

ПАРАМЕТРЫ ГЛОБАЛЬНЫХ ДИСБАЛАНСОВ

АНАТОЛИЙ ХОЛОПОВ

МГИМО МИД России, Москва, Россия

Резюме

В статье рассматривается современное состояние и макроэкономические последствия проблемы глобальных дисбалансов – наличия значительных дефицитов или профицитов счёта текущих операций у ведущих стран мировой экономики. Глобальные дисбалансы должны рассматриваться как следствие нарушения внутреннего и внешнего макроэкономического равновесия. Их неустойчивость в последние годы свидетельствует о существовании структурных проблем в национальных экономиках и международной финансовой системе: дисбаланса между валовым внутренним располагаемым доходом и совокупными внутренними расходами, разрыва между валовыми внутренними инвестициями и национальными сбережениями, наличия крупных дефицитов государственного бюджета. Крупные дефициты и связанные с ними чистые иностранные финансовые обязательства подвергают страну рискам внезапного прекращения финансирования этих обязательств или растущих трудностей с их финансированием. Крупные профициты создают проблемы для страны из-за увеличения международных резервов, инфляционного давления и роста реального валютного курса. Тенденция увеличения дисбалансов счёта текущих операций у некоторых крупнейших экономик мира вызывала тревогу в течение последних десятилетий. После мирового финансового кризиса дисбалансы потоков сократились. Однако во многих странах это сокращение происходило за счёт уменьшения внутреннего спроса в результате кризиса и увеличения внутренних дисбалансов (снижения объёмов производства и роста безработицы). В настоящее время существует риск, что дисбалансы потоков начнут снова возрастать. В то же время дисбалансы запасов ещё больше увеличились. Дисбалансы в странах зоны евро стали более устойчивыми после введения общей валюты. Сохранению глобальных дисбалансов также способствует ведущее положение американского доллара в мировой валютной системе. Существуют значительные различия в точках зрения на причины глобальных дисбалансов и их макроэкономические последствия. Тем не менее очевидно, что сильные политические и экономические императивы требуют проведения последовательной макроэкономической политики для сокращения существующих внешних дисбалансов и предотвращения возникновения новых.

Ключевые слова:

глобальные дисбалансы; дисбалансы потоков; дисбалансы запасов; внутреннее равновесие; внешнее равновесие; платёжный баланс; счёт текущих операций; внешний долг; валютный курс; макроэкономическая политика.

Одна из наиболее актуальных и спорных проблем современной мировой экономики – глобальные дисбалансы. Под этим термином обычно понимаются значительные по масштабам и, что существенно,

ставшие хроническими дефициты или профициты счёта текущих операций платёжного баланса у многих стран¹. Причём дисбаланс по текущим операциям почти автоматически означает наличие соответствующей

¹ В экономической литературе понятие «глобальные дисбалансы» иногда рассматривается и в более широком плане при характеристике ключевых проблем современной мировой валютно-финансовой системы. К такого рода дисбалансам относят, в частности, углубление разрыва между финансовой и реальной экономикой, несоответствие баланса сил в мировой экономике и роли новых

шего дисбаланса и финансового счёта платёжного баланса (то есть зарубежных активов и обязательств страны) и, следовательно, напрямую связан с проблемой внешнего долга страны.

При обсуждении глобальных дисбалансов имеются в виду не только масштабы и продолжительность сохранения неравновесия по текущим операциям, но и то, о каких странах идёт речь. Дисбаланс у отдельной небольшой страны – это «головная боль» для неё, но не для мировой экономики. В частности, у Греции счёт текущих операций сводится с дефицитом на протяжении более 35 лет, причём размер дефицита в разные годы составлял до 15% ВВП. Это в конце концов привело к формированию огромной внешней задолженности, более чем в два раза превышающей ВВП страны. Однако возникший частный дисбаланс, очевидно, не стал бы предметом всеобщего внимания, если бы Греция не входила в еврозону. Поскольку оказались серьёзно затронуты интересы всего Европейского Союза, проблема приобрела не только экономическую, но и политическую окраску.

Совсем иное дело, когда речь идёт о странах, занимающих ведущие позиции в мировой экономике. Среди них за последние 20–25 лет сформировались относительно устойчивые группы с хроническими дисбалансами. С одной стороны, это страны со значительными дефицитами по текущим операциям, такие как США, Великобритания, Австралия, Турция. С другой – страны с профицитами (например, Китай, Германия, Япония, Саудовская Аравия, Нидерланды, Швейцария). Громадные абсолютные размеры дисбалансов у этих стран и их хронический характер привели к тому, что и у многих других экономик, выступающих их торгово-экономическими партнёрами, возникли схожие проблемы. В результате дисбалансы стали хрониче-

скими для многих участников мирового хозяйства, и оно разделилось на стран-должников и стран-кредиторов. Причём размеры долгов возрастают, что и дало основание говорить о формировании глобальных дисбалансов и о связанных с ними опасностях для развития глобальной экономики. Как подчёркивает известный американский экономист Р. Маккиннон, «бесспорно, что почти три десятилетия торгового дефицита США сделали глобальную торгово-финансовую систему высокоаварийной» [McKinnon 2010: 81].

1

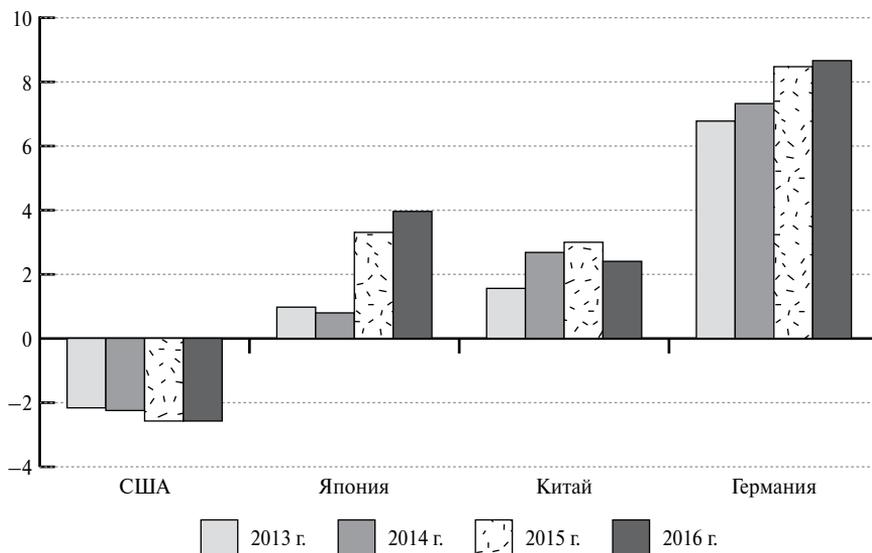
Своего пикового значения глобальные дисбалансы достигли накануне мирового финансово-экономического кризиса, в 2006 году, когда сумма абсолютных величин сальдо счетов текущих операций всех стран мира достигла 5,6% мирового ВВП (у Соединённых Штатов отношение сальдо счёта текущих операций к ВВП составило 5,8%, а у Китая +8,3%)². Эта проблема не миновала и Россию, у которой практически на протяжении всей современной истории с 1992 г. счёт текущих операций сводится с положительным сальдо, величина которого в отдельные годы превышала 15% ВВП.

