



# СТРАНЫ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ В ПРОЦЕССЕ ИЗМЕНЕНИЙ

Махмуд Прадан обсуждает перспективы этой группы стран с Ричардом Хаусом и Дэвидом Лубиным

**А**ктивы стран с формирующимся рынком за последний год проявили удивительную устойчивость, не оправдывая более мрачных ожиданий в начале пандемии COVID-19. Несомненно, помогли чрезвычайно крупные вливания ликвидности центральными банками в странах с развитой экономикой. Но некоторые страны с формирующимся рынком также обнаружили дополнительные возможности для проведения мер политики, включая нетрадиционные меры денежно-кредитной политики, которые, как многие думали, были доступны только для стран с развитой экономикой. Однако этот кризис оставит шрамы. Долговая нагрузка стран с формирующимся рынком и стран с низкими доходами увеличивается до ранее невиданных уровней. Не понадобится ли финансовая помощь еще большему количеству стран, когда глобальная ликвидность меняет направление движения? И захотят ли частные инвесторы разделить это бремя?

Два опытных участника рынка — Ричард Хаус, главный инвестиционный директор по долговым обязательствам стран с формирующимся рынком из Allianz Global Investors, и Дэвид Лубин, руководитель подразделения экономического анализа стран с формирующимся рынком Ситибанка, — объясняют, почему сроки погашения активов этого класса помогли сократить неблагоприятные последствия и способствуют их устойчивости и возврату к более нормальным условиям глобальной ликвидности. Но они считают, что и частный сектор должен разделить бремя корректировки в некоторых странах. Они также призывают государственный сектор, включая МВФ, помочь странам воспользоваться преимуществами растущего спроса на долговые обязатель-

ства эмитентов, удовлетворяющих стандартам экологии, социальной ответственности и управления.

**Ф&Р:** Удивлены ли вы тем, как хорошо показал себя класс активов стран с формирующимся рынком во время пандемии?

**Ричард Хаус:** Не удивлен, и на то есть две причины. Во-первых, активы стран с формирующимся рынком превратились в гораздо более диверсифицированный класс активов. Во-вторых, эти активы в основном находятся в собственности внутренних инвесторов. На заре моей карьеры 25 лет назад, можно было выбирать всего из горстки стран, и активы этого класса преимущественно находились в собственности иностранных инвесторов, таких как мы. Сегодня можно выбирать из более чем 80 стран, и средняя доля собственности иностранцев составляет около 20 процентов, включая корпоративный долг. Значительная внутренняя собственность ограничивает цепную реакцию и повысила устойчивость всего этого класса активов в целом.

**Дэвид Лубин:** Этот кризис в сфере здравоохранения оказался столь масштабным, что последствия могли бы оказаться самыми разными. Но обвал реальных процентных ставок США, начавшийся в конце марта, сыграл решающую роль — 40 лет истории говорят нам о том, что когда это случается, капитал устремляется в страны с формирующимся рынком. За весь 2020 год выпуск еврооблигаций заемщиками из стран с формирующимся рынком составил порядка 800 миллиардов долларов США, что более чем на 10 процентов превышает показатель 2019 года. Это особенно удивительно ввиду того, что во многих странах с формирующимся рынком



Ричард Хаус



Дэвид Лубин

наблюдается уменьшение потребностей во внешнем финансировании из-за сокращения дефицитов по их счетам текущих операций, обусловленного рецессией.

**Ф&Р:** Что произойдет, когда в странах с развитой экономикой начнется нормализация долгосрочных доходностей и центральные банки начнут сворачивать покупку активов?

**ДЛ:** Повышение процентных ставок США представляет угрозу для потоков капитала стран с формирующимся рынком начиная с 1970-х годов. Недавнее небольшое повышение по 10-летним облигациям Казначейства США вызвало некоторое волнение. Но по любым историческим меркам доходность по 10-летним облигациям Казначейства США, которая остается отрицательной в реальном выражении, низка до абсурда. Пока это будет так, угроза значительных оттоков капитала будет носить ограниченный характер.

**Ф&Р:** Вы оба считаете, что страны с формирующимся рынком более устойчивы из-за меньшей зависимости от иностранных инвесторов. Но разве иностранные инвесторы также не стали лучше дифференцировать страны? Или же широкомасштабные ответные меры политики в странах с развитой экономикой внесли путаницу?

**РХ:** Почти все классы активов в начале прошлого года резко упали в цене, а затем уверенно отыграли назад. Вливания ликвидности замаскировали некоторые проблемы, но не везде. Хотя подъем уровня ликвидности, несомненно, многим пошел на пользу, в конечном итоге цены на активы определяются макроэкономическими и политическими факторами. Имела место разумная дифференциация, в особенности по суверенному кредитному рейтингу и по валюте.

