

Глобальные экономические дисбалансы в современном мире

УДК:330.1; ББК: 65.01; Jel: A10
DOI: 10.24412/2072-8042-2025-3-23-42

Александра Викторовна БОЖЕЧКОВА,

*Институт экономической политики
им. Е.Т. Гайдара (125993, Россия, Москва, Газетный
пер., д. 3-5, стр. 1), лаборатория денежно-кредит-
ной политики – старший научный сотрудник,
e-mail: bojchkova@iep.ru*

Софья Игоревна КОЛЕСНИК,

*Институт экономической политики
им. Е.Т. Гайдара (125993, Россия, Москва, Газетный
пер., д. 3-5, стр. 1), лаборатория денежно-кредит-
ной политики – научный сотрудник;
МГУ им. М.В. Ломоносова, экономический
факультет – ассистент кафедры микро- и
макрэкономического анализа,
e-mail: kolesnik@iep.ru*

Павел Вячеславович ТРУНИН,

*Институт экономической политики
им. Е.Т. Гайдара (125993, Россия, Москва, Газетный
пер., д. 3-5, стр. 1), научное направление «Макроэко-
номика и финансы» – ведущий научный сотрудник;
Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте
Российской Федерации – директор Центра изучения
проблем центральных банков Института приклад-
ных экономических исследований, e-mail: pt@iep.ru*

Аннотация

Статья посвящена комплексному анализу глобальных экономических дисбалансов. Рассматриваются основные причины и факторы, включая влияние глобализации, пандемии COVID-19 и международных кризисов, а также роль международной инвестиционной позиции и переоценки активов. Предполагается, что некоторое уменьшение масштабов дисбалансов может произойти за счёт замедления мировой экономики и стабилизации энергетических рынков, однако их стойкость поддерживается ведущим статусом доллара. В долгосрочной перспективе многополярная трансформация валютной системы способна ослабить эти дисбалансы, хотя США сохранят своё доминирование в мировой финансовой системе.

Ключевые слова: глобальные дисбалансы, текущий счет, резервные валюты, инвестиционная позиция, переоценка активов.



Global Economic Imbalances in the Modern World

Alexandra Viktorovna BOZHECHKOVA,

*Gaidar Institute for Economic Policy (3-5 Gazetny lane, Moscow, 125993 Russia),
Monetary Policy Laboratory - Senior Researcher, e-mail: bojchekova@iep.ru*

Sofya Igorevna KOLESNIK,

*Gaidar Institute for Economic Policy (3-5 Gazetny lane, Moscow, 125993 Russia),
Monetary Policy Laboratory – Research Fellow, Lomonosov Moscow State University,
Faculty of Economics, e-mail: kolesnik@iep.ru*

Pavel Vyacheslavovich TRUNIN,

*Gaidar Institute for Economic Policy (3-5 Gazetny lane, Moscow, 125993 Russia),
Macroeconomics and Finance Division – Leading Research Fellow;
The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA) –
Head of the Center for Central Banks` Studies, e-mail: pt@iep.ru*

Abstract

The article focuses on a comprehensive analysis of global economic imbalances. It examines their main causes and factors, including the impact of globalization, the COVID-19 pandemic and international crises, as well as the role of international investment position and asset revaluation. The study suggests that slower global growth and lower volatility in energy markets may slightly reduce the imbalances. However, the dominance the US dollar contributes to their persistence. The shift towards a multipolar monetary system could weaken these imbalances in the long term, although the United States are likely to preserve its monetary hegemony.

Keywords: global imbalances, current account, reserve currencies, investment position, asset revaluation.

ВВЕДЕНИЕ

На протяжении последних десятилетий мировая экономика функционирует в условиях глобальных дисбалансов, проявляющихся в устойчивых профицитах/дефицитах сальдо торгового баланса у различных групп стран, а также в устойчивых знаках сальдо инвестиционной позиции этих же групп. Дисбалансы в мировой экономике возникают в результате взаимодействия множества факторов, оказывающих влияние на международные потоки товаров, услуг и капитала. Причины возникновения глобальных дисбалансов многообразны и включают в том числе глобальный излишек сбережений при ограниченном предложении безрисковых активов, значительные колебания цен на энергоносители, демографические характеристики стран, их фискальная политика, повышение макроэкономической стабильности и снижение волатильности мировых валютных курсов и др.

Устойчивые масштабные размеры дисбалансов приводят к появлению стран, являющихся хроническими нетто-кредиторами и нетто-должниками остального мира, определяя накопление больших объемов внешней задолженности и рисков, которые могут вызвать финансовые и валютные кризисы, потерю контроля над долгом, а также ограничить возможности для инвестиций и экономического роста, что негативно отразится на мировой финансовой стабильности. Устойчивость глобальных дисбалансов в существенной степени связана с доминирующей ролью доллара США, позволяющей экономике США финансировать дефицит счета текущих операций, осуществляя внешние заимствования.

Такие глобальные потрясения последних десятилетий, как мировой финансовый кризис и пандемия COVID-19, вновь актуализировали изучение глобальных дисбалансов для понимания текущих и будущих вызовов мировой экономики. Целью данной статьи является анализ современного состояния глобальных дисбалансов, выявление ключевых факторов их динамики и перспектив трансформации.

Статья имеет следующую структуру: в первой части представлен анализ эволюции глобальных дисбалансов и обсуждается роль изменения структуры счета текущих операций крупнейших экономик мира в их формировании. Во второй части рассматриваются факторы, формировавшие глобальные дисбалансы в 2000-е, 2010-е, начале 2020-х гг. В третьей части статьи обсуждается инвестиционный подход к анализу глобальных дисбалансов или подход с позиции запасов, позволяющий анализировать роль трансграничных потоков капитала и эффекта переоценки активов в формировании глобальных дисбалансов. В заключении приведены выводы и среднесрочные перспективы развития глобальных дисбалансов.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ: КЛЮЧЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Под глобальными дисбалансами понимается явление¹, при котором некоторые ведущие экономики мира, в частности США, характеризуются устойчивым и значительным дефицитом текущего счета платежного баланса, что соответствует большим профицитам в других странах, особенно в экспортоориентированных экономиках Восточной Азии (таких как Китай, Япония, Южная Корея, Тайвань) и странах, экспортирующих нефть (например, Саудовской Аравии, Норвегии, России) (см. рисунок 1). Причины возникновения глобальных дисбалансов многообразны, а отсутствие автоматических механизмов для их выравнивания рассматривается в экономической литературе как большой недостаток международной валютной системы².

