

Изучение глобальных дисбалансов

На что указывают новые данные о внешнем богатстве народов

Филип Р. Лейн и Джан-Мария Милези-Ферретти

Сборка американских автомобилей в Китае.

В ТЕЧЕНИЕ последних нескольких лет внешние дисбалансы и финансовая глобализация были первоочередными вопросами повестки дня международной политики. Действительно, такие влиятельные наблюдатели, как бывший председатель Федеральной резервной системы США Алан Гринспен и его преемник Бен Бернанке, утверждали, что быстрая интеграция международной финансовой системы в течение прошлого десятилетия играла важную роль в сохранении этих дисбалансов и создании возможности с легкостью их финансировать. Кроме того, страны с формирующимся рынком — традиционные получатели иностранного капитала — стали крупным источником по-

токов чистых иностранных инвестиций, которые в совокупности имели особенно существенное значение для финансирования огромного и растущего дефицита счета внешних текущих операций США.

О чем же тогда беспокоиться, если финансовая глобализация означает, что текущая структура дисбалансов является новым, но жизнеспособным режимом для мировой экономики? Является ли эта система нестабильной, или эксперты излишне озабочены глобальными дисбалансами? Чтобы получить ответы на эти вопросы, требуется кропотливая работа. Необходимо решить, каким образом измерять международную финансовую интеграцию, выяснить, какие страны являются чистыми кредиторами, а какие — чистыми дебиторами, и оценить объемы накопленных внешних авуаров.

Оказывается, что получить эту информацию непросто. Например, несмотря на заметный прогресс в последние годы, отмечается весьма существенный недостаток данных по запасам внешних активов и обязательств (так называемая международная инвестиционная позиция в платежном балансе страны), особенно если требуется информация не только за последние несколько лет. Это означает, что по большей группе стран неизвестны ни их чистые внешние активы, ни объем и структура их внешних портфелей, что затрудняет подлинно глобальный анализ.

Чтобы устранить эту проблему, был составлен набор данных, включающий оценки внешних активов и обязательств по более чем 140 странам за период с 1970 по 2004 год. Хотя ошибки измерения показателей, вероятно, будут существенными для ряда стран, где отмечается ограниченное наличие данных по межстрановым потокам капитала и авуарам, такой широкий охват обеспечивает полезную глобальную картину межстранового распределения внешних активов и его динамики и позволяет провести анализ экономической устойчивости глобальных дисбалансов с точки зрения экономической политики.

Анализ уязвимых мест

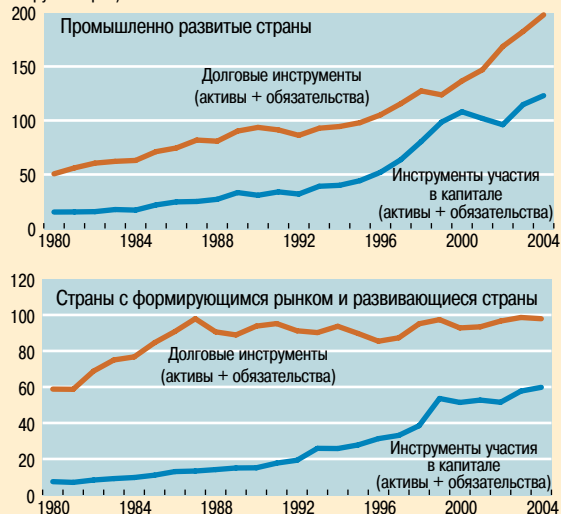
Почему важна информация о чистых внешних позициях и объеме и структуре внешних портфелей? Очевидно, что для оценки внешней устойчивости требуются данные о подверженности страны финансовому риску со стороны остального

Рисунок 1

Расширение связей

Международная финансовая интеграция углубляется во всем мире, но особенно сильно — между промышленно развитыми странами.

(Сумма внешних активов и обязательств в процентах от совокупного ВВП по группе стран)



Источник: Lane and Milesi-Ferretti (2006).

мира, а информация об объеме и структуре международных портфелей является ключевой для понимания взаимозависимостей между странами, а также соответствующих факторов их финансовой уязвимости.

