ИССЛЕДОВАНИЕ MCKINSEY

СТРЕМИТЕЛЬНЫЙ РОСТ СВОДНОГО БАЛАНСА ПО ВСЕМУ МИРУ: НАСКОЛЬКО ЭФФЕКТИВНО МЫ ИСПОЛЬЗУЕМ НАШИ АКТИВЫ?

ПЕРЕВОД: @TRADE_TALK_TECH

Данное исследование было опубликовано компанией McKinsey&Company, перевод выполнен в ознакомительных целях, полная версия исследования опубликовано на сайте компании.

Перевод выполнен при поддержке Telegram канала Trade Talk

ЧИСТАЯ СТОИМОСТЬ АКТИВОВ УТРОИЛАСЬ С 2000 ГОДА, НО ЭТО УВЕЛИЧЕНИЕ В ОСНОВНОМ ОТРАЖАЕТ РОСТ СТОИМОСТИ РЕАЛЬНЫХ АКТИВОВ, ОСОБЕННО НЕДВИЖИМОСТИ, А НЕ ИНВЕСТИЦИЙ В ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ АКТИВЫ, КОТОРЫЕ ЯВЛЯЮТСЯ ДВИЖУЩЕЙ СИЛОЙ НАШЕЙ ЭКОНОМИКИ.

Мы позаимствовали один из терминов из сферы финансов - а если конкретно, это термин “сводный баланс” - для того, чтобы дать итоговую оценку состоянию и уровню устойчивости мировой экономики в тот момент, когда она начинает восстанавливаться после начала пандемии COVID-19. Этот угол обзора дополняет более традиционные подходы к оценке состояния мировой экономики, основанные на измерении уровня ВВП, уровня капитальных вложений и других показателях экономической активности, отражающих изменения экономического потенциала. В нашем отчете под названием “*Стремительный рост сводного баланса по всему миру: насколько эффективно мы используем наши активы?*” дана всесторонняя оценка состояния мировой экономики после двух десятилетий финансовых потрясений и более чем десяти лет интенсивных валютных интервенций центральных банков мировых держав, на которые наложилась пандемия.

В десяти странах, на которые приходится около 60% мирового ВВП - Австралии, Канаде, Китае, Франции, Германии, Японии, Мексике, Швеции, Великобритании и США - традиционная связь между ростом чистой стоимости активов и ростом ВВП больше не работает. Несмотря на то, что в течение последних двух десятилетий экономический рост в странах с развитой экономикой был достаточно умеренным, сводный баланс и чистая стоимость активов компаний, долгое время следовавшие за показателем

экономического роста, увеличились в три раза. Указанное расхождение возникло по мере роста стоимости активов, а не в результате таких тенденций 21-го века, как растущая цифровизация экономики.

Скорее всего, в экономике, в большей степени развивающейся благодаря таким нематериальным активам, как программное обеспечение и другого рода интеллектуальная собственность, избыток сбережений пытается найти выход в инвестициях, которые обеспечили бы ощутимый уровень доходности и долговременную ценность для инвесторов. Вместо этого указанные сбережения ушли в сферу недвижимости, на которую в 2020-м году приходилось две трети чистой стоимости активов. Прочие долгосрочные вложения, которые могли бы стимулировать экономический рост, составляют лишь около 20% от общего объема инвестиций. Более того, стоимость активов сейчас почти на 50% выше средней стоимости долгосрочных инвестиций по отношению к уровню дохода. А за последние 20 лет общий уровень пассивов вырос почти на 4 доллара на каждый доллар из потока чистых инвестиций, из которых около 2-х долларов приходятся на долговые обязательства.

Данные наблюдения заставляют задавать важные вопросы политикам и лидерам бизнеса. Главный из них: претерпевает ли мировая экономика смену парадигмы по мере того, как мир находит новые источники прибыли? Какими

могут быть эти новые средства накопления? Или мы рискуем вернуться к историческому среднему значению, которое может привести к снижению чистой стоимости активов? И что нужно для того, чтобы сбалансировать мировую экономику?

СОДЕРЖАНИЕ

Рыночная стоимость глобального баланса утроилась за первые два десятилетия этого века 8

Недвижимость составляет две трети объема или чистой стоимости общемировых материальных активов 20

Стоимость активов на текущий момент почти на 50% выше долгосрочного среднего значения их стоимости по отношению к уровню доходов. 23

Объем финансовых активов и пассивов также рос быстрее уровня ВВП, значительно превышая объем чистых инвестиций. 34

1.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ ГЛОБАЛЬНОГО БАЛАНСА УТРОИЛАСЬ ЗА ПЕРВЫЕ ДВА ДЕСЯТИЛЕТИЯ ЭТОГО ВЕКА

Для создания общемирового финансового баланса мы складываем все материальные активы в экономике, а также все финансовые активы во всех секторах (включая, в частности, финансовый сектор), по аналогии с тем, как корпорация выстраивает свой сводный баланс. На функциональном уровне общемировой финансовый баланс состоит из трех взаимосвязанных компонентов: баланса реальной экономики, финансового баланса и баланса финансового сектора. Каждый компонент составляет долю равную около 500 триллионам долларов, что примерно в шесть раз превышает уровень мирового ВВП (Рисунок 1).