Как говорится, не было бы счастья, да несчастье помогло. Тяжёлый мировой кризис 2007–2009 гг. привёл к заметному сокращению масштабов дисбалансов, абсолютные размеры которых в 2013 г. составили лишь 3,6% мирового ВВП, причём сокращение коснулось в том числе и стран-лидеров (США, Китая, Японии). Это дало некоторым экспертам основание для оптимистичного утверждения, что проблема глобальных дисбалансов уходит в прошлое [Eichengreen 2014]. Позитивная роль кризиса в сокращении дисбалансов объясняется просто. С макроэкономической точки зрения сальдо счёта текущих операций платёжного баланса представляет собой

экономических лидеров в регулировании процессов глобализации [Хейфец 2012], а также дисбаланс между глобальным характером функционирования мирового финансового рынка и его регулированием преимущественно на национальном уровне [Звонова, Кузнецов 2017].

² World Economic Outlook. International Monetary Fund. Washington D.C., 2014, October. P. 117–118.

Рисунок 1
Сальдо счёта текущих операций (% ВВП)



Источник: построено по данным International Monetary Fund, World Economic Outlook Database.
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/weoselgr.aspx>

разницу между совокупным доходом страны (валовым национальным располагаемым доходом) и совокупными внутренними расходами. Соответственно, если у страны имеется дефицит по текущим операциям, это означает, что её расходы превышают доход. В условиях экономического кризиса, когда происходит сжатие внутреннего спроса, расходы на импорт сокращаются и, таким образом, происходит автоматическая корректировка счёта текущих операций.

Вместе с тем многие исследователи предостерегали от поспешных выводов, поскольку, по их мнению, благоприятная тенденция носит временный характер, и по мере восстановления мировой экономики масштабы дисбалансов могут снова возрасти [Lane, Milesi-Ferretti 2014]. Тем более что в 1970–1980-х годах уже были периоды, когда масштабы дисбалансов снижались, причём состояние мировой экономики в это время было различным. В середине 1970-х мировое хозяйство поразил тяжёлый экономический кризис, сопровождав-

шийся структурными кризисами (энергетическим и валютным), а середина 1980-х годов, наоборот, характеризовалась подъёмом. Эти исторические параллели дают основание предполагать, что масштабы глобальных дисбалансов связаны не столько с текущим состоянием мировой экономики, сколько с наличием серьёзных макроэкономических проблем в национальных хозяйствах стран, подверженных дисбалансам.

Предостережения относительно временного характера сокращения масштабов глобальных дисбалансов, похоже, оправданы. После 2013 г. несбалансированность счетов текущих операций крупнейших национальных экономик снова начала увеличиваться (рис. 1). Причём если США, Япония и Китай предкризисных пиковых значений ещё не достигли, то Германия их уже превзошла.

Само по себе возникновение хронических проблем с платёжным балансом страны следует характеризовать как нарушение внешнего макроэкономического равнове-

сия. Важно, однако, подчеркнуть, что это понятие, в отличие от внутреннего равновесия, имеет несколько трактовок. Если под макроэкономическим равновесием в самом широком смысле понимать некоторое *желательное (целевое)* состояние экономики, то в зависимости от конкретных проблем, стоящих перед страной, *желательным* (и в этом смысле равновесным) может быть наличие как дефицита, так и активного сальдо баланса текущих операций.

В частности, если приоритетная задача государственной политики – обеспечение экономического роста, неизбежным её следствием становится увеличение внутреннего спроса, рост физических объёмов импорта и, как правило, ухудшение баланса текущих операций. Такой дефицит торгового баланса можно рассматривать как состояние внешнего равновесия. Аналогичным образом, если у страны значительные размеры внешней задолженности, *желательным* (и в этом смысле равновесным) становится положительное сальдо по текущим операциям, поскольку оно позволяет наращивать валютные резервы и решать проблему долга.

Другими словами, наличие у страны в какой-то период времени дефицита или профицита по текущим операциям ещё не означает, что пора бить тревогу. Однако важно подчеркнуть, что если дефицит или профицит становятся хроническими, велика опасность развития ряда негативных процессов, способных подорвать внутреннее макроэкономическое равновесие в стране. В частности, сальдо счёта текущих операций показывает соотношение национальных сбережений и внутренних инвестиций, а значит, влияет на функционирование финансовых рынков, величину процентной ставки, а это, в свою очередь, воздействует на темпы экономического роста и уровень занятости: «Главные системные издержки глобальных дисбалансов состоят в сохраняющейся угрозе, которую они создают для финансовой стабильности» [Portes 2010: 40].

Кроме того, состояние счёта текущих операций непосредственно воздействует на

курс национальной валюты, изменения которого оказывают значительное влияние на экономику страны в целом, включая показатели как реального, так и денежного сектора [Холопов 2017]. В частности, меняется соотношение внутренних и мировых цен и, следовательно, уровень конкурентоспособности отечественных производителей. В данном случае существенные негативные последствия может испытывать страна не только с дефицитом, но и с хроническим профицитом текущего счёта.

Яркий тому пример – Россия. Значительное положительное сальдо торгового баланса традиционно рассматривается как показатель здорового состояния экономики: высокий спрос за рубежом на товары данной страны свидетельствует об их конкурентоспособности, и в то же время покупатели на внутреннем рынке предпочитают товары местного производства импортным. Однако такой подход к оценке состояния торгового баланса далеко не всегда правомерен, в частности применительно к России. С 2003 по 2013 год из-за постоянного профицита текущего счёта платёжного баланса и сохранившихся высоких темпов инфляции реальный курс рубля к доллару вырос на 93%, что крайне отрицательно сказалось на конкурентоспособности продукции российского производства.