Глобальные дисбалансы активно обсуждаются в экономической литературе на протяжении последних двадцати лет и рассматриваются как устойчивый макроэкономический феномен, сформировавшийся под действием межстрановых различий в моделях сбережений и инвестиций, обусловленных естественными



колебаниями уровней экономического развития, темпах экономического роста, демографических тенденций и т.д.³. Накопление глобальных дисбалансов сопровождается негативными внешними эффектами. Так, глобальные дисбалансы могут способствовать трансмиссии экономических шоков от одной экономики в другую, представляя угрозу для финансовой стабильности, повышая уязвимость стран к финансовым кризисам. Помимо этого, глобальные дисбалансы могут сигнализировать о скрытых рисках, накапливающихся в финансовой системе и усиливающих её нестабильность (например, рисках несоответствия срочной структуры иностранных активов и обязательств, рисках дефолта по долговым обязательствам перед нерезидентами, рисках неожиданного разворота потоков капитала).⁴

Проблема глобальных дисбалансов не сводится к появлению дефицитов и профицитов текущих счетов как таковых, а акцентирует внимание на их значительных объемах в абсолютном и относительном выражении. Так, своего пика глобальные дисбалансы достигли в преддверии мирового финансового кризиса 2007-2009 гг.: за 1999-2007 гг. дефицит счета текущих операций США вырос в абсолютном выражении в 2,6 раза и достиг 5,1% ВВП, тогда как профицит текущего счета Китая увеличился в 16,7 раз до 10% ВВП, профицит текущего счета Германии к 2007 г. вырос до 6,9% ВВП, Японии – до 4,6% ВВП.

В период после мирового финансового кризиса в условиях падения объемов международной торговли произошло резкое сокращение глобальных дисбалансов, сохранявшееся до 2019 г. Однако с наступлением пандемии COVID-19 глобальные дисбалансы увеличились в результате масштабных бюджетных стимулов, направленных на поддержку частного сектора, роста цен на сырьевые товары, а также изменения структуры международной торговли в пользу торговли товарами при падении торговли услугами⁵. По всей видимости, изменение структуры спроса на импорт в пользу товаров оказал влияние на временное перемещение позиции стран остального мира из группы нетто-импортеров в группу нетто-экспортеров в 2020-2021 гг. (см. рисунок 1).

По итогам в 2022 г. дефицит счета текущих операций США составил 3,8% ВВП, увеличившись по сравнению с 2019 г. в 2,2 раза в абсолютном выражении, а профицит текущего счета Китая – 2,2% ВВП (рост в 4 раза в абсолютном выражении по отношению к 2019 г.), Германии – 4,2% ВВП, Японии – 2,1% ВВП. В 2023 г. после временного всплеска, обусловленного пандемией COVID-19, глобальные дисбалансы вернулись к допандемийному уровню. Существенный вклад в это снижение внесло сокращение счета текущих операций стран-экспортеров сырья в условиях снижения мировых цен на сырьевые товары, сокращение объемов международной торговли в условиях жестких глобальных финансовых условий, а также геополитическая фрагментация⁶.

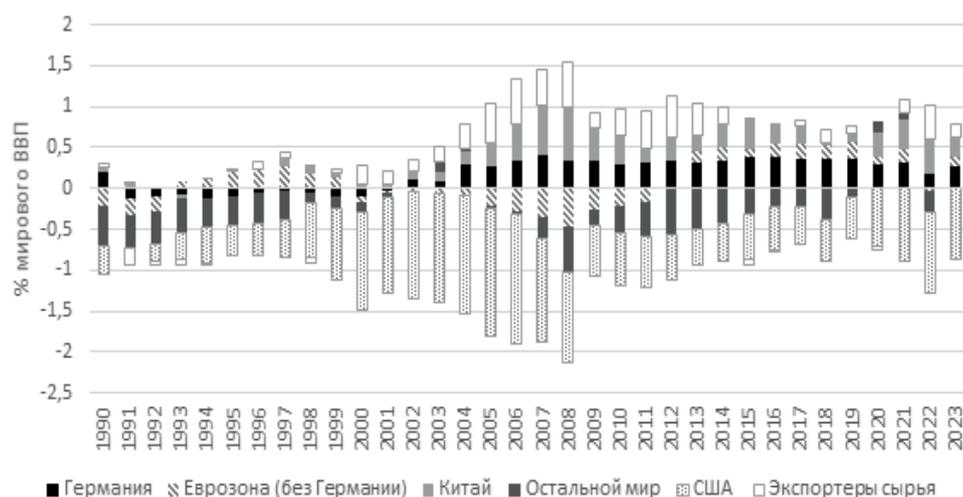


Рис. 1. Сальдо счета текущих операций по странам и регионам относительно мирового ВВП

Fig. 1. Current account balances by countries and regions relative to global GDP

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ. URL: <https://www.imf.org> (дата обращения: 16.01.2025).

Значимую роль в динамике глобальных дисбалансов на протяжении последних десятилетий играет изменение структуры счета текущих операций в пользу баланса услуг и первичных доходов относительно баланса торговли товарами. Так, например, для экономики Китая характерен профицит во внешней торговле товарами и дефицит в торговле услугами, тогда как в США наблюдается обратная ситуация (см. рисунок 2). Несмотря на меньшие объемы по сравнению с торговлей товарами, постепенно растущие объемы международной торговли услугами сокращали глобальные дисбалансы в период после мирового финансового кризиса в связи с противоположным знаком баланса торговли услугами по сравнению с балансом торговли товарами при слабой динамике мировой торговли товарами относительно ВВП.

В условиях растущего протекционизма и замедления роста мировой торговли товарами развитие цифровых технологий ускорило международную торговлю услугами, особенно в развитых странах. Это привело к тому, что страны, являющиеся чистыми экспортерами товаров, такие как Китай, сосредоточены на производстве и экспорте промышленной продукции, но при этом испытывают потребность в импорте высокотехнологичных и финансовых услуг, которые необходимы для поддержки производственных процессов и экономического роста. Одновременно



в развитых странах с дефицитом торгового баланса товаров, таких как США, в структуре выпуска преобладает сектор услуг. Такое распределение способствует частичному сглаживанию глобальных дисбалансов, поскольку торговля услугами компенсирует дисбалансы, связанные с товарами.

