



# Имеет ли значение дефицит по счету текущих операций?

Атиш Гош и Ума Рамакришнан

**С**АЛБДО счета текущих операций может показаться абстрактной экономической концепцией. Однако для стран, которые тратят за границей значительно больше средств, чем их поступает в страну, счет текущих операций представляет собой ту точку, в которой теория международной экономики сталкивается с политической действительностью. Если у страны образуется большой дефицит, фирмы, профсоюзы и парламентарии часто бросаются указывать пальцем на торговых партнеров и выдвигать обвинения в несправедливой практике. Трения между Соединенными Штатами и Китаем по поводу того, какая из этих стран несет главную ответственность за торговый дисбаланс между ними, привлекают внимание к более общим последствиям для международной финансовой системы, вытекающим из ситуации, при которой одни страны имеют крупный и устойчивый

МВФ, в обязанности которого входит содействие развитию открытой системы международной торговли и платежей и поддержание ее функционирования, недавно приступил к проведению многосторонних консультаций по вопросам глобальных дисбалансов с основными участниками: странами зоны евро, Китаем, Саудовской Аравией, Соединенными Штатами и Японией. В рубрике «Возвращение к основам» делается попытка отрешиться от эмоционального аспекта этой проблемы и выяснить, играют ли вообще какую-либо роль профицит и дефицит по счету текущих операций.

## Измерение сальдо счета текущих операций

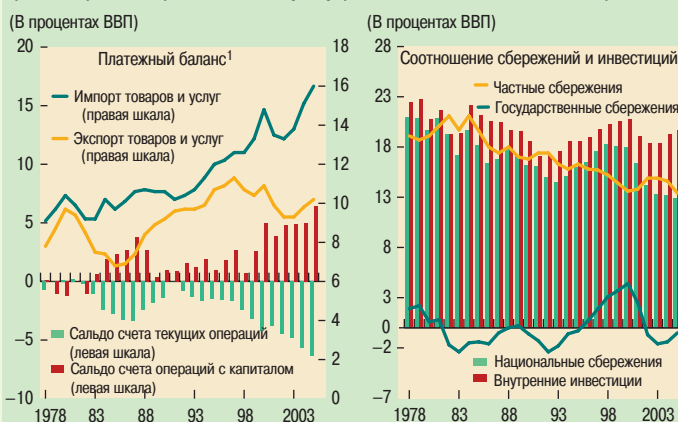
Хорошая отправная точка анализа — задать вопрос о том, что действительно означает дефицит или профицит по счету текущих операций, и разобраться в многочисленных способах измерения сальдо счета текущих операций. Во-первых, он может быть выражен как *разница между стоимостью экспорта товаров и услуг и стоимостью импорта товаров и услуг*. Таким образом, дефицит означает, что страна импортирует больше товаров и услуг, чем экспортирует — хотя счет текущих операций также включает чистые доходы (такие как проценты и дивиденды) и трансферты из-за границы (такие как иностранная помощь), которые обычно составляют небольшую долю общего итога. Будучи выражен таким образом, дефицит по счету текущих операций часто вызывает гнев у сторонников протекционизма, которые, явно забывая, что основной причиной для экспорта является получение возможности для импорта, полагают, что экспорт — это «хорошо», а импорт — «плохо».

Во-вторых, сальдо счета текущих операций может быть выражено как *разница между национальными (государственными и частными)*

*сбережениями и инвестициями*. Следовательно, дефицит по счету текущих операций может отражать низкий уровень национальных сбережений по сравнению с инвестициями или высокую норму инвестирования — или же и то, и другое. Для развивающихся стран, которые испытывают недостаток капитала и имеют больше инвестиционных возможностей, чем они могут позволить себе использовать, учитывая низкий уровень внутренних сбережений, дефицит по счету текущих операций может быть естественным явлением. Дефицит потенциально способствует более быстрому росту производства и экономическому развитию, хотя результаты последних исследований не указывают на то, что развивающиеся страны, имеющие дефицит по счету текущих операций, демонстрируют более быстрые темпы экономического роста (вероятно, потому, что их менее развитые внутренние финансовые системы не в состоянии эффективно размещать иностранный капитал). Кроме того, на практике частный капитал нередко движется из развивающихся стран в страны с развитой экономикой. Страны с развитой экономикой, такие как Соединенные Штаты, имеют дефицит по счету текущих операций (см. рисунок), а развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком часто имеют профицит или сальдо, близкое к положительному. Очень бедные страны обычно имеют крупный дефицит по счету текущих операций относительно их ВВП, который финансируется за счет официальных грантов или кредитов.

## Чистый внешний заемщик

Соединенные Штаты имеют устойчивый дефицит торгового баланса и дефицит по счету текущих операций и используют иностранный капитал для финансирования разницы между внутренними инвестициями и сбережениями.



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики», сентябрь 2006 года.

<sup>1</sup>Платежный баланс состоит из счета текущих операций и счета операций с капиталом (в настоящее время также называемого финансовым счетом).

Один из моментов, который подчеркивает метод расчета на основе соотношения сбережений и инвестиций, заключается в том, что протекционистская политика едва ли принесет большую пользу в улучшении состояния счета текущих операций ввиду отсутствия явной связи между протекционизмом и сбережением или инвестициями.

В третьих, счет текущих операций можно рассматривать с точки зрения *сроков проведения торговых операций*. Для нас привычны торговые операции *в рамках одного периода времени* — обмен ткани на вино сегодня. Но мы также можем представить себе торговые операции, *охватывающие несколько периодов времени (динамическая торговля)* — импорт товаров сегодня (с образованием дефицита по счету текущих операций), в порядке обмена, экспортирование товаров в будущем (с образованием, на тот момент, профицита по счету текущих операций). Подобно тому, как страна может импортировать один товар и экспортировать другой *в рамках одного периода времени*, нет причины, по которой страна не могла бы импортировать товары, существующие сегодня, и экспортировать товары, которые появятся завтра.