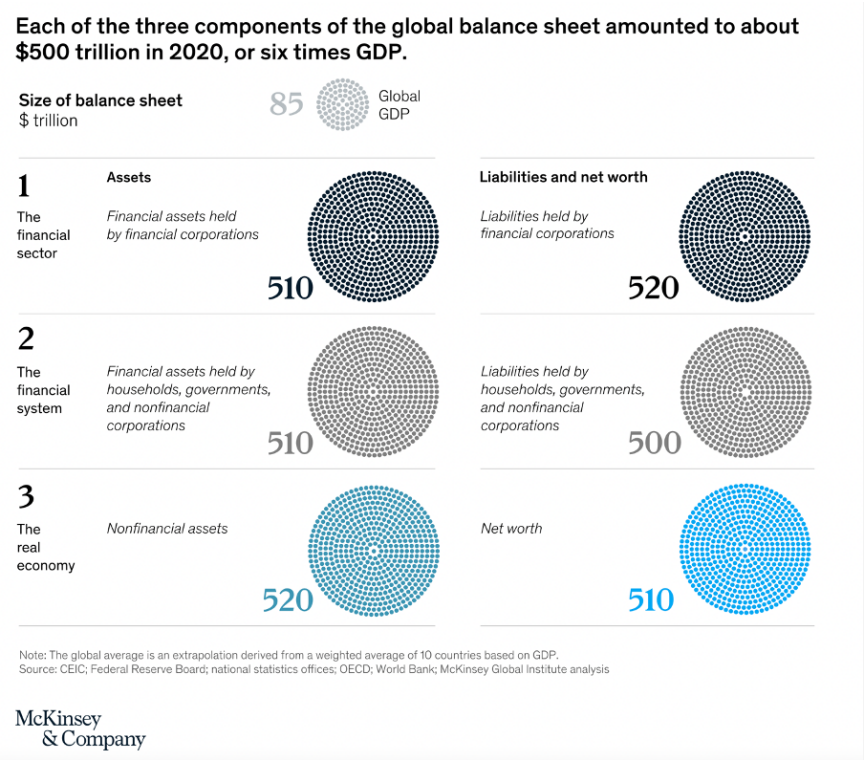


Рисунок 1

Глобальный баланс реальной экономики включает 520 триллионов долларов в материальных активах, таких как машины и оборудование, инфраструктура, здания, природные ресурсы и интеллектуальная собственность. В статье финансовых пассивов они отражаются как чистая стоимость активов.

ЧИСТАЯ СТОИМОСТЬ АКТИВОВ - ЭТО ТО, ЧТО ОСТАЕТСЯ ПОСЛЕ ВЫЧЕТА СТОИМОСТИ ВСЕХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ И ПАССИВОВ.

Финансовый баланс домашних хозяйств, корпораций и правительств составляет 510 триллионов долларов финансовых активов, таких как акции, облигации, пенсионные фонды, а также наличные деньги и депозиты, которые облегчают владение и передачу рисков материальных активов, а также способствуют накоплению сбережений и росту потребления с течением времени. Указанные финансовые активы отражаются в статье финансовых пассивов, поскольку они представляют собой потенциальные финансовые претензии к тем же самым секторам.

И, наконец, финансовые учреждения создают и оказывают услуги посредников в отношении указанных финансовых активов и пассивов - в процессе изменения рисков, сроков погашения и размера - и удерживают 510 триллионов долларов в финансовых активах и пассивах аналогичного объема. Несмотря на то, что каждый из трех указанных видов сводного

баланса обеспечивает внутреннюю саморегуляцию на уровне закрытой экономики, в нашем анализе десяти стран наблюдается незначительное снижение чистой финансовой позиции, что означает, что эти страны занимаются коллективными заимствованиями у остального мира, и поэтому имеет место явное расхождение в объеме финансовых активов и пассивов.

НА ГЛОБАЛЬНОМ УРОВНЕ МАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ СОСТАВЛЯЮТ ЧИСТУЮ СТОИМОСТЬ АКТИВОВ, В ТО ЖЕ ВРЕМЯ СОВОКУПНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ И ПАССИВЫ РАВНЫ НУЛЮ.

Ключевой концепцией данного исследования является постулат о том, что чистая стоимость активов является зеркальным отражением материальных активов на глобальном уровне. Чистая стоимость активов - это средство сбережения, которое определяет прибыль и способствует получению дохода в будущем. В данном отчете мы оцениваем стоимость финансовых активов и пассивов(валовую и чистую) снизу вверх, по секторам экономики и странам и, наконец, на глобальном уровне. Для домашних хозяйств чистая стоимость активов включает как материальные активы, такие как собственность, так и финансовые активы, такие как акции и облигации.

Однако, на уровне общемировой или закрытой экономики всем финансовым активам соответствуют определенные финансовые пассива. Акции, на которые приходится примерно половина всего дохода домашних хозяйств, являются финансовыми пассивами корпораций-эмитентов. В то время как ипотека - это пассив для домашнего хозяйства, но актив для финансового учреждения. Хотя валовой объем финансовых активов огромен, после вычета соответствующих финансовых пассивов чистая совокупная стоимость активов будет равна нулю.

Чистая стоимость активов - это то, что остается после вычета всех финансовых активов и пассивов, и поэтому эквивалентно стоимости реальных нефинансовых активов. Таким образом, финансовые активы представляют собой

средство накопления для секторов, учреждений, домашних хозяйств и стран, но в консолидированном общемировом финансовом балансе они не увеличивают их чистую стоимость, а финансовые пассивы не уменьшают ее.

МИР НИКОГДА НЕ БЫЛ ТАК БОГАТ - С СУЩЕСТВЕННЫМИ ВАРИАЦИЯМИ МЕЖДУ СТРАНАМИ И ДОМОХОЗЯЙСТВАМИ.

Мировой сводный баланс и чистая стоимость активов выросли более чем в три раза в период с 2000 по 2020 годы. Объем активов вырос с 440 триллионов долларов, что примерно в 13,2 раза выше уровня ВВП, в 2000 году до 1540 триллионов долларов в 2020 году, а чистая стоимость активов выросла со 160 триллионов долларов до 510 триллионов долларов. Средняя чистая стоимость активов на душу населения составила 66 тысяч долларов США, но между странами, и тем более между домохозяйствами в рамках одной экономической системы имеют

существенные различия. В странах из представленной выборки чистая стоимость активов на душу населения варьируется от 46 тысяч долларов в Мексике до 351 тысяч долларов в Австралии. Чистая стоимость активов выше уровня ВВП в 4,3 раза в США и в 8,2 раз в Китае (Рисунок 2).

