

Оценка мировых дисбалансов: основные моменты

Морис Обстфельд

26 июня 2017 года

Мировые дисбалансы счета текущих операций могут быть здоровыми, но могут и указывать на макроэкономический и финансовый стресс, что делает их оценку довольно непростой. В соответствии со своим мандатом на содействие развитию международного сотрудничества в валютно-финансовой сфере МВФ ежегодно проводит оценку внешнеэкономического положения крупнейших стран мира. Целью является привлечение внимания мирового сообщества к потенциальным рискам, проблему которых страны должны решать с помощью совместных усилий.

Страны, как домашние хозяйства, могут иногда расходовать больше, чем они зарабатывают, а иногда — меньше. Страна, расходы которой превышают доходы, импортирует больше товаров и услуг, чем экспортирует, и, соответственно, у нее наблюдается дефицит счета текущих операций. Она финансирует дефицит, принимая на себя обязательства перед остальным миром, то есть, занимая у него средства.

Страна с противоположным дисбалансом (профицитом счета текущих операций) накапливает требования к другим странам мира. Так как все займы должны соответствовать ссудам, сумма всех дефицитов счета текущих операций в мире равняется сумме всех профицитов — этот принцип известен как многосторонняя согласованность.

Дисбалансы могут быть здоровыми...

Во многих случаях дисбалансы счета текущих операций могут быть полностью обоснованными, даже необходимыми. Например, странам со стремительно стареющим населением (таким как многие страны Европы и Азии с развитой экономикой) необходимо накапливать средства, которые они смогут использовать по мере выхода на пенсию их работников. Если возможностей для внутренних инвестиций недостаточно, то тогда этим странам имеет смысл инвестировать за рубежом. В результате возникнет профицит счета текущих операций.

Для других стран справедливо противоположное. Странам с молодым населением и быстро растущей экономикой, имеющим многочисленные возможности для

внутренних инвестиций, выгодно внешнее финансирование, и они могут позволить себе накапливать долги (имея дефициты счета текущих операций) при условии, что они смогут их погасить за счет будущих доходов.

... но могут и указывать на риски

Иногда, однако, внешние дисбалансы могут указывать на макроэкономический и финансовый стресс — как для отдельных стран, так и для мировой экономики, что разъясняется в предыдущих работах, подготовленных [мною](#) и [коллегами из МВФ](#). Точно так же, как имеющие чрезмерный уровень долга домашние хозяйства могут лишиться доступа к кредиту, страны, накапливающие внешние обязательства слишком больших масштабах, могут стать уязвимыми перед неожиданным прекращением потоков капитала, которые вызывают резкое сокращение расходов, тем самым повышая вероятность финансового кризиса.

В то же время устойчивые дисбалансы могут быть симптомом существующих в национальной экономике искажений, которые могут мешать росту: например, неудовлетворительное состояние систем социальной защиты, вызывающее избыточное превентивное сбережение. Устранение искажений и сокращение дисбалансов в таком случае отвечает интересам самой страны. Сокращение дисбалансов также может быть полезно для мирового сообщества, снижая степень его уязвимости перед распространением финансовых кризисов или негативными последствиями чрезмерных профицитов. Среди таких негативных последствий — снижение мирового спроса и протекционистские настроения в странах, имеющих дефицит.

Уроки истории

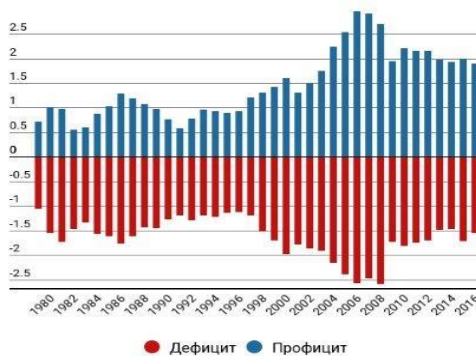
В истории есть немало примеров дестабилизации, возникшей в связи с крупными внешнеэкономическими дисбалансами. Наиболее знаменитый — печально известная [Великая депрессия](#) в конце 1920-х и начале 1930-х годов. Ей предшествовал провал на уровне международного сотрудничества в области решения проблемы устойчивых дисбалансов между странами с крупными профицитами (в частности, Соединенными Штатами и Францией) и дефицитами (в том числе, Германией и Соединенным Королевством). Последовавший крах мирового экономического порядка стал причиной создания после Второй мировой войны Международного Валютного Фонда (МВФ), наделенного мандатом на оказание содействия международному сотрудничеству в валютно-финансовой сфере и помощи странам в создании и поддержании прочной экономики.