При этом курс рубля не был свободно плавающим, и Центральный банк проводил интервенции на валютном рынке, чтобы не допустить чрезмерного его укрепления. В результате валютные резервы регулятора резко возросли, и по этому показателю Россия вышла на одно из первых мест в мире. Одновременно росла и денежная база, что привело к увеличению количества денег в обращении и давало сильный инфляционный эффект. Для того чтобы как-то смягчить эти негативные последствия роста валютных резервов, Центральный банк был вынужден проводить политику стерилизации, следствием чего стало неблагоприятное изменение структуры его активов – значительное сокращение доли внутреннего кредита и рост доли золотова-

лютных резервов. Произошедшее в 2014 г. резкое падение номинального курса рубля дало российским производителям возможность несколько укрепить свои конкурентные позиции, но с 2015 г. рост реального курса рубля возобновился.

Одна из основных причин озабоченности, связанной с усилением внешней несбалансированности, заключается в опасности резкой корректировки курсов основных валют, которая может иметь серьёзные макроэкономические последствия. В 1970-х годах, когда в результате кризиса Бреттон-Вудской системы и всеобщего перехода от фиксированных к плавающим валютным курсам типичным явлением стали резкие колебания курсовых соотношений, эта волатильность сказывалась в первую очередь на уровне внутренних цен, стимулируя усиление инфляционных процессов. Впоследствии, по мере перехода во многих странах к проведению более жёсткой кредитно-денежной политики, инфляционные последствия обесценения валют стали менее выраженными. Между тем воздействие изменения обменных курсов на экономику в настоящее время всё в большей степени происходит через изменение объёмов производства в отраслях, связанных с внешним рынком, а также инвестиций и цен финансовых активов.

Следует подчеркнуть, что номинальные валютные курсы вообще весьма неустойчивы, и очень трудно прогнозировать их краткосрочную динамику. Опасность состоит не только в том, что корректировка валютных курсов при наличии дисбалансов неизбежна, но и в возникающей на рынках неопределённости относительно её сроков, что способствует усилению спекулятивной составляющей в функционировании валютных рынков. В этой связи один из негативных эффектов сохраняющихся глобальных дисбалансов – усиление тенденции неопределённости стоимостных трендов финансовых активов [Звонова 2016].

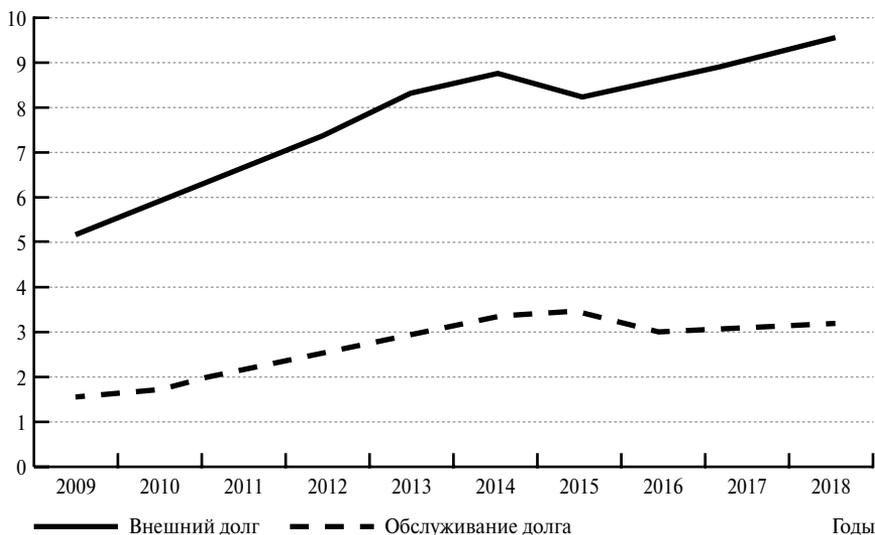
2

Важнейшее последствие хронического дисбаланса счёта текущих операций состоит в формировании другого дисбаланса – между зарубежными активами и обязательствами страны. Причём эти два вида дисбалансов различаются по своим макроэкономическим характеристикам, что обусловило использование в экономической литературе двух разных понятий: «дисбалансы потоков» (*flow imbalances* – сальдо счёта текущих операций) и «дисбалансы запасов» (*stock imbalances* – сальдо финансового счёта, изменение внешнего долга или внешнего кредитования). Поскольку с макроэкономической точки зрения запас – это накопленная сумма потоков, наблюдавшееся после мирового кризиса некоторое уменьшение дисбаланса потоков не должно вселять излишнего оптимизма. Абсолютные размеры дисбалансов запасов всё равно возрастают, хотя и меньшими темпами. Другими словами, величина внешней задолженности в масштабах мирового хозяйства за последние годы не только не сократилась, но продолжала расти. В частности, государственный внешний долг США (то есть долг кредиторам-нерезидентам) в 2000 г. составлял 10,2% ВВП, в 2004 г. – 15,0, в 2010 г. – 30,5, а в 2016 г. – 33,2%³. Увеличивается внешняя задолженность и развивающихся стран, а также стран с формирующимся рынком. Причём растут не только масштабы долга, но и отношение долга к ВВП – его обслуживание ложится на национальные экономики всё более тяжёлым бременем (рис. 2).

Важная особенность дисбалансов запасов – их значительная инерционность. Даже если счёт текущих операций уже сводится с профицитом, внешняя задолженность может ещё долго сохраняться, поддерживая напряжённость на финансовых рынках. Кроме того, между сальдо текущих операций и величиной внешних активов (обязательств) существует не просто тесная взаимосвязь. Они как бы стимулируют друг

³ The World Bank. PSD. Quarterly Public Sector Debt Statistics. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=quarterly-public-sector-debt>

Рисунок 2
Внешний долг развивающихся стран и стран с формирующимся рынком (трлн долларов)



* 2017 и 2018 гг. – прогноз.

Источник: построено по данным: International Monetary Fund, *World Economic Outlook. April 2017*. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/04/04/world-economic-outlook-april-2017>

друга. В частности, значительный внешний долг требует больших процентных выплат, которые учитываются в текущем счёте платёжного баланса, что ещё больше увеличивает дисбаланс потоков.