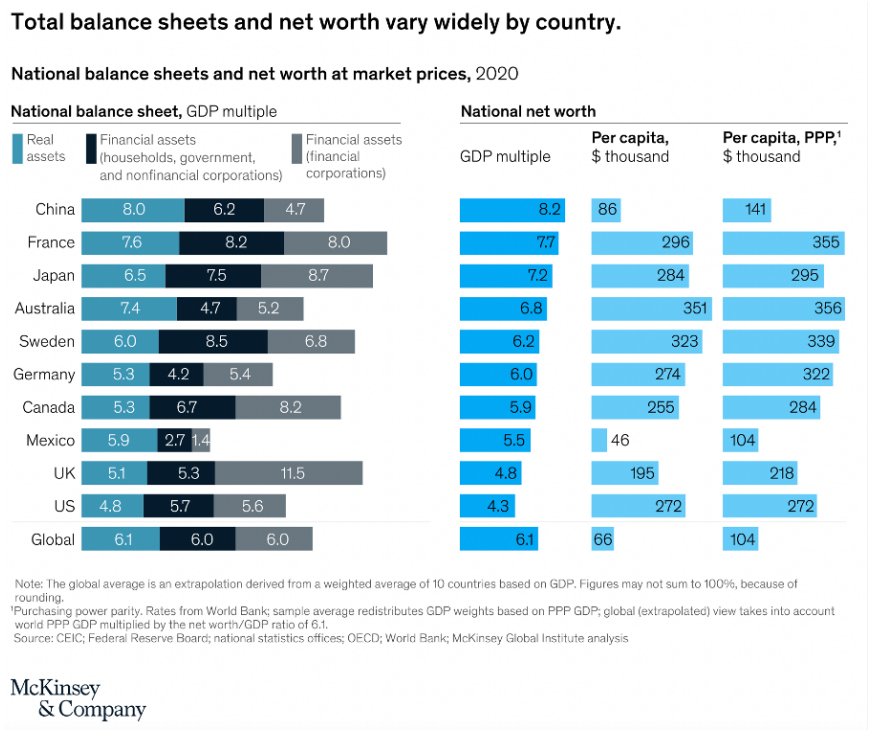


Рисунок 2

Отношение чистой стоимости активов к уровню ВВП в разных странах определяют несколько факторов. К ним относятся запасы ресурсов, торговый баланс, темпы роста капиталовложений, а также стоимость активов

по отношению к стоимости потребительской корзины. Например, Австралия, Канада и Мексика обладают значительными запасами природных ресурсов, в то время как такие экспортеры продукции обрабатывающей промышленности, как Германия и Япония, обладают значительными объемами чистых финансовых активов. Китай и Япония имеют одни из самых высоких показателей отношения чистой стоимости активов к уровню ВВП.

ЧИСТАЯ СТОИМОСТЬ АКТИВОВ, В СРЕДНЕМ, СОСТАВИЛА 66 ТЫСЯЧ ДОЛЛАРОВ НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ В ДЕСЯТИ СТРАНАХ, ВКЛЮЧЕННЫХ В ПРЕДСТАВЛЕННЫМИ ВЫБОРКУ, С БОЛЬШИМИ ВАРИАЦИЯМИ МЕЖДУ СТРАНАМИ И ДОМОХОЗЯЙСТВАМИ.

Среди десяти стран на Китай приходится 50% прироста чистой стоимости активов или чистой прибыли в период с 2000 по 2020 год, за ним следуют Соединенные Штаты - 22%. Япония, на долю которой в 2000 году приходился 31% чистой прибыли среди

десяти представленных экономик, а в 2020 году она владела лишь 11% чистой прибыли.

Среди домохозяйств Китая и США 10% самых богатых домохозяйств владеют двумя третями общемирового богатства. В Соединенных Штатах доля богатств страны, принадлежащая 10% самым богатым домохозяйствам, выросла с 67% в 2000-м году до 71% в 2019-м году, а доля владельцев материальных благ среди 50% беднейших жителей страны снизилась с 1,8% в 2000-м году до 1,5% в 2019-м году. В Китае 10% самых богатых домохозяйств владели 48% национальных богатств в 2000-м году, а к 2015-му году эти домохозяйства владели 67% богатств. 50% беднейших домохозяйств Китая владели 14% национальных богатств в 2000-м году и 6% в 2015-м году.

СТРУКТУРА ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ, ПАССИВ И ИХ ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ ВАРЬИРУЮТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ, ПРИ ЭТОМ ДОМОХОЗЯЙСТВА ВЛАДЕЮТ ПРИМЕРНО 95% ВСЕХ БОГАТСТВ.

Домохозяйства - конечные владельцы богатств. Для домохозяйств материальные активы, которые в основном представляют собой недвижимость, составляют почти половину чистой стоимости активов. Чистые финансовые активы, включающие примерно в равных долях пенсионные накопления, депозиты и капитал, составляют вторую половину всех богатств домохозяйств. Распределение активов между домохозяйствами варьируется в зависимости от рассматриваемой страны. Например, домохозяйства Австралии, Франции, Германии и Мексики владеют недвижимостью и землей, в то время как в Соединенных Штатах капитал и пенсионные накопления граждан составляют большую часть благосостояния домохозяйства. В Японии депозиты составляют более одной трети от общего объема всех активов домохозяйств. Благодаря указанным финансовым активам и

недвижимости домохозяйства десяти стран контролируют 95% чистой стоимости активов, варьирующейся от 64% чистой стоимости активов в Мексике до 135% в Соединенных Штатах.

Государственный сектор, который часто рассматривается в качестве средства повышения уровня благосостояния, преимущественно владеет государственной недвижимостью, инфраструктурой, землей и природными ресурсами, составляющими около 90% от общего уровня ВВП, а в некоторых странах также владеет финансовыми активами, такими как доли в государственных предприятиях. Что касается доли пассивов в сводном балансе, то во многих странах государственный долг превышает стоимость материальных активов государства.

