

# СНИЖЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

Рост инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах после 2010 года был вялым

М. Айхан Кёсе, Франциска Онсorge и Лэй Сэнди Е

**Р**ост инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах после глобального финансового кризиса резко замедлился, сократившись с 10 процентов в год в 2010 году до менее 3,5 процента в 2016 году. Несмотря на появившиеся недавно признаки восстановления, за последние три года рост инвестиций, как государственных, так и частных, был не только гораздо ниже своего докризисного среднего уровня, выраженного двузначным числом, но и ниже долгосрочного среднего уровня.

Кроме того, ослабление инвестиций охватило многие страны. В 2016 году рост инвестиций был ниже долгосрочного среднего уровня в более чем 60 процентах стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, а это самое большое число стран, в которых наблюдался подобный застой за последнюю четверть века, не считая глобальной рецессии 2009 года (см. рис. 1). Ослабление сохраняется, несмотря на значительные неудовлетворенные потребности в инвестициях, и оно заметно как в частной, так и в государственной составляющей инвестиций.

Снижение активности было наиболее выраженным среди крупных стран, так называемых БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР), и в странах — экспортерах биржевых товаров. С 2010 года по 2016 год рост инвестиций в БРИКС упал примерно с 13 процентов до примерно 4 процентов, а в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, экспортирующих биржевые товары, не относящихся к БРИКС, примерно с 7 процентов до 0,1 процента. На долю Китая пришлось примерно треть совокупного снижения инвестиционной активности за этот период, а на долю Бразилии и Рос-

сии — еще одна треть. Устойчивое замедление роста инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах контрастирует с его частичным восстановлением в промышленно развитых странах после глобального финансового кризиса. Рост инвестиций в промышленно развитых странах в 2010–2015 годы в среднем составлял 2,1 процента. К 2014 году он вернулся к своему долгосрочному среднему темпу роста, немногим ниже того уровня, на котором был до кризиса.

## В чем причины снижения активности?

Снижение инвестиционной активности отражает ряд факторов, которые нейтрализуют исключительно благоприятные условия финансирования — в том числе рекордно низкую стоимость заимствования, обильную ликвидность финансового рынка и, в некоторых странах, подъем внутреннего частного кредита нефинансовому сектору. Тем не менее, многие сдерживающие факторы свели на нет преимущества этих исторически низких затрат на финансирование вплоть до конца 2016 года, в том числе неутешительные показатели экономической активности и слабые перспективы экономического роста, а также резкое снижение экспортных цен относительно импортных цен (то есть ухудшение условий торговли) для стран — экспортеров биржевых товаров, замедляющиеся и волатильные потоки капитала, быстрое накопление частного долга и периоды неопределенности политики в переживающих трудности ведущих экономических державах.

Мы оценили относительную значимость этих внутренних и внешних факторов при объяснении роста инвестиций.



**Неблагоприятные факторы в среднесрочной перспективе.** В отличие от промышленно развитых стран, замедлением роста объема производства объясняется лишь небольшая доля снижения активности в средней стране с формирующимся рынком или развивающейся стране.

Шоки условий торговли оказались важнее для стран — экспортеров нефти; для стран — импортеров биржевых товаров замедление притоков прямых иностранных инвестиций (в которых нерезиденты играют роль собственников), а также бремя частного долга и политический риск для многих стран с формирующимся рынком и развивающихся стран оказали значительное воздействие. Для стран — экспортеров нефти в среднем на долю шока условий торговли, вызванного снижением цен на нефть, которое началось в 2014 году, пришлось примерно половина снижения роста инвестиций. Для средней страны — импортера нефти более половины снижения роста инвестиций было обусловлено замедлением притоков прямых иностранных инвестиций.