Превращение несбалансированности счёта текущих операций в глобальную проблему свидетельствует о том, что несбалансированность сбережений и инвестиций становится не только трудностью отдельных национальных хозяйств, но и общемировым вызовом. В экономической литературе в этой связи получила распространение гипотеза «глобального излишка сбережений» (global savings glut, GSG), согласно которой происходит существенное увеличение глобального предложения сбережений, что способствует и возрастанию дефицита по текущим операциям США, и поддержанию долгосрочных процентных ставок на низком уровне [Bernanke 2005]. Разумеется, в масштабах мировой экономики дефициты и положительные сальдо по текущим операциям должны уравновешивать друг друга, и,

следовательно, сбережения и инвестиции должны находиться в равновесии. Излишек сбережений носит глобальный характер в том смысле, что он существенно возрастает и становится характерным для устоявшейся группы стран. Как подчёркивает Б. Бернанке, у многих стран с формирующейся рыночной экономикой (развивающихся стран Восточной Азии, нефтедобывающих стран Ближнего Востока, стран бывшего СССР) в последние годы произошел существенный сдвиг в состоянии платёжного баланса, который стал отражением растущей доли сбережений в совокупном доходе [Bernanke 2007].

Вместе с тем сам по себе факт возникновения излишка сбережений в развивающихся экономиках не в состоянии объяснить проблему глобальных дисбалансов, поскольку, как уже отмечалось, и многие развитые страны (например, Германия) имеют существенное и хроническое положительное сальдо по текущим операциям. Проблема становится более ясной, если обратить внимание на ещё один аспект,

характеризующий взаимозависимость между процессами внутри экономики и внешним равновесием. Национальные сбережения могут быть представлены как сумма частных сбережений (S_p) и государственных сбережений (S_g). Сбережения в секторе государственного управления рассчитываются как чистый доход государства (поступления в бюджет за вычетом государственных трансфертов частному сектору – NT) минус потребление в секторе государственного управления (C_g):

$$S_g = NT - C_g.$$

Частные сбережения рассчитываются соответственно как валовой национальный располагаемый доход ($GNDI$) за вычетом чистого дохода государства (то есть минус налоги, уплаченные государству, плюс трансферты, полученные от государства) и частного потребления (C_p):

$$S_p = GNDI - NT - C_p.$$

Поскольку сальдо счёта текущих операций (CA) представляет собой разность между национальными сбережениями и валовыми внутренними инвестициями, которые, в свою очередь, складываются из частных инвестиций (I_p) и государственных инвестиций (I_g), это можно записать в виде тождества:

$$CA = (GNDI - NT - C_p) - I_p + (NT - C_g - I_g).$$

В такой записи видна прямая связь между текущим счётом платёжного баланса и состоянием государственного бюджета. Рост бюджетного дефицита, если он не сопровождается увеличением частных сбережений или снижением внутренних инвестиций, неизбежно приведёт к ухудшению баланса текущих операций. Для того чтобы сальдо баланса текущих операций было положительным, необходимо либо превышение сбережений над инвестициями в частном секторе (при сбалансированном государственном бюджете), либо превышение чистых налогов над расходами в секторе государственного управления (при равен-

стве инвестиций и сбережений в частном секторе).

Другими словами, одно из важных условий решения проблемы глобальных дисбалансов – соблюдение строгой бюджетной дисциплины. Однако применительно к странам-должникам мы, как правило, имеем дело с ситуацией так называемого двойного дефицита (*twin deficit*), когда хронический дефицит счёта текущих операций платёжного баланса сопровождается столь же хроническим дефицитом государственного бюджета. Например, за последние 15 лет величина структурного дефицита государственного бюджета в США колебалась в диапазоне от 3,2 до 9,6% ВВП, а в Великобритании – от 2,9 до 8,5% ВВП⁴. Наличие существенного и, что принципиально, ставшего хроническим структурного дефицита свидетельствует о том, что в этих странах накопились серьёзные структурные проблемы, то есть нарушилось внутреннее макроэкономическое равновесие.

Всё это означает, что проблема глобальных дисбалансов имеет серьёзные макроэкономические основания и последствия. Несмотря на это, вопрос о необходимости рассматривать состояние платёжного баланса в качестве одной из приоритетных целей государственной макроэкономической политики наряду с полной занятостью или устойчивым экономическим ростом долгое время был дискуссионным.

3

После крушения Бреттон-Вудской системы и перехода промышленно развитых стран к использованию режима плавающих валютных курсов среди экономистов и политиков одно время преобладала точка зрения, что проблема внешних дисбалансов не требует принятия специальных мер макроэкономической политики. В соответствии с ней анализ путей восстановления равновесия платёжного баланса в принципе не имеет существенного прак-

⁴ При расчёте структурного дефицита бюджета устраняется влияние циклических колебаний экономики, т.е. оценивается вероятное состояние бюджета при условии, что в экономике достигнута полная занятость и величина ВВП соответствует своему потенциальному значению.

тического значения в мире, где обменные курсы (номинальные или реальные) автоматически корректируются в результате действия рыночных сил, что обеспечивает в долгосрочной перспективе равновесие платёжного баланса. Более того, сформировалась концепция, согласно которой сама по себе проблема внешнего равновесия в условиях растущей международной мобильности капиталов теряет актуальность и значимость как цель макроэкономической политики.

Её сторонники полагали, что положительное сальдо или дефицит счёта текущих операций отражают различия в уровне производительности и временных предпочтениях стран и становятся следствием эффективного перераспределения капитала из регионов с превышением сбережений над инвестициями в регионы, где инвестиции превышают сбережения [Salop, Spitaller 1980; Pitchford 1989]. Решения о размерах инвестиций и сбережений принимают хозяйствующие субъекты, и нет никаких оснований заранее предполагать, что они неоптимальны и должны быть скорректированы с помощью макроэкономической политики. Если возникает дефицит счёта текущих операций, то в условиях растущей финансовой интеграции он легко финансируется путём внешнего заимствования (притока капитала). Другими словами, такое состояние платёжного баланса можно рассматривать как равновесное.

Однако, как показал теоретический анализ, состояние счёта текущих операций можно рассматривать как следствие оптимальных решений, принимаемых хозяйствующими субъектами, лишь в абстрактном мире малых открытых экономик, полной и симметричной информации, совершенной конкуренции, гибких цен и отсутствия внешних эффектов [Genberg, Swoboda 1991: 424–425]. Реальность очень далека от упрощённых моделей.

Уже в 1990-х годах стало ясно, что гибкость валютных курсов не снимает с повестки дня проблему несбалансированности счёта текущих операций. Оценка роли валютного курса как автоматического регулятора торгового баланса, эффективно восстанавливающего нарушенное равновесие, основана на концепции эластичности и «условии Маршалла–Лернера»⁵. Например, если формируется дефицит торгового баланса, то спрос на иностранную валюту превышает её предложение, курс национальной валюты снижается, что должно стимулировать экспорт и ограничивать импорт и, таким образом, выравнять торговый баланс. Однако анализ эмпирических данных свидетельствует, что на практике эластичность спроса на импорт часто оказывается достаточно низкой, по крайней мере в краткосрочном периоде. В результате хотя курс валюты понижается, но «условие Маршалла–Лернера» не выполняется, и дефицит торгового баланса сохраняется [Chinn 2004].