ДОМОХОЗЯЙСТВА ВЛАДЕЮТ 95% ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ.

Нефинансовые компании, создающие материальные блага, владеют производственными активами, такими как машины, фабрики и нематериальные активы, в размере 0,8 от уровня ВВП, а объем товарно-материальных запасов составляет примерно 0,4 от уровня ВВП. Они также владеют значительным количеством недвижимости, такой

как отели, рестораны и офисные здания. Они фактически передают во владение указанные богатства домашним хозяйствам через заемные средства и акции. Материальные активы в корпоративном секторе варьируются от 1,3 от общего уровня ВВП в США до 3,8 от общего уровня ВВП в Китае.

Финансовые компании, посредники в перераспределении богатств, переносят активы и пассивы в другие сектора экономики. У них есть такие финансовые активы, как ипотека, государственные и корпоративные облигации и акции. В то же время они несут финансовые обязательства, такие как депозиты, облигации и пенсионные активы, в основном перед домохозяйствами. К финансовому сектору относятся национальные центральные банки и их растущие балансы.

2.

НЕДВИЖИМОСТЬ СОСТАВЛЯЕТ ДВЕ ТРЕТИ ОБЪЕМА ИЛИ ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ ОБЩЕМИРОВЫХ МАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Стоимость жилой недвижимости, включая землю, составила 46% от чистой стоимости общемировых активов в 2020-м году, при этом на коммерческую и государственную недвижимость и связанные с ними земли приходятся еще 23%. Прочие основные фонды, такие как инфраструктура, промышленные сооружения, машины и оборудование, нематериальные активы и запасы полезных ископаемых - то есть, те виды активов, которые обычно являются движущей силой экономического роста, - составили лишь пятую часть реальных активов или чистой стоимости активов, в диапазоне от 15% в Великобритании и Франции, до 39% в Японии (Рисунок 3).

Нематериальные активы, относящиеся к интеллектуальной собственности, такой как НИОКР и программное обеспечение, играют все более важную роль в современной экономике. В 2015 году ОЭСР заявила о том, что ожидаемая доходность нематериальных активов составила 24%, что является самым высоким показателем среди категорий произведенных активов. Тем не менее, нематериальные активы составляют лишь 4% от общей чистой стоимости активов и поэтому не являются значимым средством накопления, по крайней мере, в соответствии с действующими стандартами бухгалтерского учета. Причина в том, что стоимость нематериальных активов для большей части их корпоративных владельцев, предположительно, быстро снижается из-за их морального износа и растущей конкуренции, хотя их ценность для общества может сохраняться гораздо дольше.

Среди десяти стран, участвующих в выборке, компании и рынки Канады и Соединенных Штатов могут показаться наиболее благоприятными для оценки нематериальных активов по сравнению с компаниями и рынками остальных стран-участниц выборки. Например, по мере роста отношения рыночной стоимости к балансовой стоимость корпоративного капитала в Соединенных Штатах превысила стоимость базовых чистых активов на одну оценку ВВП в 2020 году. Это может быть связано с более высокой стоимостью нематериальных активов, но

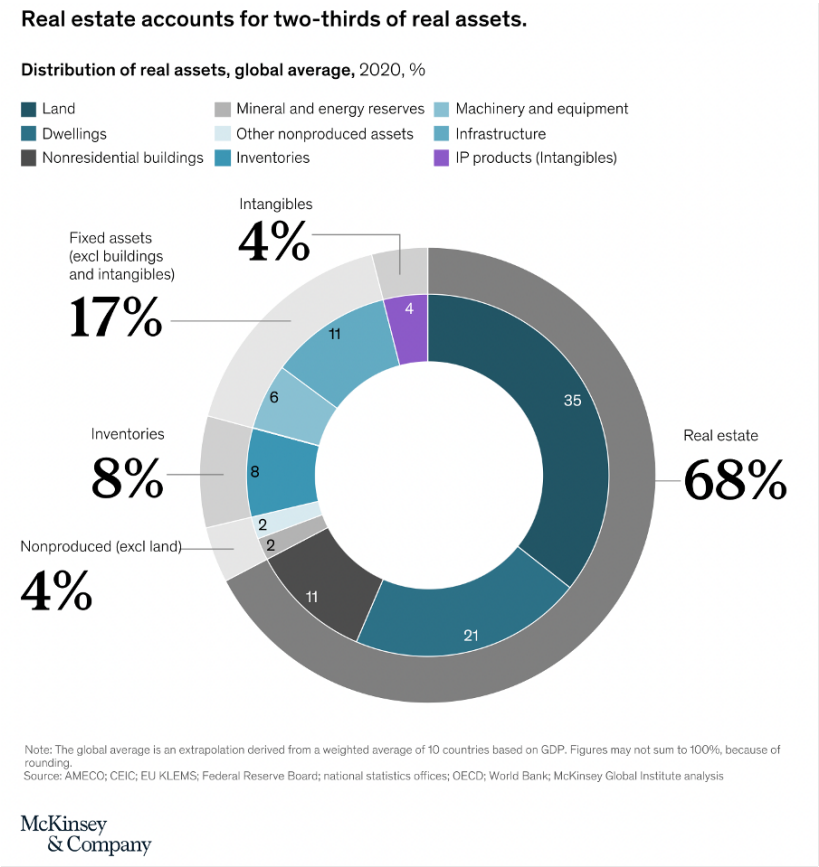


Рисунок 3

также может быть связано с состоянием рынка и конкурентной средой.

3.