Отношение долга частного сектора к ВВП оказало чрезмерное неблагоприятное воздействие на инвестиции: преимущества увеличения доступности финансовых услуг (развитие финансового сектора) для инвестиций все чаще перевешиваются вредоносными эффектами избыточного долга. Послекризисное сокращение задолженности в ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, импортирующих биржевые товары, уменьшило часть указанных препятствий для роста инвестиций. Напротив, в ряде стран — экспортеров неэнергетических биржевых товаров высокий частный долг тормозил инвестиции. На долю повышения политического риска может приходиться около одной десятой замедления роста инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах после 2011 года.

**Возрастающая неопределенность.** Две формы неопределенности мировой экономики и экономики конкретной

страны являются основным тормозом для инвестиций: неопределенность финансового рынка и неопределенность макроэкономической политики. Неопределенность внутренней политики сдерживает рост инвестиций на внутреннем рынке; неопределенность мирового финансового рынка и неопределенность политики, как в Европейском союзе (особенно среди европейских стран с формирующимся рынком и развивающихся стран), оказывают более обширное давление на инвестиции.

**Неопределенность мирового финансового рынка,** измеряемая индексом VIX (который отслеживает волатильность в индексе 500 акций компаний США Standard & Poor's), является главной переменной, объясняющей траекторию инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, особенно в случаях устойчивого увеличения индекса. Например, 10-процентное увеличение VIX может привести к значительному сокращению роста инвестиций (примерно на 0,6 процентного пункта за один год) в этих странах.

**Периоды неопределенности политики** в Европейском союзе, особенно во время кризиса в зоне евро в 2010–2012 годах, распространили свои эффекты и на близких экономических партнеров. Например, неопределенность политики значительно усилилась за четыре месяца на конец сентября 2011 года (на пике кризиса зоны евро). Эта разновидность быстрого увеличения неопределенности, вероятно, сократила инвестиции, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах в Европе и Центральной Азии. В дополнение к этим трансграничным вторичным эффектам неопределенности, внутренняя неопределенность усугубила ослабление инвестиций в ведущих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

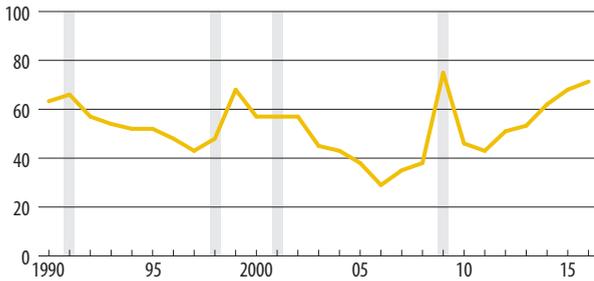
**Отрицательные вторичные эффекты от ведущих экономических держав.** Слабый экономический рост в Соединенных Штатах и в зоне евро несколько

Рисунок 1

### Ниже среднего

Рост инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах в последние три года находился на низком уровне.

(Доля стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, в которых рост инвестиций находится ниже долгосрочного среднего уровня, в процентах)



**Источники:** Haver Analytics; МВФ; Oxford Economics; и Всемирный банк, Показатели мирового развития.

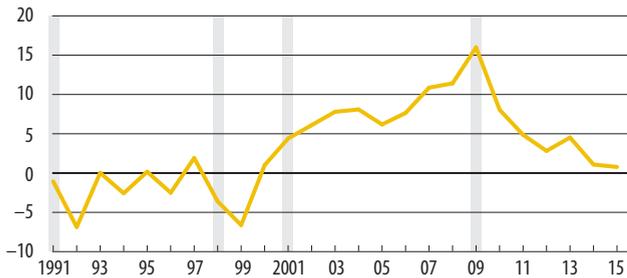
**Примечание.** Долгосрочные средние значения рассчитаны для конкретных стран и относятся к 1990–2008 годам. Данные за 2016 год являются прогнозными. Затемненные отрезки отражают мировые рецессии и спады в экономическом цикле.

Рисунок 2

### Сокращение разрыва

С 2009 года по 2015 год гораздо более быстрый рост инвестиций на душу населения в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах по сравнению с промышленно развитыми странами исчез.