Более того, изменение номинального валютного курса оказывает сильное воздействие на уровень внутренних цен, в частности, девальвация имеет, как правило, серьёзные инфляционные последствия. «Эффект пропуска» (pass-through effect) показывает, насколько поменяются внутренние цены при изменении номинального валютного курса на 1%. Результаты эмпирических исследований свидетельствуют, что для большинства развитых стран его краткосрочные значения находятся в диапазоне от 0,5 до 0,7, а долгосрочные – от 0,7 до 1 (для некоторых стран – Японии, Франции, Ирландии – даже больше 1) [Campa, Goldberg 2003: 11]. Таким образом, повышение внутренних цен гасит эффект снижения курса валюты, поскольку реальный валютный курс изменяется в меньшей степени, чем номинальный. В результате в среднесрочной и особенно в долгосрочной перспективе изме-

⁵ В соответствии с «условием Маршалла–Лернера» снижение курса национальной валюты улучшает состояние торгового баланса (его сальдо станет положительным), если сумма показателей эластичности спроса на импорт в данной стране и внешнего спроса на её экспорт будет больше единицы.

нение валютного курса оказывает слабое воздействие на состояние счёта текущих операций.

К этому следует добавить, что воздействие снижения валютного курса на торговый баланс может быть эффективным, только если одновременно удастся изменить соотношение между национальными сбережениями и внутренними инвестициями. И здесь микроэкономическая логика эластичности спроса на импорт вступает в противоречие с логикой макроэкономических процессов. В условиях финансовой глобализации и свободного межстранового движения капитала обесценение национальной валюты может способствовать притоку иностранных инвестиций, и дисбалансы потоков и запасов не уменьшатся [McKinnon 2010].

Если в современной мировой экономике в целом надежд на валютный курс как автоматический регулятор дисбалансов не очень много, то у стран еврозоны их ещё меньше. Наличие единой валюты и проведение общей денежно-кредитной политики не позволяют отдельным национальным правительствам использовать изменение курса для корректировки счёта текущих операций. Это способствует сохранению возникших дисбалансов в течение длительного периода времени [Ghosh, Qureshi, Tsangarides 2014]. Кроме того, взаимозависимость стран в рамках валютного союза весьма высока. Когда в одной группе стран еврозоны возрастают сбережения или сокращаются инвестиции и в результате возникает профицит текущего счёта, то в остальных участниках объединения состояние счёта текущих операций неизбежно ухудшается. Этому будут способствовать и двусторонние финансовые потоки, и изменение курса единой валюты. Если, например, у Германии – крупнейшей экономики еврозоны – формируется крупное положительное сальдо текущего счёта, это может привести к росту курса евро. В результате у стран еврозоны с дефицитом текущего счёта положение только усугубляется. Таким образом, проблема дисбалансов и их негативных по-

следствий передаётся из одних национальных экономик в другие. В этой связи в исследовании Европейской комиссии отмечается, что «счета текущих операций еврозоны в целом, так же как и каждой страны в отдельности, являются предметом общего внимания» [Current Account Surpluses in the EU 2012: 12].

В результате в последние годы в экономической науке стала преобладать точка зрения, что наличие у страны хронического дефицита или положительного сальдо по текущим операциям представляет собой серьёзную проблему и что её решение требует использования средств макроэкономической политики с целью восстановления не только внешнего, но и внутреннего макроэкономического равновесия. Как подчёркивает американский экономист К. Манн, «устойчивый внешний дисбаланс свидетельствует об устойчивом неэффективном распределении ресурсов внутри экономики» [Mann 2010: 44]. Причём в современных условиях всё большей открытости национальных хозяйств нормальное (сбалансированное) развитие внешнеэкономических связей становится не только результатом, но и необходимым условием нормального (эффективного) функционирования экономики страны. Рассматривая взаимосвязи внутреннего и внешнего макроэкономического равновесия, сегодня не всегда можно с уверенностью определить, что первично, а что вторично. По мнению бывшего члена Совета управляющих Европейского центрального банка Л. Бини Смаги, «внешние дисбалансы часто являются отражением или даже предверием внутренних дисбалансов» [Bini Smaghi 2008: 4].

Более того, глобальные дисбалансы – это проблема всей мировой экономики, поэтому пути их преодоления должны быть скоординированы на международном уровне. Как отмечают эксперты ВТО, «самое лучшее решение проблемы корректировки значительных и устойчивых глобальных дисбалансов – это международное сотрудничество в области макроэкономической, валютной и структурной политики» [Magchetti, Ruta, Teh 2012: 27].

4

Не удивительно, что обсуждение проблемы глобальных дисбалансов вышло на международно-политический уровень. С 2003 г. она стала предметом острых споров на встречах «группы семи». В 2009 г. на саммите «группы двадцати» в Питтсбурге эта проблема нашла отражение в итоговом заявлении глав государств, в котором говорится: «Мы признаём, что процесс обеспечения более сбалансированного роста в мировом масштабе должен осуществляться надлежащим образом. Все члены “группы двадцати” согласны заняться ликвидацией соответствующих “уязвимых мест” в своих экономиках. Члены “группы двадцати”, уже продолжительное время имеющие значительный дефицит платёжного баланса, обязуются проводить политику в поддержку частных сбережений и принимать меры по консолидации бюджета, сохраняя при этом открытые рынки и укрепляя экспортные сектора. Члены “группы двадцати”, имеющие значительное положительное сальдо платёжного баланса в течение длительного времени, обязуются укреплять внутренние источники экономического роста. В зависимости от национальных условий это может быть связано с увеличением инвестиций, сокращением диспропорций на финансовых рынках, увеличением производительности труда в секторах услуг, совершенствованием сетей социальной защиты и устранением факторов, сдерживающих рост спроса»⁶.

Предлагаемый политическими лидерами комплекс мер весьма обширен, и, кроме того, он ставится в зависимость от национальных условий, а значит, допускает различные трактовки. Это не случайно. Само по себе состояние счёта текущих операций несёт недостаточно информации для принятия решений в области макроэкономической политики, поскольку, как уже было показано, может свидетельствовать о различных процессах, происходящих в эконо-

мике страны. В этой связи в современной литературе сформировались различные теоретические подходы к анализу причин глобальных дисбалансов, отражающие традиционные расхождения в анализе макроэкономических проблем основных течений экономической науки.