Например, страна с формирующимся рынком в условиях внезапного сокращения притока капитала будет более подвержена кризису, если она имеет крупные долговые обязательства, выраженные в иностранной валюте — поскольку затраты на обслуживание долга в национальной валюте растут по мере обесценения национальной валюты, — чем если бы она в большей степени опиралась на прямые иностранные инвестиции (ПИИ), отдача от которых связана с результатами функционирования национальной экономики.

Точно так же, интернационализация портфелей означает, что потрясения в какой-либо одной стране немедленно распространяются на иностранных держателей выпущенных этой страной финансовых инструментов. Хотя такая финансовая взаимозависимость отражает желательное повышение степени распределения международных рисков, она также означает, что международные события будут иметь более глубокие последствия для внутренней экономики, а крупные потрясения будут с большей вероятностью иметь системные последствия, требуя усиления мониторинга со стороны органов регулирования и других директивных органов.

Три основные тенденции

В целях настоящего исследования, более подробно описанного в работе Lane and Milesi-Ferretti (2006), данные по активам и обязательствам были разделены на широкие категории: портфельные инвестиции в акционерный капитал, ПИИ, валютные резервы и долг (который включает портфельные долговые ценные бумаги, а также другие инструменты, например, ссуды, депозиты и коммерческие кредиты). Чистая внешняя позиция, определяемая как разность между совокупными внешними активами и совокупными внешними обязательствами, является показателем чистой кредиторской или дебиторской позиции страны по отношению к остальному миру. На основании такой базы данных можно вывести ряд общих тенденций или стандартизованных фактов.

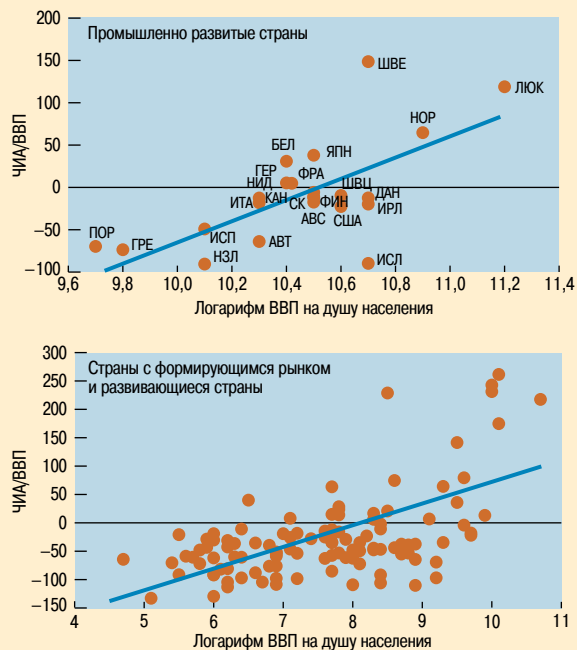
Во-первых, **значительно усилилась международная финансовая интеграция, особенно среди стран с развитой экономикой**.

Рисунок 3

Богатые или бедные

Более богатые страны с большей вероятностью становятся кредиторами, чем более бедные.

Чистые иностранные активы (ЧИА) и ВВП на душу населения, 2004 год



Источник: Lane and Milesi-Ferretti (2006).

Примечание: ШВЕ=Швейцария, ЛЮК=Люксембург, НОР=Норвегия, БЕЛ=Бельгия, ЯПН=Япония, ГЕР=Германия, ФРА=Франция, НИД=Нидерланды, КАН=Канада, ШВЦ=Швеция, ДАН=Дания, ИТА=Италия, СК=Соединенное Королевство, ФИН=Финляндия, ИРЛ=Ирландия, АВС=Австрия, США=Соединенные Штаты Америки, ИСП=Испания, АВТ=Австралия, ПОР=Португалия, ГРЕ=Греция, НЗЛ=Новая Зеландия, ИСЛ=Исландия.

кой. Хотя тенденция в сторону увеличения международных операций с активами наблюдалась с начала 1970-х годов, с середины 1990-х годов она активизировалась (см. рис. 1). В странах с развитой экономикой отмечалось значительное увеличение авуаров в форме международных активов как по долговым инструментам, так и по инструментам участия в капитале (последние включают ПИИ и портфельные вложения в инструменты участия в капитале). В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах также отмечался резкий рост авуаров в форме иностранных инструментов участия в капитале, но совокупный объем долговых инструментов (активы, в том числе официальные резервы, и обязательства) оставался сравнительно стабильным с середины 1980-х годов. Очевидно, что такие факторы, как расширение торговых связей, сокращение ограничений на операции с капиталом, углубление внутреннего финансового рынка, прогресс в области телекоммуникаций и возросшая доступность информации сыграли важную роль в дальнейшем ускорении международной финансовой интеграции.