(Разница между ростом инвестиций на душу населения в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах и в промышленно развитых странах, в процентных пунктах)



**Источники:** Всемирный банк.

**Примечание.** Средневзвешенные значения разницы между темпами реального роста инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах и в промышленно развитых странах. Затемненные отрезки отражают мировые рецессии и спады в экономическом цикле.

раз за последние семь лет обманывал ожидания. Учитывая огромный размер этих экономик и степень их торговой и финансовой интеграции с остальным миром, замедление темпов их экономического роста значительно ухудшает перспективы роста для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

Слабый рост объема производства в Соединенных Штатах и зоне евро ограничивал рост инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах: снижение темпов роста объема производства в Соединенных Штатах на 1 процентный пункт сокращало

средний рост объема производства в следующем году в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах примерно на 0,8 процентного пункта, а равновесное снижение темпов роста объема производства в зоне евро сокращало этот показатель примерно на 1,3 процентного пункта в течение года. Рост инвестиций в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах реагировал почти в два раза сильнее (2,1 процентного пункта), чем рост объема производства.

Обусловленные мерами политики снижение экономической активности и переориентация от инвестиций к потреблению в Китае также повредили росту объема производства в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Поскольку Китай в настоящее время является крупнейшим партнером многих стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, замедление роста его объема производства и инвестиций оказало воздействие на их экономический рост.

Например, в течение года снижение роста объема производства Китая на 1 процентный пункт сопровождалось снижением роста объема производства в других странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, импортирующих биржевые товары, примерно на 0,5 процентного пункта и снижением роста объема производства на 1 процентный пункт в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, экспортирующих биржевые товары. Поскольку инвестиции Китая в основном являются ресурсоемкими, переориентация с уменьшением доли инвестиций больше повредило странам с формирующимся рынком и развивающимся странам, экспортирующим биржевые товары.

### Воздействие на перспективы экономического роста

Послекризисное снижение роста инвестиций с рекордно высоких докризисных уровней может вызвать устойчивые последствия для долгосрочного экономического роста. Замедляя скорость накопления капитала, затяжной период слабого роста инвестиций может остановить потенциальный рост объема производства в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах на годы. В 2009 году наблюдалась разница порядка 15 процентных пунктов между ростом инвестиций на душу населения в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах и в промышленно развитых странах. К 2015 году разница практически свелась к нулю, и это было ее самое низкое значение с начала 2000-х годов (см. рис. 2). Поскольку экономический рост является одним из наиболее эффективных способов сокращения бедности, любые спады в экономическом росте также представляют собой угрозу для мировых целей по сокращению бедности.

Помимо замедляющегося накопления капитала, слабый рост инвестиций ассоциируется с более медленным ростом совокупной производительности факторов производства (та часть экономического роста, которую невозможно объяснить увеличениями в затратах труда

и капитала и которая отражает технологические изменения и повышение эффективности). Это обусловлено тем, что инвестиции зачастую имеют критически важное значение для перехода на новые, повышающие производительность технологии. Замедление роста производительности было наиболее ярко выражено в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, экспортирующих биржевые товары, а также в странах с самым медленным ростом инвестиций. Ослабление роста совокупной факторной производительности также проявляется в более медленном росте производительности труда (объем производства за час работы) — основном определяющем факторе долгосрочного роста реальной (с учетом инфляции) заработной платы и роста доходов домашних хозяйств.

### Стимулирование инвестиций

Многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны имеют значительные неудовлетворенные потребности в инвестициях (Kose et al., 2017). Ряд подобных стран плохо оснащен, для того чтобы справиться с быстрой урбанизацией и меняющимся спросом на рабочую силу. Инвестиции также необходимы для обеспечения более гладкого перехода от экономического роста, опирающегося на природные ресурсы (в странах — экспортерах биржевых товаров), или сектора, не участвующие во внешней торговле (в некоторых странах — импортерах биржевых товаров), к более устойчивым источникам экономического роста.