Один из них получил название «новый взгляд на баланс текущих операций» [Corden 1994]. В основе этого подхода лежит кейнсианский принцип соотношения совокупного дохода с совокупными расходами. Согласно взглядам его сторонников в основе возрастания дефицита счёта текущих операций лежит рост совокупных расходов, что может быть связано как с увеличением внутренних инвестиций, так и с сокращением национальных сбережений. Однако существует множество разновидностей инвестиций, а сбережения могут осуществляться различными хозяйствующими субъектами. В этой связи нельзя говорить о некотором оптимальном с точки зрения сегодняшних или перспективных потребностей экономики состоянии счёта текущих операций, поскольку даже за оптимальным в целом соотношением инвестиций и сбережений могут скрываться, например, слишком высокий уровень бюджетного дефицита и слишком низкий уровень частных инвестиций.

Альтернативный подход к анализу причин внешнего неравновесия был сформулирован в рамках монетаристской модели платёжного баланса [Frenkel, Johnson 1976]. Его суть заключается в том, что изменения в величине иностранных активов и обязательств (дисбаланс запасов) не всегда оказываются результатом изменений в текущих операциях — они могут стать их причиной при нарушении равновесия денежного рынка. Логика монетаристского подхода исходит из того, что изменение валютных резервов центрального банка, с одной стороны, представляет собой сальдо платёжного баланса в его

⁶ G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit. Pittsburgh. September 24-25, 2009. URL: <http://kremlin.ru/supplement/300>

аналитическом представлении, а с другой – влияет на величину денежной базы и, соответственно, через механизм денежного мультипликатора на предложение денег. В свете этого проблемы платёжного баланса могут породиться нарушением равновесия на денежном рынке (то есть колебаниями спроса на деньги или предложения денег), что приводит к изменению процентной ставки и, соответственно, потоков капитала.

Сложность и многоплановость проблемы глобальных дисбалансов подталкивают исследователей к выводу, что этот феномен не может быть объяснён с помощью какой-то одной теории [Bettendorf 2017: 210]. Вместе с тем *наличие различных теоретических подходов к анализу причин глобальных дисбалансов неизбежно приводит к отсутствию общности в понимании путей решения этой проблемы*. В этой связи вряд ли стоит удивляться, что, несмотря на рекомендации, принимаемые на самом высоком политическом уровне, практических шагов по их выполнению не видно. Тем более что в этом вопросе сталкиваются интересы ведущих экономик мира, прежде всего США и Китая.

Сокращение громадных дисбалансов у этих стран требует соответствующей координации мер внутренней и внешней экономической политики. Её задачей должно быть изменение соотношения между основными макроэкономическими показателями, в частности разницы между совокупными доходами и расходами, основными компонентами платёжного баланса, бюджетными расходами и поступлениями, а также уровнем процентной ставки. Арсенал мер макроэкономической корректировки может включать в себя политику, направленную на регулирование величины и структуры совокупного спроса – кредитно-денежную и бюджетно-налоговую политику, а также внешнеторговую политику и политику валютного курса. Однако одновременное использование этих инструментов макроэкономического регулирования может давать неоднозначные и даже противоречивые результаты с точки зрения

воздействия на внутреннее и внешнее экономическое равновесие, в том числе с учётом последствий для развития национального хозяйства в среднесрочном и долгосрочном периодах.

Например, для сокращения торгового дефицита США необходимо проводить политику сокращения расходов (*expenditure-reducing policy*), что позволило бы уменьшить спрос на импорт. Однако одновременно произойдёт сжатие совокупного спроса, что негативно скажется на темпах экономического роста и приведёт к увеличению безработицы. Трудно ожидать, что правительство Соединённых Штатов пойдёт по этому пути. Альтернативой могла бы стать политика переключения расходов (*expenditure-switching policy*), нацеленная на изменение относительных цен иностранных и американских товаров. В этом случае совокупный спрос не уменьшается, а переключается на потребление продукции, произведённой в стране, что позволяет уменьшить импорт и нормализовать торговый баланс. В качестве инструментов такой политики могут использоваться снижение обменного курса валюты и внешнеторговые барьеры. Однако неприятным побочным эффектом переключения расходов может стать ускорение темпов инфляции.

Меры по сокращению торгового профицита Китая также способны привести к неприятным последствиям для национальной экономики. Для того чтобы сократить экспорт, нужно повышать курс юаня, но это сильно ударит по конкурентоспособности китайских товаров на мировом рынке и может привести к падению объёмов производства, снижению темпов роста и возрастанию безработицы.

Дисбалансы становятся причиной серьёзных межгосударственных противоречий и вместе с тем свидетельствуют об изменении в соотношении сил в глобальной экономике, что даёт основание некоторым авторам говорить не только о пространственной, функциональной и институциональной, но и о политической несбалансированности долга и кредита в мире

[Апокин 2008]. Ведущая роль в международной политике, которую США пытаются сохранить сегодня, вступает в противоречие с их огромным внешним долгом, значительную часть которого приобрели основные политические конкуренты США на мировой арене (в частности, Китай и Россия)⁷.

* * *

Ситуация с глобальными дисбалансами не только сложно решаемая, но и парадоксальная, поскольку сокращение уровня дисбалансов, с одной стороны, необходимо, но, с другой — может быть опасным для мировой экономики. Значительное положительное сальдо по текущим операциям у ряда развивающихся стран, прежде всего у Китая, в значительной мере обеспечивается за счёт поддержания заниженного курса юаня, что остаётся важным инструментом стимулирования экспортно-ориентированного роста. Иначе говоря, сохранение неравновесного курса национальной валюты за счёт интервенций и накопления валютных резервов центрального банка выступает механизмом неселективной промышленной политики Китая [Попов 2013]. Вместе с тем эти валютные резервы инвестируются в американские ценные бумаги, что позволяет сохранять низкий уровень процентных ставок и, таким образом, поддерживает экономику США. Меры по снижению как дефицита, так и профицита счёта текущих операций могут, следовательно, привести к торможению экономического роста. Если учесть, что на долю США и Китая приходится почти 40% мирового ВВП, замедление роста в этих двух странах способно спровоцировать рецессию в масштабах всего мирового хозяйства.