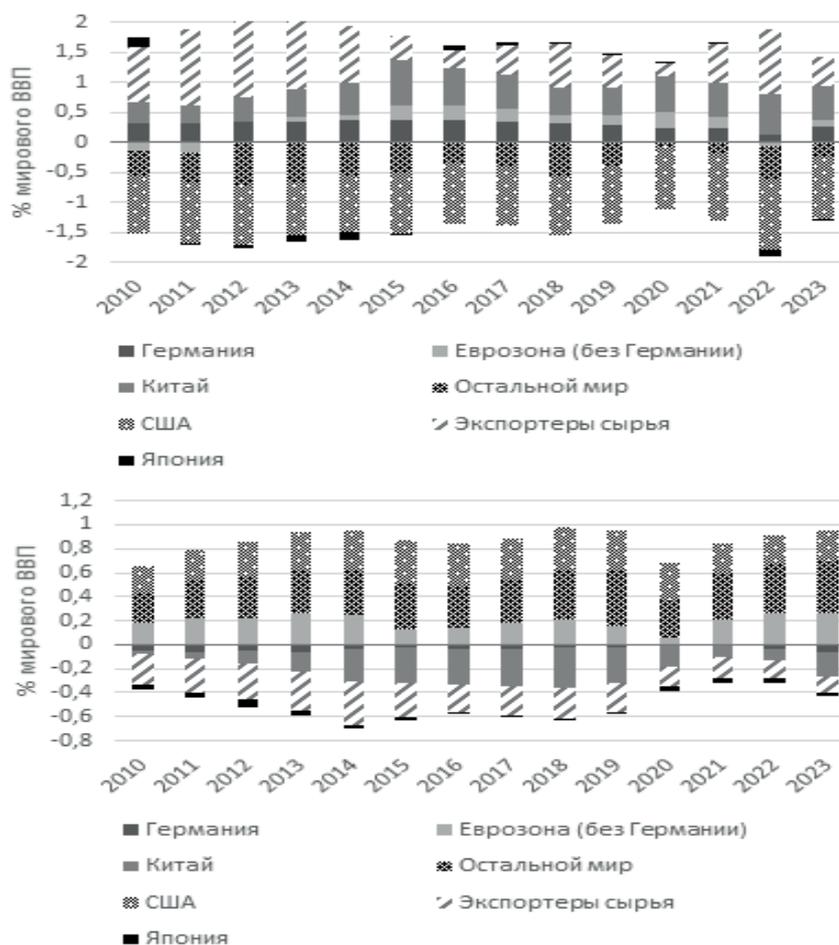


Рис. 2. а) Торговый баланс по товарам относительно мирового ВВП; б) Торговый баланс по услугам относительно мирового ВВП
 Fig. 2. a) Trade balance in goods relative to global GDP; b) Trade balance in services relative to global GDP

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ. URL: <https://www.imf.org> (дата обращения: 16.01.2025).

Заметным трендом в изменении структуры счета текущих операций крупнейших экономик мира на протяжении последних десятилетий является также увеличение доли потоков первичных доходов относительно торговых потоков (см. рисунок 3). Накопление глобальных дисбалансов, вызывая рост чистых инвестиционных позиций стран, приводит к увеличению чистого процентного дохода, являющегося компонентой счета текущих операций. Чем выше процентная ставка по внешним активам и обязательствам, тем больше доля потоков первичного дохода в объеме торговых потоков (в период 2016-2022 гг. в США доля первичных доходов в общем объеме торговых потоков в среднем превышала 30%, в Евроне (исключая Германию) – 20%, в Китае – 10%). Отмеченная тенденция приобретает особую актуальность в контексте увеличения процентных ставок в развитых и развивающихся странах в 2022–2023 гг. Учитывая, что положительные первичные доходы характерны для стран нетто-кредиторов, тенденция роста доли первичных доходов в счете текущих операций является фактором инертности глобальных дисбалансов.

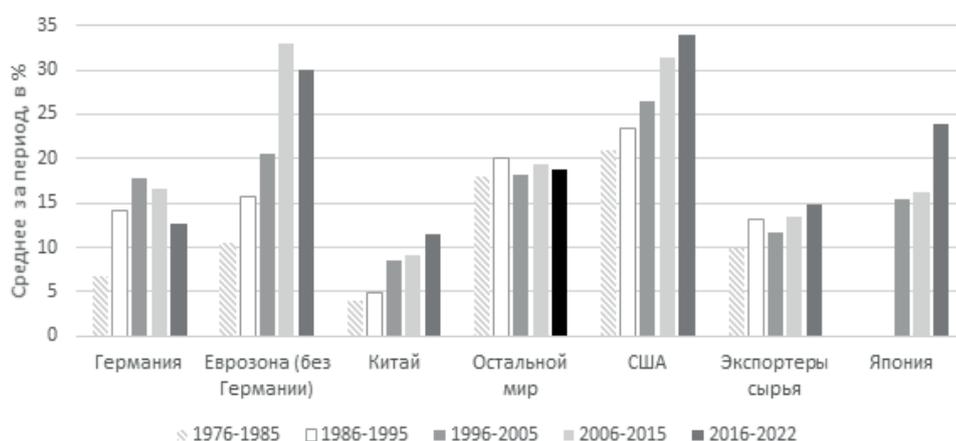


Рис. 3. Отношение потоков первичных доходов к торговым потокам

Fig. 3. Ratio of primary income flows to trade flows

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ. URL: <https://www.imf.org> (дата обращения: 16.01.2025).

ГЛОБАЛЬНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ: ПРИЧИНЫ

Тенденции в области дисбалансов в мировой экономике формируются в результате взаимодействия множества факторов, оказывающих влияние на международные потоки товаров, услуг и капитала. Чтобы оценить перспективы развития глобальных дисбалансов, рассмотрим причины их возникновения. В экономической



литературе выделяется множество различных причин глобальных дисбалансов. Так, в ряде исследований отмечается, что определяющую роль в формировании макроэкономических глобальных дисбалансов играет экономика США⁷. Дефицитным счёт текущих операций США стал ещё в начале 1980-х гг. в результате значительного снижения налогов, формирования дефицита государственного бюджета и сокращения национальных сбережений. Рост цен на нефть из-за нефтяных кризисов и эмбарго в 1980-х годах также внес важный вклад в ухудшение торгового баланса США. Растущий в 1990-е гг. дефицит текущего счета сопровождался ростом иностранных инвестиций в акции американских технологических компаний. Однако наиболее ярко проблема глобальных дисбалансов стала проявляться с начала 2000-х гг. Так, в 2000 г. кризис дот-комов привел к падению инвестиций и рецессии, в ответ на что ФРС США снизила процентные ставки. Низкие процентные ставки способствовали росту спроса на недвижимость и снижению внутренних сбережений, способствуя формированию глобальных дисбалансов. В дальнейшем в 2000-е гг. дефицит текущего счета продолжал расти в условиях сокращения национальных сбережений по мере усиления ипотечного бума в условиях низких процентных ставок. В результате чистая норма сбережений домохозяйств в США оказалась отрицательной. Отметим, что цены на недвижимость росли и за пределами США, например, в Великобритании и Испании, где в 2000-е гг. также наблюдался дефицит текущего счета.