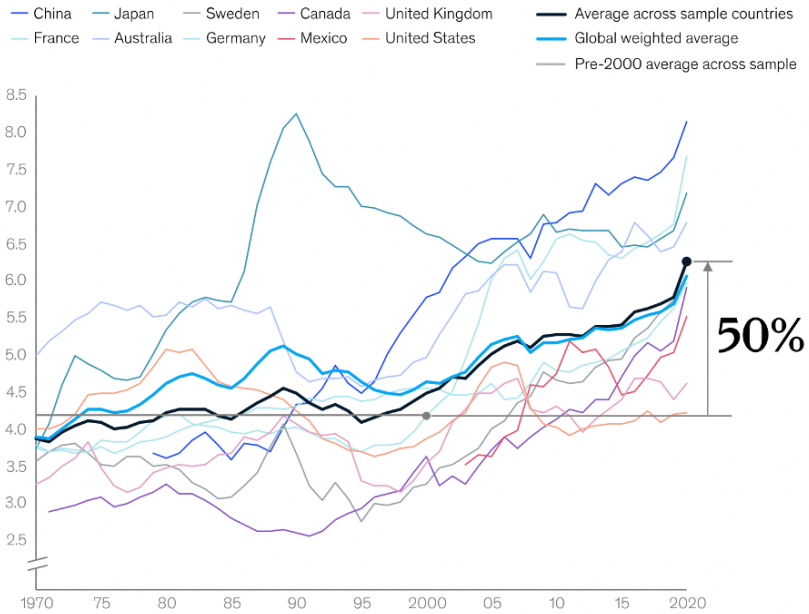
СТОИМОСТЬ АКТИВОВ НА ТЕКУЩИЙ МОМЕНТ ПОЧТИ НА 50% ВЫШЕ ДОЛГОСРОЧНОГО СРЕДНЕГО ЗНАЧЕНИЯ ИХ СТОИМОСТИ ПО ОТНОШЕНИЮ К УРОВНЮ ДОХОДОВ.

До 2000-го года рост чистой стоимости активов в значительной степени следовал росту уровня ВВП на общемировом уровне, со случайными отклонениями отдельных стран от общего тренда, например, Соединенных Штатов в конце 1970-х и начале 1980-х годов до начала ссудо-сберегательного кризиса, а также, в Японии в период “экономики пузыря”, за которым последовал банковский кризис начала 1990-х годов (Рисунок 4).

Приблизительно в 2000-м году чистая стоимость активов на рынке начала расти значительно быстрее, чем уровень ВВП, даже несмотря на то, что вместе с ростом уровня ВВП продолжался рост реальных инвестиций, что совпадает с периодом, когда процентные ставки и доходность недвижимости упали до исторического минимума. В период с 2000-го по 2020-й год чистая стоимость активов по отношению к уровню ВВП была, в среднем, на 104 процентных пункта выше, чем в период с 1970-го по 1999-й год. Наибольшее увеличение чистой стоимости активов по отношению к уровню ВВП наблюдалась во Франции в период с 2000-го по 2020-й год, где она выросла на 371 процентный пункт в реальном выражении по мере стремительного роста цен на недвижимость, особенно в начале 2000-х.

Since 2000, net worth at market prices has increased relative to nominal GDP in most countries.

Net worth at market prices relative to nominal GDP, 1970–2020



Note: The global average is an extrapolation derived from a weighted average of 10 countries based on GDP. Labels for values <1 not shown. Figures may not sum to 100%, because of rounding.
Source: CEIC; Federal Reserve Board; national statistics offices; OECD; World Inequality Database; World Bank; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company

Рисунок 4

ЦЕНА НА АКТИВЫ СОСТАВИЛА ОКОЛО ТРЕХ ЧЕТВЕРТЕЙ РОСТА ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ В ПЕРИОД С 2000-ГО ПО 2020-Й ГОД, В ТО ВРЕМЯ КАК СБЕРЕЖЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИИ СОСТАВИЛИ ЛИШЬ 28%.

Чистая стоимость активов - это требование к уровню будущего дохода, и исторически ее рост в значительной степени отражал объем инвестиций, стимулирующих рост производительности и рост, в дополнение к общему уровню инфляции. Однако за последние два десятилетия объем чистых инвестиций, как доля общего уровня ВВП, был низким и сократился, особенно в странах с развитой экономикой, составив лишь 28% от уровня роста чистой стоимости активов. Увеличение цены на активы составило 77% от роста чистой стоимости активов, и более половины подобных эффектов цены превышали общий уровень инфляции. (увеличение цены на активы на 4% сверх 100% отражают отрицательные значения уровня стоимости чистых активов на общемировом уровне.)

ОЦЕНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ МАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ ЗА ПОСЛЕДНИЕ ДВА ДЕСЯТИЛЕТИЯ УВЕЛИЧИЛАСЬ, ПОСКОЛЬКУ ПРОИЗОШЛО СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, ПРИ ЭТОМ ОПЕРАЦИОННАЯ ПРИБЫЛЬ ОСТАЛАСЬ БЕЗ ИЗМЕНЕНИЙ ИЛИ УМЕНЬШИЛАСЬ.

Материальные активы имеют решающее значение для мировой экономики. Доходность данного вида активов составляет около четверти общего уровня ВВП. Рост количества материальных активов также способствует увеличению производительности труда, что, в свою очередь, способствует экономическому росту.

По мере того, как стоимость активов резко возросла, оценочный уровень прибыли сверх уровня инфляции превысил операционную доходность в нескольких странах за последнее десятилетие. Это дало инвесторам основание отдавать предпочтение потенциальному росту

цен на активы вместо реальных инвестиций в экономику (Рисунок 5).