Рассматривая перспективы решения проблемы глобальных дисбалансов, не следует упускать из виду и такой важный фактор, как несовершенство мировой ва-

лютно-финансовой системы, которая, по сути, остаётся однополярной. Ключевые позиции американского доллара как мировой валюты, остающиеся незыблемыми на протяжении уже более полувека, фактически провоцируют возникновение и сохранение дисбалансов. Более 60% мировых золотовалютных резервов хранятся в долларах, в первую очередь в казначейских обязательствах США, и эта доля в последние 20 лет остаётся достаточно стабильной. В американские активы вложена и большая часть средств суверенных инвестиционных фондов стран-экспортёров сырья. Постоянно высокий спрос на доллары позволяет правительству США без ущерба для национальной экономики финансировать огромный торговый дефицит, не задумываясь о принятии серьёзных мер по его сокращению. В этой связи ряд аналитиков придерживаются пессимистической точки зрения на возможность быстрого решения проблемы глобальных дисбалансов: «К сожалению, такое состояние дел вряд ли может измениться в ближайшем будущем. Прежде всего, на горизонте нет хорошего заместителя казначейским обязательствам США, чтобы удовлетворить глобальный спрос на безопасные активы» [Caballero, Farhi, Gourinchas 2015: 54].

Таким образом, проблема глобальных дисбалансов остаётся на повестке дня. Она активно обсуждается не только в академической среде, но и на самом высоком политическом уровне. Есть общее понимание серьёзности проблемы и необходимости её решения. Как подчёркивает известный американский экономист А. Крюгер, «так или иначе, мир должен будет достичь соглашения относительно механизма как избежать глобальных дисбалансов» [Crueger 2010: 189]. Удастся ли перейти от теоретических дискуссий и в целом правильных политических деклараций к практическим шагам — покажет будущее.

⁷ На конец 2017 г. инвестиции Китая в казначейский ценные бумаги США составили 1,18 трлн долл. (увеличение за 2017 г. на 12%), инвестиции России — 106 млрд долл. (увеличение на 22%) (см.: URL: <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt>).

Список литературы

- Апокин А.Ю. Проблема глобальных дисбалансов в мировой экономике // Вопросы экономики. 2008. №5. С. 51–61.
- Апокин А.Ю. Финансовая составляющая «проблемы глобальных дисбалансов» в мировой экономике // Проблемы прогнозирования. 2008. №4. С. 123–129.
- Звонова Е.А. Роль глобальных дисбалансов в формировании тенденции диверсификации активов мирового финансового рынка // Мир новой экономики. 2016. № 2. С. 54–63.
- Звонова Е.А., Кузнецов А.В. Наднациональные подходы к регулированию глобальных финансовых дисбалансов // Мировая экономика и международные отношения. 2017. № 6. С. 67–76.
- Попов В.В. Глобальные дисбалансы – нетрадиционная трактовка // Вопросы экономики. 2013. №1. С. 1–12.
- Хейфец Б.А. Глобальные дисбалансы и реформа мировой валютной системы // Деньги и кредит. 2012. №7. С. 48–56.
- Холопов А.В. Макроэкономические последствия изменений валютного курса // Финансовый бизнес. 2017. № 2. С.12–19.
- Bernanke B. Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. At the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, September 11, 2007. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>
- Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the Sandridge Lecture in Virginia Association of Economics, Richmond, VA, March 10, 2005. URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>
- Bettendorf T. Investigating Global Imbalances: Empirical Evidence from a GVAR Approach // Economic Modelling. 2017. Vol. 64. P. 201–210.
- Bini Smaghi L. The Financial Crisis and Global Imbalances: the Two Sides of the Same Coin. Speech at the Asia Europe Economic Forum, Beijing, December 9, 2008. URL: www.bis.org/review/r081212d.pdf
- Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB / NBER. Working Paper 21670. 2015. 72 p.
- Campa J.M., Goldberg L.S. Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: a Macro or Micro Phenomenon? // NBER Working Paper 8934. 2002, May. 33 p.
- Chinn M.D. Incomes, Exchange Rates and the U.S. Trade Deficit, Once Again // International Finance. 2004, December. P. 451–469.
- Corden W.M. Economic Policy, Exchange Rates and the International System. Chicago: The University of Chicago Press, 1994. 323 p.
- Crueger A. Persistent Global Imbalances // Rebalancing the Global Economy. London: CEPR, 2010. P. 185–190.
- Current Account Surpluses in the EU / European Commission // European Economy. 2012. № 9. 120 p.
- Eichengreen B. A. Requiem for Global Imbalances. Project Syndicate. 2014, January 13. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/barry-eichengreen-notes-that-a-decade-after-external-imbalances-emerged-as-a-supposed-threat-to-the-global-economy--the-problem-has-disappeared>
- Frenkel J., Johnson H.G. The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins // The Monetary Approach to the Balance of Payments / ed. by J. Frenkel, H.G. Johnson. Toronto: University of Toronto Press, 1976. P. 21–45.
- Genberg H., Swoboda A. The Current Account and the Police Mix Under Flexible Exchange Rates // International Financial Policy. Essays in Honor of Jacques J. Polak / ed. by J. Frenkel, M. Goldstein. International Monetary Fund and De Nederlandsche Bank. 1991. P. 420–454.
- Ghosh A., Qureshi M., Tsangarides Ch. Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility. IMF Working Paper 2014. 14/146. International Monetary Fund, Washington. 43 p.
- Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis // IMF Working Paper. 2014. № 14/151. International Monetary Fund, Washington. 44 p.
- Mann C. External Imbalances: Costs and Consequences of Unsustainable Trajectories // Rebalancing the Global Economy. London: CEPR, 2010. P. 43–49.
- Marchetti J., Ruta M., Teh R. Trade Imbalances and Multilateral Trade Cooperation. World Trade Organization, 2012. Staff Working Paper ERSD-2012-23. 41 p.
- McKinnon R. Why Exchange Rate Changes will not Correct Global Trade Imbalances? // Rebalancing the Global Economy. London: CEPR, 2010. P. 81–86.
- Pitchford J.D. Optimum Borrowing, and the Current Account When There Are Fluctuations in Income // Journal of International Economics. 1989. Vol. 26. P. 345–358.
- Portes R. The Costs of Global Imbalances // Rebalancing the Global Economy. London: CEPR, 2010. P. 39–42.
- Salop J., Spitaller E. Why Does Current Account Matter? // IMF. Staff Papers. Vol.27, March 1980. International Monetary Fund, Washington. P. 101–134.

