бы при прежнем режиме внутренних сбережений привести к их огромному импорту и росту стоимости. В настоящее время увеличивается спрос американского государства на сбережения для покрытия дефицита бюджета при сокращении потребления домохозяйств и высокой норме сбережений — достаточно стабильная ситуация в течение более двух лет в условиях фазы восстановления. Но это еще не подъем, и вопрос о его характере во многом зависит от поведения американских домохозяйств в сфере потребления и долговых заимствований.

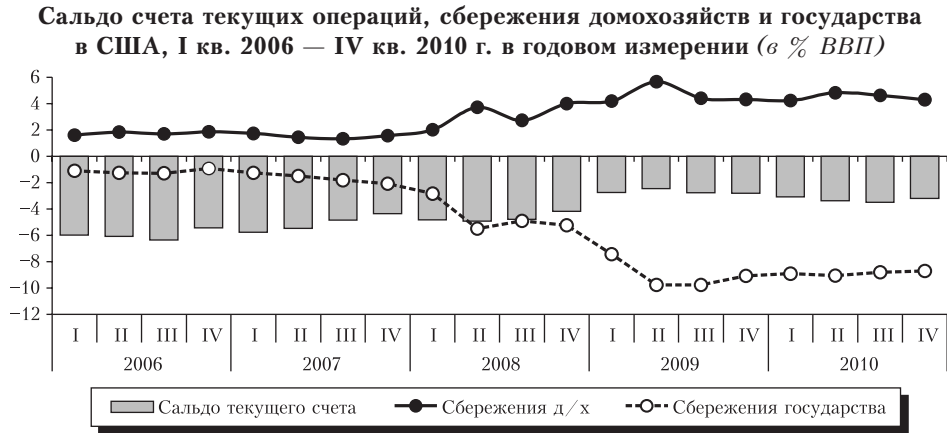


Рис. 6

* * *

Экономика мира все еще находится в фазе восстановления. Высока угроза возврата к ситуации, когда сбережения Китая и нескольких стран-нефтеэкспортеров будут питать мировую финансовую систему, направляя в нее недостающие средства. Кризис еще не создал новую систему 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.

При этом чуть ли не ключевым (в полном соответствии с концепцией GSG) становится вопрос о стоимости обслуживания американских дефицитов. Если в докризисном мире GSG привел к снижению мировых процентных ставок и стоимости ресурсов для покрытия дефицитов, то как отразится рост ставок на посткризисной динамике развитых стран при значительно возросших дефицитах? Представляется, что поддержание высокой нормы сбережения в США станет одним из важнейших условий «гладкого» выхода мировой экономики из кризиса 2008–2009 гг. Разница в темпах роста и характере финансирования развитых и развивающихся стран, Китая и США останется в центре проблем следующего стационарного режима (во всяком случае, в ближайшие три–пять лет).