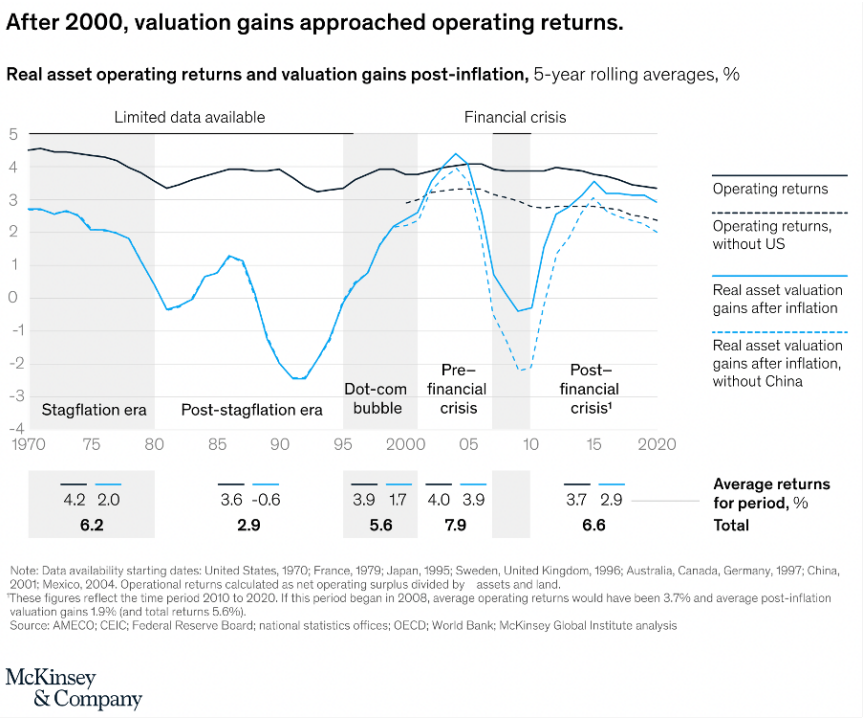


Рисунок 5

Доходность по операциям с произведенными активами значительно отличается среди десяти стран, представленных в выборке: от 3% до 4% в странах Европейского союза и Азии, представленных в выборке, от 6% до 8% в Австралии, Канаде, Великобритании и США и 11% в Мексике. Портфели активов и структура секторов экономики лишь частично объясняют указанные различия. В Австралии и Великобритании высокие цены на землю могут

привести к искажению некоторых выводов; в Канаде и США высокая доходность сохраняется даже с поправкой на указанные факторы.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И, В ЧАСТНОСТИ, ДОХОДНОСТИ ОТ АРЕНДЫ СЫГРАЛО РЕШАЮЩУЮ РОЛЬ В ПОВЫШЕНИИ СТОИМОСТИ АКТИВОВ.

С 2000-го года чистая стоимость активов росла вследствие падения процентных ставок. Проведенный нами анализ выявил устойчивую обратную зависимость между скользящим средним показателем чистой стоимости активов за 5-летний период и номинальными процентными ставками после 2000-го года. В Японии и Соединенных Штатах данная зависимость не наблюдалась, вероятно, потому, что обе страны работали над восстановлением своего сводного баланса после финансовых кризисов. В Японии и Китае наблюдалось самое низкое среднегодовое снижение долгосрочных процентных ставок среди стран, представленных в нашей выборке.

С 2000-ГО ПО 2020-Й ГОД ЦЕНЫ НА ЖИЛЬЕ ВЫРОСЛИ ПРИМЕРНО В ТРИ РАЗА В ДЕСЯТИ СТРАНАХ, ПРЕДСТАВЛЕННЫХ В НАШЕЙ ВЫБОРКЕ.

Недвижимость отражает базис оценочного уровня прибыли и ее связь с процентными ставками или ставками дисконтирования. Поскольку цены на жилье выросли, в среднем, примерно в 3 раза в период с 2000-го по 2020-й год в десяти странах, представленных в выборке, влияние более высокого арендного дохода, включая условно начисленную ренту за жилье, находящееся в полной собственности, было компенсировано резким снижением доходности от сдачи жилья в аренду. Доходность от сдачи жилья в аренду обычно снижается при снижении процентных ставок по мере уменьшения затрат на финансирование. Таким образом, снижение процентных ставок сыграло решающую роль в росте цен на недвижимость. Неэластичность земельного фонда также сыграло свою роль, в противном случае можно было бы ожидать снижения арендной платы по мере снижения процентных ставок, а не роста цен на недвижимость. В Австралии, Канаде, Франции и

Великобритании наблюдался самый высокий показатель роста стоимости жилой недвижимости по отношению к уровню ВВП.

Из чистой прибыли, полученной от продажи недвижимости на общемировом уровне, около 55% было получено за счет повышения цен на землю, а 24% - за счет увеличения уровня затрат на строительство. Оставшийся 21% был результатом чистых инвестиций, то есть, строительства новых домов или улучшения состояния имеющегося жилья за счет уменьшения степени его износа.

ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ КАЖУТСЯ ВЫСОКИМИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ДОЛГОСРОЧНОЙ ИСТОРИЧЕСКОЙ ПЕРСПЕКТИВЫ

Согласно данным Нобелевского лауреата, Роберта Шиллера, цены на жилье в Соединенных Штатах с поправкой на инфляцию за последние 130 лет в основном изменялись в соответствии с инфляцией цен на товары. Однако из данного правила было два исключения: исторический период с начала Второй мировой войны и после ее окончания, а также период с конца 1990-х годов до 2006-го года. Затем цены на жилье

резко упали в период финансового кризиса 2008-го года и после его окончания, но с тех пор вернулись к докризисному уровню.

Еще более долгосрочная оценка изменения цен на жилье была сделана в отношении района канала Херенграхт в Амстердаме, построенном более трех веков назад - в 1650 году. В данном районе цены на жилье также в значительной степени изменялись с течением времени в соответствии с инфляцией, а цены на аренду в значительной степени изменялись теми же темпами, что и цены на жилье. Данные по этому району Амстердама также показывают заметный рост реальных цен на жилье, начиная с 1990-х годов по 2005-й год (по завершении сбора данных). Реальные цены в 2005-м году были близки к пику конца XVIII века.

ПРАКТИЧЕСКИ ВЕСЬ РОСТ ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ В ПЕРИОД С 2000-ГО ПО 2020-Й ГОД НАБЛЮДАЛСЯ В СЕКТОРЕ ДОМОХОЗЯЙСТВ В РЕЗУЛЬТАТЕ РОСТА СТОИМОСТИ АКЦИЙ И НЕДВИЖИМОСТИ.