Директивные органы могут стимулировать инвестиции напрямую, посредством государственных инвестиций, и косвенным образом, поощряя частные, в том числе прямые иностранные, инвестиции, а также принимая меры по улучшению общих перспектив экономического роста и делового климата. Прямое стимулирование за счет увеличения государственных инвестиций в инфраструктуру и рабочую силу может способствовать росту спроса в краткосрочной перспективе, увеличению потенциального объема производства в долгосрочной перспективе и улучшению условий для частных инвестиций и торговли. Государственные инвестиции также могут содействовать ликвидации разрывов в доходах, являющейся предметом Целей в области устойчивого развития ООН, и, при наличии нужных условий, обладают способностью стимулировать частные инвестиции (см. рис. 3).

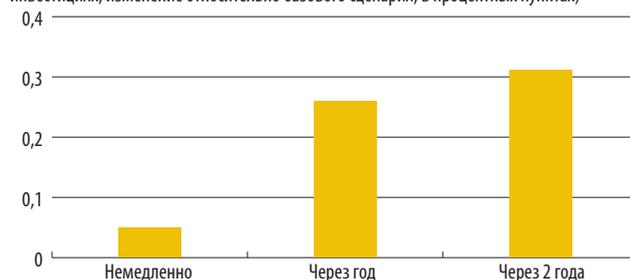
Косвенным образом меры макроэкономической политики могут способствовать производительным инвестициям — например, за счет обеспечения макроэкономической стабильности и улучшения кратко- и долгосрочных перспектив экономического роста. Более эффективное использование мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, направленных на противодействие замедлению или прекращению экономического роста, также может косвенно способствовать частным инвестициям за счет усиления роста объема производства, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, экспортирующих биржевые товары. Однако эти меры политики могут оказаться менее эффективными,

Рисунок 3

### Стимулирование экономики за счет государственных расходов

Государственные инвестиции могут стимулировать частные инвестиции.

(Увеличение в частных инвестициях после 1-процентного увеличения в государственных инвестициях, изменение относительно базового сценария, в процентных пунктах)



Источники: МВФ; источники в странах; и Kose et al., 2017.

Примечание. Кумулятивные реакции частных инвестиций, обусловленные положительным шоком государственных инвестиций, основаны на выборке из восьми стран с формирующимся рынком и развивающихся стран за период с 1 квартала 1998 года по 2 квартал 2016 года. Столбцы отражают медианные значения.

если органам государственного управления не хватает ресурсов для увеличения расходов или сокращения налогов, либо если рост объема производства слаб из-за необходимости адаптироваться к устойчивому снижению доходов от экспорта биржевых товаров.

Для устойчивого укрепления роста инвестиций такие меры политики должны подкрепляться структурными реформами, стимулирующими как внутренние частные, так и прямые иностранные инвестиции. Эти реформы могут охватывать различные области. Например, снижение барьеров для вхождения компаний на рынок и сокращение затрат на создание новых предприятий ассоциируются с более высокой прибылью для существующих компаний и увеличением пользы от прямых иностранных инвестиций для внутренних инвестиций. Реформы по сокращению торговых барьеров способствуют как прямым иностранным инвестициям, так и инвестициям в целом. Реформы корпоративного управления и финансового сектора улучшают распределение капитала между компаниями и секторами. Укрепление прав собственности стимулирует корпоративные инвестиции и инвестиции в недвижимость. Подобные меры политики должны быть дополнены усилиями по повышению прозрачности — то есть совершенствованием методов финансовой отчетности. **ФР**

**М. АЙХАН КЁСЕ** — директор, **ФРАНЦИСКА Л. ОНСОРГЕ** — ведущий экономист, а **ЛЭЙ СЭНДИ Е** — экономист Группы перспективных исследований при вице-президенте по экономике развития, Всемирный банк.

#### Литература:

Kose, Ayhan, and others. 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses." Policy Research Working Paper 7990, World Bank, Washington, DC.