Иностранные инвесторы продолжают финансировать дефицит США благодаря ключевой роли доллара как мировой резервной валюты и значимости американского финансового рынка. Кредитование США внешним миром осуществляется преимущественно через покупку государственных облигаций, которые, несмотря на низкую доходность, пользуются высоким спросом из-за их надежности и стабильности. Высокий уровень развития финансовых рынков США, их значительная глубина, открытость, ликвидность, качество регулирования способствуют привлечению сбережений из-за рубежа. Значительный мировой спрос на безрисковые финансовые инструменты, казначейские облигации США, определяет востребованность доллара как “безопасного” актива даже в периоды экономических и финансовых кризисов⁸.

Объясняя, почему развивающиеся страны Восточной Азии, включая Китай, а также страны-экспортеры сырья стали крупными чистыми кредиторами на международных финансовых рынках, Бернанке предлагает гипотезу глобального излишка сбережений и выделяет несколько причин формирования глобальных дисбалансов⁹. Так, страны с формирующимися рынками начали активно накапливать международные резервы после Азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов, чтобы иметь возможность препятствовать обесценению обменного курса и избежать дефолта по обязательствам в иностранной валюте в случае финансовой нестабильности. Крупные резервные активы защитили развивающиеся страны от

последствий внезапной остановки притока капитала в период мирового финансового кризиса.

При этом развивающиеся страны с профицитом текущего счета и недостаточным уровнем развития внутренних финансовых рынков преимущественно предъявляют спрос на государственные ценные бумаги США, такие как казначейские облигации. Около 60% мировых валютных резервов хранится в долларах, и такая «непомерная привилегия» США способствует устойчивости глобальных дисбалансов (см. рисунок 4).

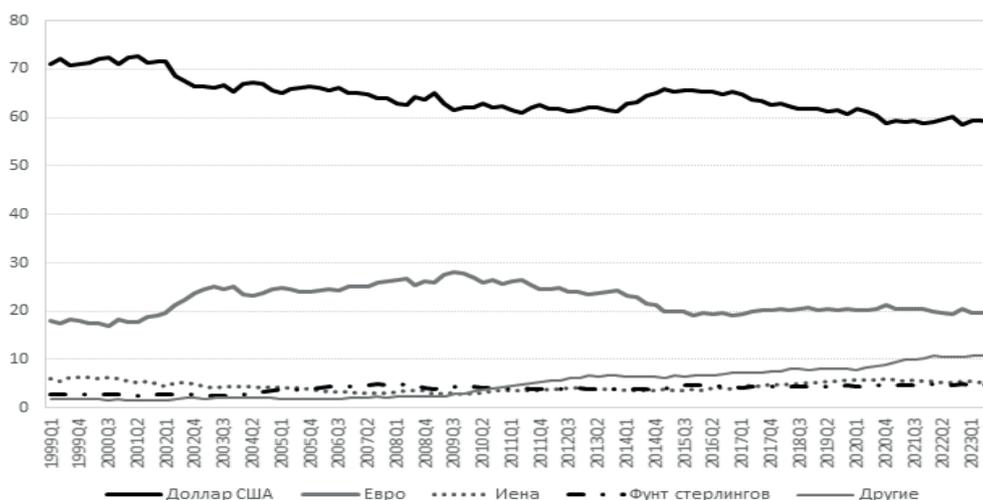


Рис. 4 - Доля валюты в международных резервах (%)

Fig. 4 - Currency shares in international reserves (%)

Источник: составлено авторами на основе данных COFER, МВФ. URL: <https://www.imf.org> (дата обращения: 16.01.2025).

Отметим, что в последние годы в структуре держателей-нерезидентов долгосрочных казначейских облигаций США возрастает роль частных инвесторов и снижается доля органов государственного управления. Так, за период с января 2020 по апрель 2024 гг. доля иностранных частных инвесторов, приобретающих долгосрочные государственные ценные бумаги США, возросла с 38,7% до 49,4%¹⁰. Описанные тенденции означают, что несмотря на некоторое снижение спроса на доллар США в качестве резервной валюты со стороны центральных банков, он сохраняет свое доминирующее положение, в том числе в результате повышения привлекательности американских активов для частного сектора.



Несмотря на тенденцию к некоторой диверсификации международных резервов, согласно индексу совокупного использования¹¹, который рассчитывается ФРС США, доллар является не только доминирующей валютой международных резервов, но и ключевой валютой торговых счетов, валютного и кредитного рынков¹². Доля доллара в международных расчетах значительно превышает долю других валют: в 88% сделок на спотовом, форвардном или своповом рынках один из контрагентов использует доллар США в качестве расчетной единицы. При этом указанная доля доллара США в международных расчетах остается стабильной с течением времени, что свидетельствует о прочном положении доллара США в международной финансовой системе.

Некоторые авторы предлагают объяснение глобальных дисбалансов через различия в способности стран страховать идиосинкратический риск различного характера, будь то рыночный риск, кредитный риск, политический риск и др¹³. Из мотива предосторожности экономические агенты из развивающихся стран, характеризующихся низким уровнем финансового развития, проявляют склонность к более высоким уровням сбережений. Таким образом, переток капитала в страны с более развитой финансовой системой и покупка активов с низкой риск-премией способствуют снижению мировой процентной ставки. Падение мировой процентной ставки в 2000-е годы стимулировало рост спроса на кредиты в США, особенно ипотечные, благодаря развитости их финансовой системы, активной политике доступного кредитования и роли доллара как мировой резервной валюты. Это привело к снижению нормы сбережений, сделав США центром притока капитала и роста кредитования в условиях низких мировых ставок, что, в свою очередь, усилило глобальные дисбалансы текущего счета.