Во-вторых, за последние несколько лет **произошло резкое расширение глобальных дисбалансов**, причем страны Азии с формирующимся рынком и страны-экспортеры нефти все чаще становились кредиторами, а у США происходило ухудшение чистой внешней позиции (см. рис. 2). Вместе с тем, несмотря на огромный дефицит счета внешних текущих операций, внешняя позиция США за последние три года была на

Рисунок 2

Траектории дисбалансов

В 1999–2001 годы чистая позиция по иностранным активам Соединенных Штатов резко ухудшилась, но с того времени эта позиция стабилизировалась.

Чистые позиции по иностранным активам основных стран и регионов — кредиторов и дебиторов (в процентах от общемирового ВВП)



Источник: Lane and Milesi-Ferretti (2006).

удивление стабильной — загадка, которая будет рассмотрена ниже. Какие страны являются крупнейшими кредиторами и дебиторами относительно своего уровня ВВП? Хотя кредиторами, как правило, бывают более богатые страны, такая корреляция не является совершенно определенной (см. рис. 3). В самом деле, помимо уровня развития страны, на ее внешней позиции может сказываться и ряд других факторов, в том числе демографическая ситуация, объем государственного долга и природные ресурсы.

В-третьих, при том, что внешние активы и обязательства в настоящее время часто превышают 100 процентов ВВП, **различия в нормах прибыли между внешними активами и обязательствами приводят к существенным перемещениям ресурсов между странами** — гораздо **большим**, чем при более низкой степени международной финансовой интеграции. Например, если внешние активы и обязательства составляют 100 процентов ВВП, разница в норме прибыли между активами и обязательствами в размере 2 процентов оказывает такое же воздействие на внешнюю позицию страны, что и профицит или дефицит торгового баланса в размере 2 процентов ВВП. Такие различия в нормах прибыли могут возникать по ряду причин, в том числе связанных с валютой, в которой выражены соответствующие инструменты, и структурой портфеля (например, авуары в форме инструментов участия в капитале в среднесрочной перспективе обычно приносят более высокую прибыль, чем долговые инструменты). В более общем случае, «более рискованные» портфели будут приносить в среднем **большую** прибыль, чем более консервативные.

Благоприятно для США, но может ли продлиться такая ситуация?

Рассмотрим пример США. В среднем инвесторы США получали более высокую прибыль от своих активов, чем от обязательств, особенно в 2002–2004 годы (см. рис. 4). Такие нормы прибыли включают поступления инвестиционных доходов — например, дивидендов или выплат процентов по долговому ценным бумагам, — которые отражаются в счете текущих операций, а также прибыль и убытки от изменения стоимости капитала в результате колебаний стоимости активов и обязательств. Такие эффекты стоимостной оценки, вызванные изменениями биржевых курсов, процентных ставок или валютных курсов, не отражаются в счете внешних

текущих операций. Поэтому они могут приводить к изменениям чистой внешней позиции, даже если чистые внешние займы страны за рубежом равны нулю.

Для понимания этих различий необходимо более внимательно рассмотреть структуру портфеля активов и обязательств США. На конец 2004 года портфельные инвестиции в акционерный капитал и ПИИ составляли львиную долю внешних активов США, в то время как большинство обязательств США приходилось на долговые инструменты (см. рис. 5). Учитывая ключевую роль доллара как мировой резервной валюты и значимость рынка облигаций США, неудивительно, что портфельные долговые инструменты составляют внушительную (и возрастающую) долю обязательств США. Более значительный вес инструментов участия в капитале в портфеле активов США и долговых инструментов в портфеле обязательств США помогает объяснить положительную чистую прибыль при совместном рассмотрении активов и обязательств США.