Чистая стоимость активов в секторе домохозяйств выросла с 4,2 раза от уровня ВВП в 2000-м году до 5,8 раза в 2020-м году, превысив темпы роста чистой стоимости активов в целом. Половина прироста чистой стоимости активов домохозяйств была обеспечена за счет роста стоимости акций, особенно в Китае, Швеции и США, а еще 40% - за счет роста стоимости жилья. Стоимость жилья в Австралии, Канаде, Франции и Великобритании превысила уровень ВВП более чем в два раза. Чистая стоимость активов домохозяйств также выросла в результате увеличения объема вложений, увеличивающихся на фоне выпуска денег и принятия мер по стимулированию экономики, но размер задолженности в секторе домохозяйств оставался относительно стабильным по отношению к уровню ВВП.

4.

ОБЪЕМ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ И ПАССИВОВ ТАКЖЕ РОС БЫСТРЕЕ УРОВНЯ ВВП, ЗНАЧИТЕЛЬНО ПРЕВЫШАЯ ОБЪЕМ ЧИСТЫХ ИНВЕСТИЦИЙ.

В период с 2000-го по 2020-й год такие виды финансовых активов, как акции, облигации и деривативы, выросли в 8,5–12 раз по отношению к уровню ВВП. По мере роста цен на активы на каждый доллар чистых инвестиций приходилось почти 2 доллара долговых и около 4-х долларов общих финансовых обязательств, включая долг.

Вариации между странами, представленными в выборке, были широкими: сумма долга, накапливающегося на каждый доллар чистых инвестиций, варьировалась от чуть более 1-го

доллара в Китае до почти 5-ти долларов в Великобритании.

В ПЕРИОД С 2000-ГО ПО 2020-Й ГОД НА КАЖДЫЙ ДОЛЛАР ЧИСТЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПРИХОДИЛОСЬ ПОЧТИ 2 ДОЛЛАРА ДОЛГОВЫХ И ОКОЛО 4-Х ДОЛЛАРОВ ОБЩИХ ФИНАНСОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, ВКЛЮЧАЯ ДОЛГ.

В финансовом секторе финансовые активы выросли с 4,4 раз от уровня ВВП в 2000-м году до 6,0 раз от уровня ВВП в 2020-м году. Валютные и депозитные обязательства, в частности, выросли на 96 процентных пунктов. Сводный баланс центральных банков стран, входящих в финансовый сектор и отражающих многие из валютных обязательств, указанных выше, в совокупности увеличились с 0,1 раза от уровня ВВП в 2000-м году до 0,5 раза от уровня ВВП в 2020-м году. Более 40% общемирового роста финансовых обязательств произошло в период с 2019-го по 2020-й год в начальный период пандемии COVID-19.

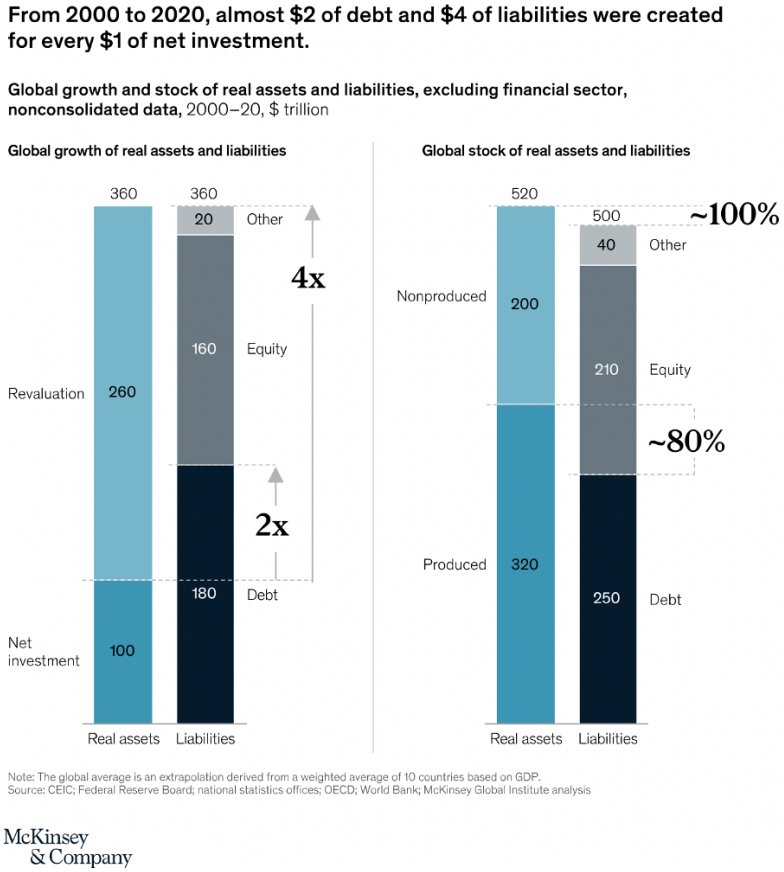


Рисунок 6

За пределами финансового сектора финансовые активы выросли с 4,2 раз от уровня ВВП в 2000-м году до 6,0 раз от уровня ВВП в 2020-м году. Отношение размера государственного долга к уровню ВВП за пределами финансового сектора выросло на 79 процентных пунктов, со значительными вариациями в десяти странах выборки. (В общемировом масштабе отношение госдолга к уровню ВВП увеличилось на 77 процентных пунктов за указанный период.)

В отличие от 1980-х и 1990-х годов быстрый рост госдолга в целом соответствовал быстрому росту стоимости активов и цен на них, и значительно превышал объем новых инвестиций. Финансовые активы и обязательства, принадлежащие домохозяйствам, государствам и нефинансовым организациям, выросли в среднем в 3,9 раза по сравнению с совокупным объемом чистых инвестиций в реальном выражении во всех десяти странах, а уровень госдолга - в среднем в два раза по сравнению с совокупным объемом чистых инвестиций. Другими словами, на каждый доллар новых чистых инвестиций приходилось 4 доллара финансовых обязательств (Рисунок 6).