Однако мотивация властей развивающихся стран накапливать международные резервы, а также частных экономических агентов инвестировать в более надежные активы не ограничивается исключительно стремлением к самострахованию. Значительные сбережения экспортоориентированных стран Восточной Азии могли возникнуть как побочный результат политики валютных интервенций, направленной на предотвращение укрепления национальной валюты. Например, Китай, Южная Корея, Япония используют стратегию поддержания конкурентоспособности своих товаров на мировых рынках, проводя валютные интервенции по покупке долларов США и тем самым способствуя формированию устойчивого профицита счета текущих операций. Согласно Dooley et al. (2004), дефицит текущего счета США является следствием скоординированных усилий государств Восточной Азии, рассматривающих финансирование дефицита США как компенсацию за получение доступа к американским рынкам¹⁴.

Бернанке подчеркивает¹⁵, что глобальные дисбалансы могут быть обусловлены стабильным профицитом счета текущих операций стран, специализирующихся на

экспорте нефти, таких как Россия или Саудовская Аравия. С начала 2000-х г. наблюдался устойчивый рост цен на энергоносители, что привело к увеличению доходов этих стран. Сырьевые доходы направлялись не только на потребление, но и на сбережения, в том числе накопление суверенных фондов. В результате экспортные доходы частично реинвестировались и возвращались на мировые финансовые рынки. Экономика США играла заметную роль в этом процессе, так как доллар является основной валютой для торговли нефтью, и значительная доля валютных резервов стран-нефтеэкспортеров вкладывалась именно в долларовые активы. Следует отметить, что степень влияния цен на сырьевые товары на формирование глобальных дисбалансов снизилась после мирового финансового кризиса, когда устойчивый рост цен на нефть прекратился.

Глобальные дисбалансы также могут объясняться демографическими характеристиками стран. Темпы роста численности населения и его возрастная структура могут оказывать воздействие на чистые сбережения. Страны со стареющим населением характеризуются обычно более значительными сбережениями, что объясняется желанием экономических агентов иметь достаточный объем ресурсов для поддержания потребления в пенсионном возрасте. Если возможности для внутренних инвестиций ограничены, избыточные сбережения направляются за рубеж, что способствует формированию профицита счета текущих операций. Страны с относительно высокой долей молодого населения и стремительно растущей экономикой, обладающие многочисленными внутренними инвестиционными возможностями, могут извлечь выгоду из внешнего финансирования и позволить себе дефицит текущего счета. Фактор демографической структуры населения позволяет объяснить, почему страны с быстро стареющим населением, такие как Германия, Япония или Китай, могут иметь значительный внешний профицит текущего счета. Также благодаря более молодому населению США могут позволить себе более высокие темпы потребления и заимствований, что усиливает их зависимость от внешнего финансирования и углубляет дефицит текущего счета. Эмпирическое исследование¹⁶ подтверждает, что изменения чистой позиции по иностранным активам отрицательно связаны с долей молодых возрастных когорт и положительно – с долей населения пенсионного возраста.

Увеличение глобальных дисбалансов в период и после пандемии коронавируса, несмотря на временное сокращение объемов международной торговли товарами и услугами, преимущественно обусловлено беспрецедентными бюджетными стимулами, направленными на поддержку частного сектора через осуществление трансфертов фирмам и домохозяйствам, и масштабным накоплением частных сбережений¹⁷. Помимо этого, нарастанию глобальных дисбалансов способствовало динамичное восстановление совокупного спроса по мере ослабления карантинных мер при ограниченных возможностях увеличения предложения в условиях перебоев в поставках на глобальных рынках, восстановление экономической актив-



ности в Китае, рост торгового баланса стран-экспортеров сырья в результате роста мировых цен на сырьевые товары. В результате рост торгового профицита в Китае и странах-экспортерах сырья сопровождался усилением финансового профицита в США, вызванного повышением привлекательности американских активов для инвесторов в условиях ожидания ужесточения и в дальнейшем фактического ужесточения монетарной политики ФРС США, неопределенностью относительно перспектив роста мировой экономики.

Выявленные причины глобальных дисбалансов свидетельствуют о важности изучения данного феномена не только с точки зрения тенденций в области международной торговли и соотношения счета текущих операций разных стран, но и с позиции глобальных потоков капитала и накопления чистых иностранных активов.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ И ПЕРЕОЦЕНКА АКТИВОВ

Устойчивые глобальные дисбалансы потоков платежного баланса приводят к накоплению дисбалансов в запасах и формированию устойчивых межстрановых различий в чистой инвестиционной позиции, представляющей собой разницу между иностранными активами и обязательствами страны (см. рисунок 4). Страны, характеризующиеся устойчивым положительным сальдо счета текущих операций, также, как правило, характеризуются положительной чистой инвестиционной позицией, тогда как страны нетто-импортеры являются нетто-должниками остального мира. В этой связи в современных исследованиях глобальных дисбалансов большое внимание уделяется анализу чистой инвестиционной позиции¹⁸.

Сальдо счета текущих операций экономики за некоторый период времени не совпадает с изменением чистой инвестиционной позиции за этот же период из-за эффекта переоценки рыночной стоимости накопленных активов и обязательств, а также валютной переоценки. Например, снижение стоимости финансовых активов (их отрицательная переоценка) оказывает влияние как на величину внешних обязательств, так и активов. Страны с положительной чистой инвестиционной позицией (например Китай) понесут потери в связи с отрицательной переоценкой активов, тогда как страны с отрицательной позицией (например США) выиграют в результате снижения их внешних обязательств.

Суммарная величина мировых активов и обязательств характеризовалась устойчивым ростом в 1990-2000-е гг. в условиях увеличения объемов международной торговли и активной либерализации трансграничных потоков капитала (см. рисунок 4). В период после мирового финансового кризиса данный процесс замедлился (см. рисунок 5). Тем не менее, в 2020 г. позиция по иностранным активам и обязательствам достигла исторического максимума, что обусловлено не только ростом объемов международной торговли, но и значительной положительной переоценкой активов США и ряда других развитых стран в кризисных условиях.

В постпандемийный период эффект переоценки продолжил вносить существенный вклад с формированием глобальных дисбалансов в терминах запасов. Так, положительная переоценка американских активов в условиях глобальной неопределенности в 2023 г. улучшила положение нетто-кредиторов (например, Германия, Япония, Китай) и усилила отрицательную чистую инвестиционную позицию нетто-должников (США).



Рис. 5. Сумма активов и обязательств в различных странах и регионах относительно мирового ВВП

Fig. 5. Total assets and liabilities in different countries and regions relative to global GDP

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ. URL: <https://www.imf.org> (дата обращения: 16.01.2025).