Вместе с тем в 2002–2004 годах динамика валютных курсов и цен на активы также играла ключевую роль в определении разности в нормах прибыли. В то время как обязательства США были практически полностью выражены в долларах США, значительная часть активов США (ПИИ, портфельные инвестиции в инструменты участия в капитале, доля портфельных долговых обязательств и валютные резервы) была выражена в иностранной валюте и, в основном, хранилась в Европе и других странах с развитой экономикой. Существенное ослабление доллара по отношению к валютам этих стран в 2002–2004 годах привело к увеличению прибыли на иностранные активы США за счет механизма стоимостной оценки, что усиливалось динамикой относительных курсов акций, которые за рубежом возросли более резко, чем в США. (Тем не менее есть также свидетельства того, что инвесторы США в среднем получают более высокие прибыли и в рамках отдельных категорий активов — в частности, по ПИИ.)

Таким образом, становится понятно, почему в 2002–2004 годах внешняя позиция США существенно не ухудшилась, несмотря на огромное чистое внешнее заимствование. С точки зрения «долларовой зоны» динамика валютных курсов и цен на активы увеличивала стоимость активов США за рубежом, тогда как с «европейской» точки зрения ослабление доллара повлекло за собой значительные капитальные убытки для держателей долговых инструментов, выраженных в долларах США.

Разумеется, читатель может подумать, что повышение курса доллара в 2005 году означает, что США понесут капитальные убытки в связи с изменением валютного курса. Однако не следует торопиться! Исходя из предположительно неполных данных, имеющихся в настоящее время, это снижение более чем компенсировалось более высокими, чем в США, показателями роста фондового рынка в остальном мире (в том числе в Европе, Японии и странах Азии с формирующимся рынком), и таким образом, 2005 год для экономики США является четвертым годом непрерывного получения значительной чистой внешней капитальной прибыли. В 2005 году индекс Morgan Stanley Capital International для мировых фондовых рынков (исключая США) возрос на 12 процентов в долларовом выражении по сравнению с 4-процентным повышением индекса S&P 500.

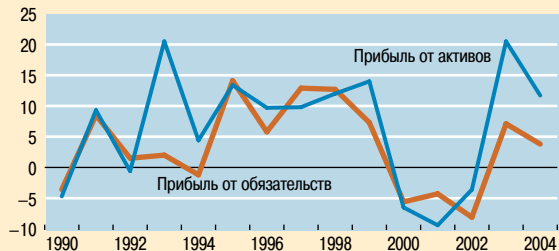
Но как долго может сохраняться значительная разница между нормами прибыли на активы и обязательства США, позволяя США иметь высокий дефицит торгового баланса без серьезного ухудшения внешней позиции? Хотя по мере углубления финансовой интеграции определенная положи-

Рисунок 4

Более высокая прибыль

Инвесторы США получают больше доходов от своих внешних активов, чем иностранные инвесторы — от инвестиций в Соединенных Штатах.

Соединенные Штаты: норма прибыли от иностранных активов и обязательств (в процентах)



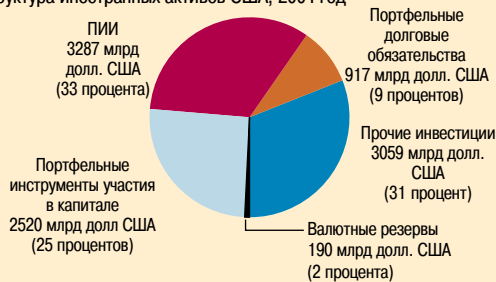
Источник: Lane and Milesi-Ferretti (2006).

Рисунок 5

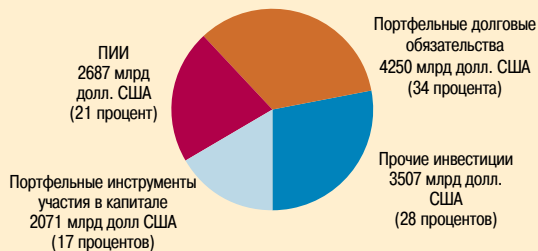
Инвестиционный портфель

Предприниматели США в большей степени опирались на прямые иностранные инвестиции (ПИИ) и инструменты участия в капитале, а зарубежные инвесторы в большом количестве приобретали долговые обязательства США.

Структура иностранных активов США, 2004 год



Структура иностранных обязательств США, 2004 год



Источник: Бюро экономического анализа и Lane and Milesi-Ferretti (2006).