Совсем недавно мировому финансовому кризису предшествовали невиданные дисбалансы и одновременное нарастание факторов уязвимости, которому не было уделено должного внимания. Дисбалансы вылились в такую рецессию, вызвавшую по всему миру экономические трудности, которая случается не чаще одного раза в поколение.

Признаки проблем

Внешние дисбалансы достигли своей высшей точки накануне мирового финансового кризиса. С помощью проводимой ежегодно оценки внешнеэкономического положения МВФ старается выявить риски на ранней стадии, до того как дисбалансы примут дестабилизирующий характер.

(В процентах мирового ВВП)



Источники: МВФ, база данных «Перспективы развития мировой экономики»; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Совокупные профицит и дефицит могут немного различаться в результате статистических погрешностей.



Оценка внешних дисбалансов

Что может сделать МВФ в рамках своего мандата, чтобы уменьшить риск дестабилизирующих дисбалансов счетов текущих операций? С учетом одного из уроков мирового финансового кризиса, с 2012 года мы проводим систематические ежегодные оценки по 28 странам мира с крупнейшей экономикой и зоне евро. На эти страны в общей сложности приходится более 85 процентов мирового ВВП.

Цель этой работы — раннее выявление сопряженных с риском событий и предоставление странам рекомендаций по экономической политике для преодоления потенциально дестабилизирующих дисбалансов. Ее результаты приводятся как в ежегодных докладах по консультациям в соответствии со Статьей IV по каждому государству-члену, так и в публикуемом раз в год комплексном [Докладе по внешнеэкономическому сектору](#). Эта оценка проводится на многосторонней основе, поскольку в ней рассматриваются не двусторонние балансы данной страны, а ее операции со всем остальным миром. Эта ее направленность принципиально важна для выявления макроэкономических истоков глобальных дисбалансов.

Поскольку наличие некоторых дисбалансов может быть оправданным, главная задача состоит в определении того, какой уровень внешнего профицита (или дефицита) является обоснованным, а какой — слишком большим, или «чрезмерным». Ввиду того, что факторы, определяющие сальдо счета текущих операций, очень сложны, едва ли возможно найти какой-то простой метод для выявления чрезмерных дисбалансов, который бы давал

правильный ответ по каждой стране. Именно поэтому МВФ разработал подробную методологию оценки, которая, хотя и не идеальна, но, по нашему мнению, хорошо сочетает в себе экономическую теорию, статистические расчеты и знания по конкретным странам для оценки потенциальных рисков.

Основные элементы

Концептуально наши внешние оценки сопоставляют *фактическое* сальдо счета текущих операций страны с *нормой* счета текущих операций. Мы используем последовательность из четырех шагов:

Четырехшаговый процесс качественной оценки внешней сбалансированности

Оценка приемлемости дисбалансов счета текущих операций важна для того, чтобы на раннем этапе выявлять связанные с риском изменения и избегать нарушений в функционировании экономики. Применяемый МВФ четырехшаговый процесс может помочь выяснить, в каких случаях фактические уровни сальдо счета текущих операций оправданы, а в каких становятся чрезмерными. Сначала, используя свою модель оценки внешней сбалансированности (ОВС), сотрудники МВФ оценивают сальдо счета текущих операций, соответствующее основным экономическим показателям страны (ШАГ 1). Затем сотрудники МВФ оценивают, как выглядело бы это расчетное сальдо, если бы страна приняла желаемые меры политики для достижения нормального состояния счета текущих операций (ШАГ 2). Далее сотрудники МВФ уточняют эту норму с учетом присущих данной стране факторов, не отраженных в модели (ШАГ 3). Разница между фактическим сальдо счета текущих операций и его отклонением в большую или меньшую сторону от нормы для этой страны согласно оценке персонала МВФ (ШАГ 3) представляет собой разрыв счета текущих операций (ШАГ 4).



www.imf.org
fb.com/IMF
@IMFNews

Шаг 1: Прогноз счета текущих операций. Отправной точкой является модель оценки внешней сбалансированности (ОВС). Эта модель оценивает «среднее» сальдо счета текущих операций страны с определенными характеристиками (скажем, демографической структурой или уровнем дохода) и направленностью экономической политики (например, налогово-бюджетной). В качестве дополняющей информации и контрольной меры мы также применяем аналогичные модели к реальному эффективному обменному курсу с целью получения эталонного показателя для оценки заниженных или завышенных уровней.