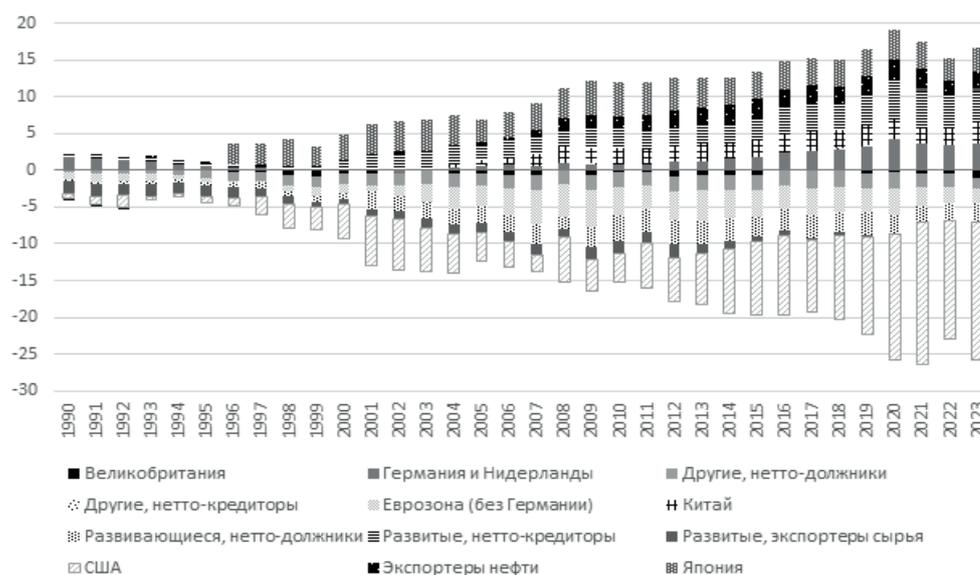


Рис. 6. Международная инвестиционная позиция в различных странах и регионах относительно мирового ВВП

Fig. 6. Net international investment position in different countries and regions relative to global GDP

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ. URL: <https://www.imf.org> (дата обращения: 16.01.2025).

Gourinchas, Rey (2014) также отмечают, что при анализе глобальных дисбалансов крайне важно учитывать эффект переоценки активов¹⁹. На примере США (см. рисунок 6) показано, что в 2000-2010-е гг. накопленный счёт текущих операций (в % ВВП) в абсолютном выражении превышал чистую инвестиционную позицию. Это указывает на то, что несмотря на устойчивый дефицит текущего счёта США, масштабы глобальных дисбалансов в отдельные периоды являются меньшими при их оценке с помощью величины чистых иностранных активов.

Отметим, что после мирового финансового кризиса разрыв между величиной накопленного счёта текущих операций США и чистыми иностранными активами стал сокращаться. Так, мировой финансовый кризис привёл к падению доходности иностранных активов резидентов США. Однако американские обязательства, такие как государственные облигации, остались привлекательными для иностранных инвесторов благодаря их высокой надёжности. Это привело к опережающему

росту иностранных обязательств США по сравнению с активами. Таким образом, сочетание устойчивого дефицита текущего счёта, отрицательной переоценки активов, роста обязательств перед нерезидентами привело к росту отрицательной чистой инвестиционной позиции США в 2010-е гг. и усилению глобальных дисбалансов.

В Китае наблюдается противоположная ситуация: накопленный счёт текущих операций стабильно превышает чистую инвестиционную позицию. Подобная картина характерна для Японии, еврозоны и стран-экспортеров нефти, включая Россию. Это говорит о том, что для этих стран проблема глобальных дисбалансов может быть менее масштабной, чем при анализе сальдо счёта текущих операций.

Таким образом, с начала 2000-х гг. трансграничные валовые позиции по активам и обязательствам значительно увеличились, особенно в развитых странах (см. рисунок 5), что объясняется финансовой глобализацией, упрощением осуществления трансграничных транзакций, снижением барьеров для мобильности капитала. При этом существует неоднородность в структуре активов инвестиционных позиций: развитые страны, как правило, имеют длинную позицию по рискованным активам, в то время как развивающиеся, наоборот, короткую. Инвесторы из развитых стран чаще предпочитают длинные позиции, что означает, что они ожидают повышения цен на рискованные активы, такие как акции высокотехнологичных компаний. Это объясняется их готовностью принимать больший уровень риска с целью достижения более высоких доходов. В то же время инвесторы из развивающихся стран, наоборот, чаще занимают короткие позиции по рискованным активам из-за более консервативного подхода к инвестированию и стремления к защите капитала²⁰. Всё большая доля в изменении чистых инвестиционных позиций стран объясняется эффектом переоценки активов и обязательств. Как отмечалось выше, эта переоценка может быть обусловлена изменениями цен на активы, колебаниями валютных курсов или изменением процентных ставок. Эффект переоценки активов и обязательств играет важную роль, поскольку он способен как усиливать негативные последствия глобальных дисбалансов, так и, наоборот, смягчать их воздействие на чистую инвестиционную позицию.