Отношение размера государственного долга к уровню ВВП - это показатель, обычно используемый для оценки приемлемости величины долга, и хотя данный показатель является одинаковым для Китая, Франции и Великобритании, значения коэффициента соотношения кредита и стоимости заметно различаются: от 57% в Китае до 98% во Франции и 138% в Великобритании. Коэффициент соотношения кредита к стоимости(Loan-to-Value), которые используется для сравнения размера долга и стоимости произведенных активов, особенно высок в тех государственных секторах десяти стран, представленных в выборке, у которых размер долга зачастую в несколько раз выше, чем базовые общественные активы. Несмотря на рост долга, стоимость его обслуживания по отношению к уровню ВВП

резко снизилась ввиду снижения процентных ставок.

Существуют различные варианты интерпретации увеличения сводных балансов и чистой стоимости активов по отношению к уровню ВВП. Это может означать смену экономической парадигмы или предшествовать постепенному или резкому возврату к историческому среднему значению. Стремление к постепенному изменению сводного баланса за счет более быстрого роста ВВП вполне может стать наиболее безопасным и предпочтительным вариантом. Для достижения указанной цели перенаправление потоков капитала на более производительные и устойчивые формы его использования, по-видимому, является экономическим императивом нашего времени не только в целях поддержки экономического роста и сохранения окружающей среды, но и для защиты наших богатств и сохранения финансовых систем.

Согласно первоначальной точке зрения, произошла смена экономической парадигмы, которая сделала наше общество богаче, чем в прошлом, по отношению к уровню ВВП. С данной точки зрения, общемировые тенденции, включающие старение населения, большую склонность к накоплению сбережений среди тех людей, которые находятся в верхней части диапазона доходов, а также, переход к увеличению объема инвестиций в нематериальные активы, быстро теряющих свою

ценность, потенциально могут изменить правила игры, влияющие на соотношение между сбережениями и инвестициями. Все вышеперечисленное в совокупности может привести к сохранению более низких процентных ставок и стабильным прогнозам, поддерживая тем самым более высокую стоимость активов по сравнению с предыдущими историческими периодами.

Согласно противоположной точке зрения, текущий продолжительный период расхождения показателей может закончиться, и высокие цены на активы могут вернуться к своему долгосрочному отношению к уровню ВВП, как это было в прошлом. Увеличение объема инвестиций в целях восстановления экономики после окончания пандемии коронавируса, в цифровую экономику или в обеспечение устойчивого экономического развития, может изменить динамику изменения объема сбережений и инвестиций и, например, оказать давление на необычно низкие процентные ставки. Это привело бы к существенному снижению стоимости недвижимости, которое поддерживало рост чистой стоимости активов в мире в течение последних двух десятилетий.

Под вопросом не только устойчивость увеличивающегося сводного баланса, а также, его нежелательность с учетом некоторых движущих сил и потенциальных последствий его увеличения. Например, полезно ли для экономики то, что высокие цены на жилье, а не

инвестиции в произведенные активы, являются двигателем роста, и что богатство в основном множится за счет повышения цен на существующие блага?

Таким образом, наиболее разумным путем для лиц, принимающих решения, могут стать действия по стабилизации и сокращению роста сводного баланса по отношению к уровню ВВП за счет роста номинального уровня ВВП. Для этого им потребуется перенаправить потоки капитала на новые производительные инвестиции в реальные активы и инновации, ускоряющие экономический рост.

Для руководителей предприятий это будет означать определение новых возможностей роста и способов повышения уровня производительности труда за счет капиталовложений, которые позволят увеличить количество сотрудников, а не сокращать его. Многие компании сегодня имеют избыточную ликвидность, которую они могли бы использовать. Например, инвестиции в устойчивое развитие могут превратиться из затрат в возможности для роста, если будут созданы такие базовые условия, как более высокие налоговые пошлины на выброс углерода, которые потребуют больших инвестиций в производство, но при этом сохранят равные конкурентные условия между участниками рынка. Могут ли изменения в способе учета нематериальных активов на балансе компаний привести к увеличению объемов инвестиций? И

как руководителям компаний решить вопросы о предоставлении новых средств накопления, обосновании оценки стоимости акций и увеличении благосостояния домохозяйств?

Руководители финансовых институтов могли бы стремиться к разработке механизмов финансирования, направленных на использование капитала в целях новых возможностей для экономического роста, ограничивая при этом накопление долга по операциям с активами с постоянно растущей ценой. Также общемировой сводный баланс напрямую отражается на сводных балансах их компаний. Какое значение, помимо оценки рисков, имеют тенденции последних 20-ти лет и будущие сценарии развития ситуации для балансов их компаний и роста прибыли? Каким образом они могут способствовать развитию общемирового сводного баланса и что это будет означать для ответственного занятия банковским делом?

Для политических деятелей изменение сводного баланса потребует устранения барьеров для инвестиций в недостаточно развитые сферы экономики, такие как устойчивое развитие и доступное жилье. Для этого уже существуют такие инструменты, как реформирование правил зонирования, из-за которых возникает дефицит недвижимости; налоговые рычаги, которые позволяют изменить схему налогообложения прироста капитала и собственности относительно роста уровня дохода; и более серьезное

отношение к регулированию налогообложения и контролю выбросов углерода.

Данное исследование предлагает новый способ оценки макроэкономического контекста, в котором работают и существуют предприятия, государственные органы, домохозяйства и финансовые учреждения. Оно обеспечивает основу для разработки сценариев будущего развития экономики и поиска способов хеджирования рисков и получения выгоды в случае изменения сводного баланса, а также, в результате изменения экономической ситуации. Мы надеемся дать ответ на некоторые из вышеупомянутых вопросов в ходе проведения дальнейших исследований и призываем вас оставлять свои комментарии и делиться своими идеями.