GLOBAL IMBALANCES

THE PROBLEM STILL PERSISTS

ANATOLY KHOLOPOV

MGIMO University, Moscow, 119454, Russian Federation

Abstract

The article discusses the current state and macroeconomic effects of global imbalances – the existence of significant current account deficits or surpluses in the leading countries of the world economy. Global imbalances should be considered as a macroeconomic phenomenon, a reflection of macroeconomic disequilibrium both internal and external. Their persistence in recent years suggests that there are structural problems in national economies and in the international financial system: imbalance between gross domestic disposable income and aggregate internal expenditures, imbalance between gross domestic investments and national savings, large fiscal deficits. Large deficits – and associated large net foreign financial liabilities – expose the country to the risks of a sudden cessation or rising difficulties in financing these liabilities. Large surpluses can be problematic for the country because of growing international reserves, inflation pressures and increasing real exchange rate. The widening of current account imbalances in some of the world's largest economies was a worrying trend during the last few decades. After world financial crisis flow imbalances have narrowed. But in many countries narrower external imbalances have come at the cost of demand compression due to recession and of increased internal imbalances (decrease in output and high unemployment). Now there is the risk that flow imbalances will increase again. At the same time stock imbalances have widened further. Imbalances within the euro area became more persistent with the adoption of the euro. The leading position of the US dollar in the world monetary system also contributes to global imbalances persistence. There are strong differences in views regarding the causes of global imbalances and their macroeconomic effects. But it is clear that there are strong political and economic imperatives that require consistent macroeconomic policy implementation needed to reduce remaining external imbalances and to prevent new emerging imbalances.

Keywords:

global imbalances; flow imbalances; stock imbalances; internal balance; external balance; balance of payments; current account; external debt; exchange rate; macroeconomic policy.

References

- Apokin A.Yu. (2008). Finansovaya sostavlayuschaya "problemy globalnykh disbalansov" v mirovoy ekonomike [Financial component of "global imbalances" in the world economy]. *Problemy prognozirovaniya*. No. 4. P. 123-129.
- Apokin A.Yu. (2008). Problema globalnykh disbalansov v mirovoy ekonomike [Global Imbalances in the World Economy]. *Voprosy Ekonomiki*. No. 5. P. 51-61.
- Bernanke B. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Remarks at the Sandridge Lecture in Virginia Association of Economics, Richmond, VA (March 10). URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>
- Bernanke B. (2007). *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*. At the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany (September 11). URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>
- Bettendorf T. (2017). Investigating Global Imbalances: Empirical Evidence from a GVAR Approach. *Economic Modelling*. Vol. 64. P. 201–210.
- Bini Smaghi L. (2008). *The Financial Crisis and Global Imbalances: the Two Sides of the Same Coin*. Speech at the Asia Europe Economic Forum, Beijing (December 9). URL: www.bis.org/review/r081212d.pdf
- Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. (2015). *Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB*. NBER Working Paper 21670. 72 p.
- Campa J.M., Goldberg L.S. (2002). *Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: a Macro or Micro Phenomenon?* NBER Working Paper 8934. 33 p.
- Chinn M.D. (2004). Incomes, Exchange Rates and the U.S. Trade Deficit, Once Again. *International Finance*. December. P. 451–469.

- Corden W.M. (1994). *Economic Policy, Exchange Rates and the International System*. Chicago: The University of Chicago Press. 323 p.
- Crueger A. (2010). Persistent Global Imbalances. In: *Rebalancing the Global Economy*. London: CEPR. P. 185–190.
- Eichengreen B.A. (2014). *Requiem for Global Imbalances*. Project Syndicate. January 13. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/barry-eichengreen-notes-that-a-decade-after-external-imbances-emerged-as-a-supposed-threat-to-the-global-economy--the-problem-has-disappeared>
- European Commission (2012). Current Account Surpluses in the EU. *European Economy*. No. 9. 120 p.
- Frenkel J., Johnson H.G. (1976). The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins. In Frenkel J., Johnson H.G. (eds.) *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Toronto: University of Toronto Press. P. 21–45.
- Genberg H., Swoboda A. (1991). The Current Account and the Policy Mix Under Flexible Exchange Rates. In: Frenkel J., Goldstein M. (eds) *International Financial Policy. Essays in Honor of Jacques J. Polak*. International Monetary Fund and De Nederlandsche Bank, 1991. P. 420–454.
- Ghosh A., Qureshi M., Tsangarides Ch. (2014). *Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility*. IMF Working Paper 2014. 14/146. International Monetary Fund, Washington. 43 p.
- Kheifets B.A. (2012). Globalnye disbalansy i reforma mirovogo valutnoy systemy [Global Imbalances and the Reform of International Monetary System]. *Dengi i kredit*. No. 7. P. 48–56.
- Kholopov A.V. (2017). Makroekonomicheskie posledstviya izmenenii valutnogo kursa [Macroeconomic Effects of Exchange Rate Changes]. *Finansovyy biznes*. No. 2. P. 12–19.
- Lane Ph., Milesi-Ferretti G.-M. (2014). *Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis*. IMF Working Paper. No. 14/151. International Monetary Fund, Washington. 44 p.
- Mann C. (2010). External Imbalances: Costs and Consequences of Unsustainable Trajectories. In: *Rebalancing the Global Economy*. London: CEPR. P. 43–49.
- Marchetti J., Ruta M., Teh R. (2012). *Trade Imbalances and Multilateral Trade Cooperation*. World Trade Organization, Staff Working Paper ERSD-2012-23. 41 p.
- McKinnon R. (2010). Why Exchange Rate Changes will not Correct Global Trade Imbalances? In: *Rebalancing the Global Economy*. London: CEPR. P. 81–86.
- Pitchford J.D. (1989). Optimum Borrowing, and the Current Account When There Are Fluctuations in Income. *Journal of International Economics*. Vol. 26. P. 345–358.
- Popov V. (2013). Globalnye disbalansy – netraditsionnaya traktovka [Global Imbalances: An Unconventional View]. *Voprosy ekonomiki*. No. 1. P. 1–12.
- Portes R. (2010). The Costs of Global Imbalances. In: *Rebalancing the Global Economy*. London: CEPR. P. 39–42.
- Salop J., Spitäller E. (1980). Why Does Current Account Matter? *IMF Staff Papers*. Vol.27, March. International Monetary Fund, Washington. P. 101–134.
- Zvonova E.A. (2016). Rol' globalnykh disbalansov v formirovaniy tendentsii diversifikatsii aktivov mirovogo finansovogo rynka [The role of global imbalances in the formation of the global financial market assets diversification trend]. *Mir novoy ekonomiki*. No. 2. P. 54–63.
- Zvonova E.A., Kuznetsov A.V. (2017). Nadnatsionalnye podkhody k regulirovaniyu globalnykh finansovykh disbalansov [Supra-National Approaches to Regulation of Global Financial Disbalances]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*. No. 6. P. 67–76.