Динамические теории счета текущих операций также высвечивают роль, которую могут играть дефициты и профициты по счету текущих операций в сглаживании потребления. Например, если страна испытывает шок — допустим, стихийное бедствие, — который временно ослабляет ее способность пользоваться производственным потенциалом, тогда, вместо того чтобы принимать всю тяжесть шока сразу, она может распределить потери во времени, допустив дефицит по счету текущих операций. С другой стороны, исследования также показывают, что страны, подверженные крупным шокам, в общем случае должны допускать профицит по счету текущих операций в качестве одной из форм превентивного сбережения.

### Когда устойчивое слишком устойчиво

Имеет ли значение то, как долго страна испытывает дефицит по счету текущих операций? Когда страна имеет дефицит по счету текущих операций, она накапливает обязательства по отношению к остальному миру, которые финансируются за счет потоков по финансовому счету. В конечном счете эти средства должны быть выплачены. Здравый смысл подсказывает, что если страна растрачивает заемные внешние средства, совершая расходы, не приносящие долгосрочной продуктивной отдачи, ее способность погашать долги, то есть ее базовая платежеспособность, может оказаться под вопросом. Это объясняется тем, что для того чтобы быть платежеспособной, страна должна быть готова и способна (в конечном счете) накопить достаточный профицит по счету текущих операций для погашения полученных займов. Следовательно, ответ на вопрос о том, следует ли стране иметь дефицит по счету текущих операций (заимствовать больше средств), зависит от величины ее иностранных обязательств (ее внешнего долга), а также от того, пойдут ли полученные займы на финансирование инвестиций, приносящие более высокий предельный результат по сравнению с процентной ставкой (или нормой прибыли), которую страна должна платить по своим иностранным обязательствам.

Но даже если страна платежеспособна с динамической точки зрения — то есть текущие обязательства будут покрыты будущими доходами, — ее дефицит по счету текущих операций может оказаться экономически неприемлемым, если эта страна не в состоянии получить необходимое финансирование. Некоторые страны (такие как Австралия и Новая Зеландия) могли поддерживать дефицит по счету текущих операций в среднем на уровне 4–5 процентов ВВП на протяжении примерно трех десятилетий, тогда как другие (такие как Мексика в 1995 году и Таиланд в 1997 году) испытали резкий перелом в динамике дефицита по счету текущих операций после оттока

частного финансирования в разгар финансового кризиса. Такие переломы могут быть крайне разрушительными, так как потеряв доступ к внешнему финансированию, страна вынуждена резко сократить частное потребление, инвестиции и государственные расходы и, более того, допустить крупный профицит, с тем чтобы в короткие сроки выплатить полученные ранее займы. Это говорит о том, что независимо от того, почему страна имеет дефицит по счету текущих операций (и даже если этот дефицит отражает желательные базовые тенденции), необходимо проявлять осторожность, допуская крупный и устойчивый дефицит, чтобы стране не пришлось испытать резкий и болезненный перелом в динамике финансирования.

Как определить, испытывает ли страна такой перелом? Эмпирические исследования показывают, что переломы в динамике происходят вследствие завышенного реального валютного курса, недостаточного уровня валютных резервов, излишне быстрого роста внутреннего кредита, шоков в форме неблагоприятных условий торговли, низких темпов экономического роста в странах — торговых партнерах и более высоких процентных ставок в промышленно развитых странах. В более недавних работах также заостряется внимание на значении факторов уязвимости балансов в преддверии кризиса, таких как степень долларизации обязательств и несовпадение сроков их погашения. Кроме того, подчеркивается значение структуры притоков капитала — например, относительной стабильности прямых иностранных инвестиций по сравнению с портфельными инвестициями и другими видами потоков краткосрочных инвестиций. Помимо этого, уязвимость по отношению к переломам в динамике часто повышается в связи со слабостью финансового сектора, так как банки заимствуют средства за границей и предоставляют рискованные ссуды внутри страны. Напротив, гибкий валютный режим, более высокая степень открытости, диверсификация экспорта, развитие финансового сектора и согласованность налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики представляют собой некоторые из факторов, которые снижают уязвимость стран с устойчивым дефицитом по отношению к переломам в динамике финансирования.

### Итак, дефицит — это плохо?

Экономическую науку обычно упрекают в том, что ее ответ на любой вопрос — «все зависит от обстоятельств». Действительно, согласно экономической теории, дефицит бывает хорошим или плохим в зависимости от факторов, которые его определяют, но экономическая теория также указывает, на что следует обратить внимание при оценке желательности дефицита.

Если дефицит отражает превышение импорта над экспортом, он может говорить о наличии проблем с конкурентоспособностью, но поскольку дефицит по счету текущих операций означает также превышение инвестиций над сбережениями, он может в равной мере свидетельствовать о высокопродуктивной, растущей экономике. Если в основе дефицита лежит низкий уровень сбережений, а не высокий уровень инвестиций, возможно, такой дефицит вызван неосмотрительной налогово-бюджетной политикой или избыточным потреблением. Или же он может быть следствием совершенно разумной динамической системы торговли, возникая, возможно, в связи с временным шоком или меняющейся демографической ситуацией. Не зная, какие из этих факторов действуют, нет смысла говорить о «хорошем» или «плохом» дефиците: дефицит отражает основополагающие экономические тенденции, которые могут быть желательными или нежелательными для страны в тот или иной конкретный момент времени. ■

*Атиш Гош — начальник отдела, Ума Рамакришнан — старший экономист в Департаменте разработки и анализа политики МВФ.*