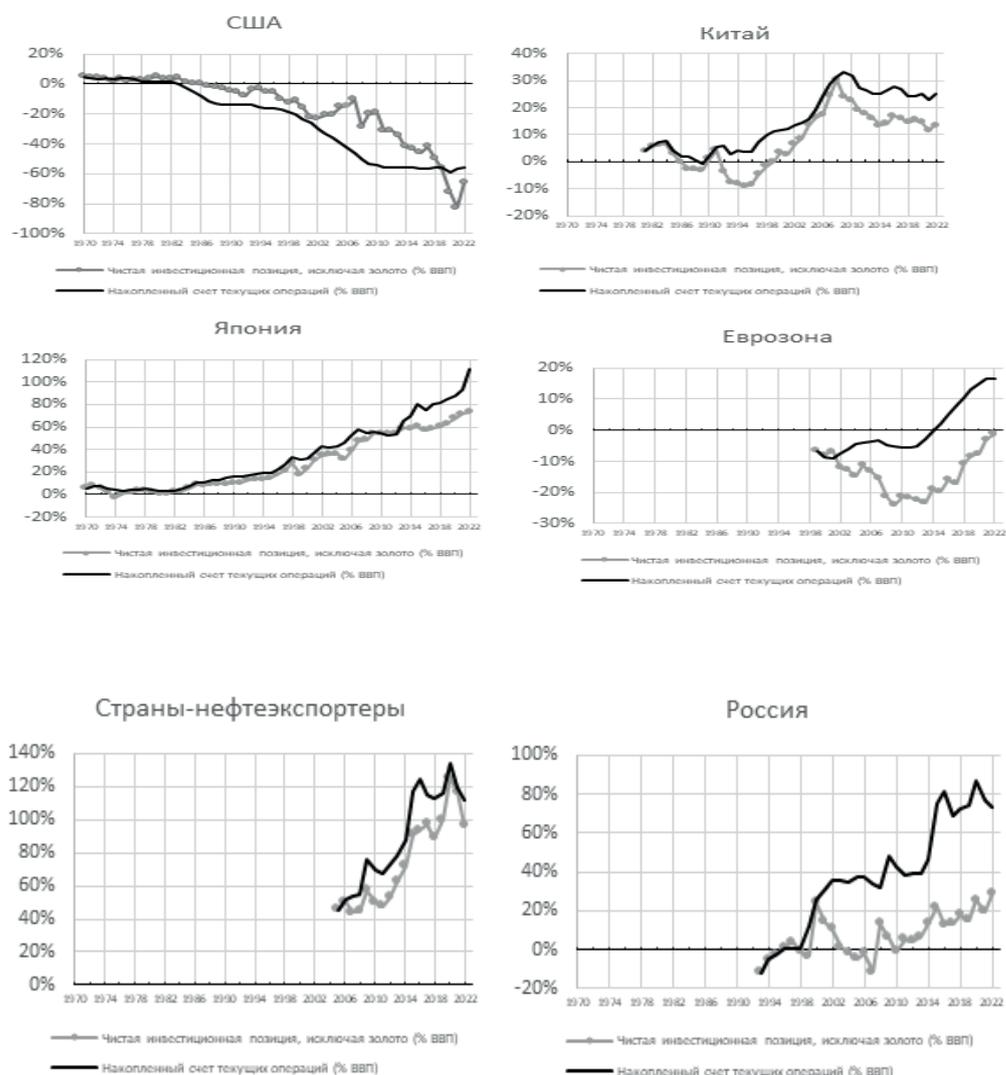


Рис. 7. Накопленный счет текущих операций (% ВВП) и чистая инвестиционная позиция (% ВВП) США

Fig. 7. Cumulative current account balance (% of GDP) and net investment position (% of GDP) of the USA

* в группу стран-нефтеэкспортеров включены Саудовская Аравия, Россия, Ирак, Объединенные Арабские Эмираты, Кувейт, Норвегия, Нигерия.

Источник: составлено авторами на основе данных²¹ Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2022.

ВЫВОДЫ

Таким образом, дисбалансы в мировой экономике возникают в результате взаимодействия множества факторов, оказывающих влияние на международные потоки товаров, услуг и капитала. Анализ выявил ряд ключевых причин, формирующих дисбалансы текущего счета. Прежде всего, значительное воздействие оказывают последствия бума на недвижимость в США и снижение мировых процентных ставок, приводящие к изменениям глобальных финансовых потоков. Сберегательное поведение экономических агентов в некоторых развивающихся странах, выражающееся в стремлении к накоплению международных резервов и самострахованию, а также проведение политики валютных интервенций для предотвращения укрепления национальной валюты также способствовало формированию дисбалансов. Кроме того, влияние на формирование дисбалансов оказывали значительные колебания цен на энергоносители, демографические характеристики стран и их фискальная политика.

Важным элементом анализа глобальных дисбалансов является изучение динамики международной инвестиционной позиции. Несмотря на сохраняющуюся устойчивость дисбалансов счета текущих операций и рост объемов активов и обязательств, чистые инвестиционные позиции стран могут значительно изменяться из-за эффекта переоценки.

Учитывая замедление темпов роста мировой экономики, стабилизацию ситуации на рынке энергоносителей и высокую степень неопределенности в среднесрочной перспективе, можно ожидать некоторое снижение величины глобальных дисбалансов при сохранении их устойчивой компоненты. Устойчивость глобальных дисбалансов в существенной степени связана с доминирующей ролью доллара в качестве резервной валюты, позволяющей экономике США финансировать дефицит счета текущих операций, осуществляя внешние заимствования. Несмотря на рост государственного долга США, в среднесрочной перспективе валюта США сохранит крепкие позиции в мировой финансовой системе, принимая во внимание значимую роль сетевого эффекта и доминирующую роль американской валюты в международных расчетах, привлекательность американских государственных облигаций не только для властей, но и для международных частных инвесторов. Важно отметить, что тренд на некоторое (в пределах нескольких процентных пунктов) снижение доли доллара как в расчетах, так и международных активах, может продолжиться за счет замещения его валютами других стран, чьи экономики развиваются темпами выше среднемировых и их вес в мировой экономике растет (в первую очередь, очевидно, за счет юаня), либо за счет увеличения доли резервных валют второго эшелона (британский фунт, японская йена, швейцарский франк, канадский и австралийский доллары). При описанных выше предпосылках, сценарий кризиса государственного долга США и потери доверия к государственным



облигациям США со стороны зарубежных инвесторов выглядит маловероятным. Снижению глобальных дисбалансов может способствовать также постепенная трансформация международной валютной системы в сторону многополярности, повышение ёмкости, глубины, ликвидности финансовых рынков развивающихся стран. Тем не менее, явных оснований полагать, что в среднесрочной перспективе произойдет кардинальное изменение ролей резервных валют в мировой экономике, нет. Дальнейшая траектория развития существенным образом зависит от геополитических рисков и процессов разделения мира на геоэкономические блоки.

ПРИМЕЧАНИЯ:

¹ Bernanke B. The global saving glut and the US current account deficit // Board of Governors of the Federal Reserve System (US). – 2005. – № 77. – p. 1–10.; Gourinchas P. O., Rey H. External adjustment, global imbalances, valuation effects // Handbook of international economics. – 2014. – v. 4. – p. 585–645.

² Farhi E., Gourinchas P. O., Rey H. Reforming the international monetary system // Centre for Economic Policy Research. – 2011. – № 76. – p. 1–78.

³ Blanchard O. J., Milesi-Ferretti G. M. Global imbalances: in midstream? // SSRN. – 2010. – № 1525542. – p. 1–27.

⁴ Obstfeld M. Does the current account still matter? // American Economic Review. – 2012. – v. 102. – № 3. – p. 1–23.

⁵ External Sector Report: External Rebalancing in Turbulent Times // IMF Working Paper. – 2023. – p. 1–114.