тельная разница между нормами прибыли вполне может сохраняться и играть все более заметную роль, логично предположить, что разница между нормами прибыли такого порядка, который наблюдался в прошедшие три-четыре года, не может поддерживаться в течение продолжительного времени — для этого, по всей вероятности, потребовалось бы устойчивое снижение курса доллара США, что, в конечном счете, отразилось бы на инфляционных ожиданиях и разности в процентных ставках. А более высокие процентные ставки, вместе с глобальным снижением цен на фондовом рынке, могут коренным образом изменить разность между нормами прибыли и привести к существенному ухудшению внешней позиции США. Таким образом, для корректировки внешних дисбалансов в конечном счете потребуются существенное сокращение дефицита торгового баланса США.

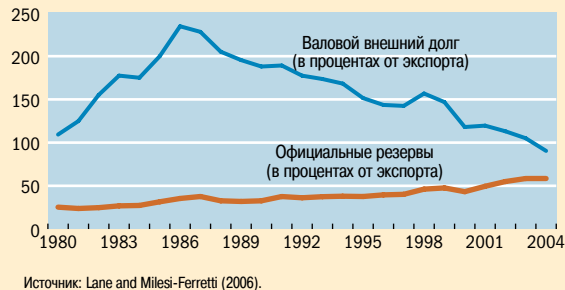
Возможности и факторы риска для стран с формирующимся рынком

Хорошо известно, что те же самые «эффекты стоимостной оценки», которые помогают США стабилизировать внешнюю позицию, в прошлом приводили к нарушению внешних балансов в странах с формирующимся рынком. В самом деле, внезапное снижение валютного курса неоднозначным образом сказывается на положении типовой страны с развивающимся рынком: хотя ее торговый баланс в конечном счете улучшается, ее позиция по чистым иностранным активам может ухудшиться, если с точки зрения инструментов в иностранной валюте эта страна является чистым дебитором. Данное противоречие между торговым механизмом и механизмом стоимостной оценки помогает объяснить, почему страны с формирующимся рынком испытывают

Рисунок 6

Более высокий уровень резервов

Официальные резервы стран с формирующимся рынком и развивающихся стран возрастали устойчивыми темпами, при одновременной сокращении внешнего долга.



Источник: Lane and Milesi-Ferretti (2006).

беспокойство относительно изменчивости валютного курса и почему так трудно определить надлежащую политику в сфере валютного курса, особенно во времена кризиса. Оно также подчеркивает важность содействия развитию рынков долговых инструментов в национальной валюте, повышения роли ПИИ и притока портфельных инвестиций в акционерный капитал как средства более действенного распределения рисков, а также использования альтернативных финансовых инструментов, например, облигаций, индексированных по ВВП, прибыль по которым привязана к результатам функционирования внутренней экономики.

Значительное увеличение авуаров в форме трансграничных инструментов участия в капитале и прямых иностранных инвестиций, а также изменения в структуре международных заимствований и кредитования можно рассматривать как факторы, снижающие уязвимость стран с формирующимся рынком по отношению к внешним шокам. Обязательства по инструментам участия в капитале (включая ПИИ) в настоящее время составляют приблизительно половину совокупных внешних обязательств стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, взятых вместе. Кроме того, некоторые страны с формирующимся рынком резко сократили объем своих внешних обязательств или даже превратились в чистых кредиторов, добившись высоких профицитов по счету текущих операций и накопив резервы (см. рис. 6), что явно снизило риск финансовых кризисов. Другие, подобно большинству стран Центральной и Восточной Европы, напротив, быстро накопили значительные чистые внешние обязательства, но при этом они активно опирались на финансирование за счет инструментов участия в капитале, что улучшало распределение рисков за счет более тесной увязки прибыли по внешним обязательствам с результатами функционирования национальной экономики.

В то же время углубление международной финансовой интеграции естественным образом повышает подверженность стран внешним финансовым шокам, что указывает на необходимость тщательного мониторинга уязвимых мест в балансах, особенно в развивающихся странах с менее развитыми финансовыми системами. ■

Филип Р. Лейн — профессор международной макроэкономики и директор Института исследований международной интеграции в Тринити-Колледж, Дублин. Джан-Мария Милези-Ферретти — начальник отдела в Исследовательском департаменте МВФ.