Шаг 2: Норма ОВС. «Среднее» не обязательно означает «оптимальное» или «желаемое». Например, если страна проводит не соответствующую существующим условиям налогово-бюджетную политику (слишком мягкую или слишком жесткую), мы рассчитываем сальдо счета текущих операций, которое *имело бы место* при проведении обоснованной налогово-бюджетной политики. Замещение фактических мер политики *желаемыми* в модели ОВС дает *норму* счета текущих операций.

Шаг 3: Норма согласно оценке персонала МВФ. Совершенных моделей не существует. В связи с этим нередко приходится корректировать оценки модели с учетом не отраженных в ней факторов для конкретной страны, используя информацию, полученную нашими группами по конкретным странам в процессе консультаций. Рассмотрим пример молодой и быстро развивающейся страны. Модель может указывать на обоснованность в отдельном случае крупного дефицита счета текущих операций — больше, чем страна обычно в состоянии финансировать. В этом случае мы корректируем оценку нормы счета текущих операций в сторону повышения (то есть, в сторону меньшего дефицита). Мы всячески стремимся сделать эти корректировки максимально точными и объективными, а также взаимно согласованными (то есть их общие суммы сходятся).

Шаг 4: Разрыв счета текущих операций. Разница между фактическим сальдо счета текущих операций и полученной персоналом МВФ нормой представляет собой «разрыв счета текущих операций» — основу наших оценок. В концептуальном плане этот разрыв отражает все, что ведет к отклонению внешнего равновесия от надлежащего уровня — от неадекватной макроэкономической политики до внутренних искажений. Эти разрывы затем преобразуются в качественные оценки (широкие категории таких оценок схематично показаны на рис. 2) в качестве основы для обсуждения оптимальных мер политики для устранения таких разрывов.

Эволюция внешних оценок

Важно помнить о том, что и нормы, и сальдо счета текущих операций со временем меняются. Внешние оценки являются отражением определенного момента, а не принципиальным заключением относительно постоянного характера данной экономики.

Кроме того, как бы мы ни старались, нельзя исключить ошибки. По этой причине мы вводим доверительные интервалы вокруг наших оценок. Но и при этом можно упустить из

виду какие-то существенные факторы. Поэтому, как и во всех других случаях, важно не преувеличивать свои возможности: мы используем все наши знания при проведении внешних оценок, но это не означает, что они безупречны, — поэтому мы непрерывно работаем над совершенствованием и уточнением нашей [модели ОВС](#) и соответствующего анализа.

Глобальное общественное благо

В конечном счете, оценки МВФ являются аналитическим инструментом — не более и не менее того — для ответа на трудный и нередко спорный вопрос о том, когда внешние дисбалансы оправданны, а когда они сигнализируют о рисках. В этом качестве они служат важным общественным благом, предупреждая мировое сообщество о потенциальных проблемах платежного баланса, которые странам необходимо решать сообща. Что наш анализ и наши рекомендации были действенными, необходимо, чтобы директивные органы были готовы их выслушивать внимательно и без предубеждения и обладали волей действовать.

Преодоление чрезмерных глобальных дисбалансов является общей задачей. Ни одна страна не способна действительно решить ее своими силами. Все страны должны объединить усилия на общее благо. В противном случае мы будем подвергать себя риску кризисов, подобных тем, что подрывали мировую стабильность в прошедший период.



Морис Обстфельд, находящийся в отпуске из Калифорнийского университета в Беркли, является экономическим советником и директором Исследовательского департамента Международного Валютного Фонда. В Беркли он является профессором экономики на кафедре выпуска 1958 года, а ранее был заведующим отделением экономики (1998–2001 годы). До прихода в Беркли в качестве профессора в 1991 году он занимал постоянную должность в

Колумбийском университете (1979–1986 годы) и в Университете Пенсильвании (1986–1989 годы), а также являлся приглашенным научным сотрудником в Гарварде (1989–1990 годы). Он получил докторскую степень по экономике в МИТ в 1979 году после учебы в Университете Пенсильвании (степень бакалавра, 1973 год) и в Королевском колледже Кембриджского университета (степень магистра, 1975 год).