⁶ World Economic Outlook: Navigating Global Divergences // IMF Working Paper. – 2023. – p. 1–182.; Gopinath G., Gourinchas P. O., Topalova P. Changing global linkages: A new Cold War? // Journal of International Economics. – 2024. – № 104042. – p. 1–25.

⁷ Adam K., Kuang P., Marcet A. House price booms and the current account // NBER Macroeconomics Annual. – 2012. – v. 26. – № 1. – p. 77–122.; Chinn M. D. Global imbalances // The Evidence and Impact of Financial Globalization. – 2013. – v. 3. – p. 67–79.

⁸ Caballero R. J., Farhi E., Gourinchas P. O. The safe assets shortage conundrum // Journal of Economic Perspectives. – 2017. – v. 31. – № 3. – p. 29–46.

⁹ Bernanke B. The global saving glut and the US current account deficit // Board of Governors of the Federal Reserve System (US). – 2005. – № 77. – p. 1–10.

¹⁰ Федеральная резервная система США. Проект международных портфельных инвестиций // Federal Reserve System. – URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/efa/efa-project-international-portfolio-investment.htm> (дата обращения: 16.01.2025).

¹¹ Индекс совокупного использования представляет собой средневзвешенное значение доли каждой валюты в международных валютных резервах (25%), объеме валютных операций (25%), выпуске долговых обязательств в иностранной валюте (25%), международных банковских требованиях в иностранной валюте (12,5%) и международных банковских обязательствах в иностранной валюте (12,5%) (Федеральная резервная система США. Международная роль доллара США: индекс совокупного использования валют // Federal Reserve

System. – URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-accessible-20211006.htm#fig5> (дата обращения: 16.01.2025)).

¹² Federal Reserve System. The international role of the U.S. dollar. – 2021. – URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-accessible-20211006.htm#fig5> (дата обращения: 16.01.2025).

¹³ Mendoza E. G., Quadrini V., Rios-Rull J. V. Financial integration, financial development, and global imbalances // *Journal of Political economy*. – 2009. – v. 117. – № 3. – p. 371-416; Angeletos G. M., Panousi V. Financial integration, entrepreneurial risk and global dynamics // *Journal of Economic Theory*. – 2011. – v. 146. – № 3. – p. 863–896.

¹⁴ Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. The revived bretton woods system // *International Journal of Finance & Economics*. – 2004. – v. 9. – № 4. – p. 307-313.

¹⁵ Bernanke B. The global saving glut and the US current account deficit // Board of Governors of the Federal Reserve System (US). – 2005. – № 77. – p. 1–10.

¹⁶ Lane P. R., Milesi-Ferretti G. M. The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries // *Journal of International Economics*. – 2001. – v. 55. – № 2. – p. 263-294.

¹⁷ Coibion O., Gorodnichenko Y., Weber M. How did US consumers use their stimulus payments? – NBER Working Paper. – 2020. – № w27693. – p. 1–38.

¹⁸ External Sector Report: External Rebalancing in Turbulent Times // IMF Working Paper. – 2023. – p. 1–114

¹⁹ Gourinchas P. O., Rey H. External adjustment, global imbalances, valuation effects // *Handbook of international economics*. – 2014. – v. 4. – p. 585-645.

²⁰ Gourinchas P. O., Rey H. External adjustment, global imbalances, valuation effects // *Handbook of international economics*. – 2014. – v. 4. – p. 585-645.

²¹ Milesi-Ferretti G. M. The external wealth of nations database. – 2022. – URL: <https://www.brookings.edu/articles/the-external-wealth-of-nations-database/> (дата обращения: 16.01.2025).

БИБЛИОГРАФИЯ:

Adam K., Kuang P., Marcet A. House price booms and the current account // *NBER Macroeconomics Annual*. – 2012. – v. 26. – № 1. – p. 77–122.

Angeletos G. M., Panousi V. Financial integration, entrepreneurial risk and global dynamics // *Journal of Economic Theory*. – 2011. – v. 146. – № 3. – p. 863–896.

Bernanke B. The global saving glut and the US current account deficit // Board of Governors of the Federal Reserve System (US). – 2005. – № 77. – p. 1–10.

Blanchard O. J., Milesi-Ferretti G. M. Global imbalances: in midstream? // *SSRN*. – 2010. – № 1525542. – p. 1–27.

Caballero R. J., Farhi E., Gourinchas P. O. The safe assets shortage conundrum // *Journal of Economic Perspectives*. – 2017. – v. 31. – № 3. – p. 29–46.

Chinn M. D. Global imbalances // *The Evidence and Impact of Financial Globalization*. – 2013. – v. 3. – p. 67-79.

Coibion O., Gorodnichenko Y., Weber M. How did US consumers use their stimulus payments? – NBER Working Paper. – 2020. – № w27693. – p. 1–38.



Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. The revived bretton woods system // *International Journal of Finance & Economics*. – 2004. – v. 9. – №. 4. – p. 307-313.

Farhi E., Gourinchas P. O., Rey H. Reforming the international monetary system // *Centre for Economic Policy Research*. – 2011. – № 76. – p. 1-78.

Federal Reserve System. The international role of the U.S. dollar. – 2021. – URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-accessible-20211006.htm#fig5> (дата обращения: 16.01.2025).

Gopinath G., Gourinchas P. O., Topalova P. Changing global linkages: A new Cold War? // *Journal of International Economics*. – 2024. – № 104042. – p. 1–25.

Gourinchas P. O., Rey H. External adjustment, global imbalances, valuation effects // *Handbook of international economics*. – 2014. – v. 4. – p. 585-645.

IMF External Sector Report: External Rebalancing in Turbulent Times // *IMF Working Paper*. – 2023. – p. 1–114.

IMF World Economic Outlook: Navigating Global Divergences // *IMF Working Paper*. – 2023. – p. 1–182.

Lane P. R., Milesi-Ferretti G. M. The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries // *Journal of international Economics*. – 2001. – v. 55. – №. 2. – p. 263-294.

Mendoza E. G., Quadrini V., Rios-Rull J. V. Financial integration, financial development, and global imbalances // *Journal of Political economy*. – 2009. – v. 117. – №. 3. – p. 371-416.

Milesi-Ferretti G. M. The external wealth of nations database. – 2022. – URL: <https://www.brookings.edu/articles/the-external-wealth-of-nations-database/> (дата обращения: 16.01.2025).

Obstfeld M. Does the current account still matter? // *American Economic Review*. – 2012. – v. 102. – №. 3. – p. 1-23.