**ДЛ:** Удивительнее всего в прошлом году было то, что почти все страны с формирующимся рынком сумели смягчить денежно-кредитную политику. Этому значительно способствовала Федеральная резервная система, которая в марте 2020 года по существу заявила: «Оставьте это нам, мы с этим разберемся». Это был очень мощный сигнал о том, что денежно-кредитная политика может прийти на выручку и странам с развивающимся рынком. С налогово-бюджетной политикой оказалось сложнее, поскольку многие страны не располагали тем потенциалом, который имелся у стран с развитой экономикой.

**Ф&Р:** Если долгосрочные ставки идут вверх из-за усиления экономического роста США, не может ли это нейтрализовать эффект повышения стоимости заимствования?

**ДЛ:** В обычных условиях я бы сказал: «Нет». При ужесточении денежно-кредитных условий США, полагаю, страны с формирующимся рынком больше теряют от оттоков капитала, чем приобретают от увеличения экспорта. Причина заключается в том, что в последние годы основной движущей силой глобальной инвестиционной торговли и цен на биржевые товары были не Соединенные Штаты, а Китай. На счета операций с капиталом стран с формирующимся рынком влияют решения, принимаемые в Вашингтоне. На их счета текущих операций больше влияет Пекин.

Идеальным сочетанием было бы замедление роста в США, с низкими процентными ставками, направляющими капитал в страны с формирующимся рынком, и усиление роста в Китае, стимулирующее торговлю и инвестиции. Если бы Соединенные Штаты сумели совместить рост глобальных инвестиций с инфраструктурным планом президента Байдена, это помогло бы странам с формирующимся рынком, особенно если бы Китай переориентировался на потребление.

**Ф&Р:** Страны с формирующимся рынком более активно применяли нетрадиционные меры политики. Не указывает ли это на то, что у некоторых стран в арсенале больше инструментов, чем было принято считать?

**РХ:** Очень трудно делать какие-либо обобщения: использовалось несколько различных форм количественного смягчения. Но в сравнении с тем, что было всего несколько лет назад, политика каждого из центральных банков была нетрадиционной. Версии о неумении стран с формирующимся рынком проводить количественное смягчение или о неуправляемости ситуации давно утратили актуальность.

**ДЛ:** Мы видим значительное разнообразие. Индия, например, успешно объявила о политике бюджетной экспансии в сочетании с верхними пределами доходности по облигациям. Если бы другие страны попытались это повторить, они столкнулись бы с массивными оттоками капитала. Различие часто связано с уверенностью рынка в потенциале роста той или иной страны, но также и со степенью открытости ее счета операций с капиталом.

**Ф&Р:** Насколько вас волнует растущая долговая нагрузка? Могут ли страны с формирующимся рынком и особенно страны с низкими доходами перерасти проблему долга?

**РХ:** Мир волнует преодоление финансовых последствий COVID-19. Меня лично волнует неравенство в темпах роста между странами. Печально, но в странах формирующимся рынком распространение вакцин будет происходить намного медленнее, чем в странах с развитой экономикой. Рынки не обращают внимание на это неравенство. Хотя показатели стран с формирующимся рынком со временем восстанавливаются, думаю, что пройдет много лет, прежде чем отношения долга к ВВП вернутся к уровням, отмечавшимся до COVID-19.

**ДЛ:** Согласен. Накопление значительной задолженности в иностранной валюте намного опаснее. Однако мы по-прежнему далеки от этого. Такие показатели, как коэффициент обслуживания внешнего долга и отношение долга к валютным резервам, с исторической точки зрения не кажутся слишком большими. Низкие процентные ставки США помогут удерживать расходы на обслуживание долга на низком уровне. Общим знаменателем кризисов 1980-х и 1990-х годов было отсутствие у стран с формирующимся рынком долларовых активов. В последние 20 лет многие из них прилагали невероятные усилия к формированию валютных резервов. В некоторых странах более остро стоит проблема внутреннего долга. В этом вопросе у инвесторов и МВФ очень мало опыта, и они не знают, как может развиваться подобный кризис. В последние 40 лет мы в основном имели дело с внешним долгом.

**РХ:** Самое большое отличие в том, что привязка валютных курсов, по счастью, ушла в прошлое. И я не думаю, что в странах с формирующимся рынком когда-нибудь вновь произойдет еще один большой системный кризис. Возможно, в некоторых странах на корпоративном уровне, но определенно не на суверенном уровне.

**Ф&Р:** По вашим ожиданиям, финансовая помощь МВФ или других многосторонних организаций понадобится многим странам? И может ли частный сектор разделить бремя корректировки?

**РХ:** В первом квартале 2021 года мы наблюдали рекордные уровни эмиссии, как суверенной, так и корпоративной, в странах с формирующимся рынком, несмотря на довольно ощутимую переоценку обязательств Казначейства США. Некоторым странам, испытывающим проблемы с ликвидностью или платежеспособностью, потребуется больше помощи со стороны МВФ и потенциальное участие частного сектора в реструктуризациях. Они хорошо известны любому, кто имеет общее представление об анализе суверенных балансов. Я не ожидаю цепной реакции. Последние дефолты или реструктуризации в Аргентине, Эквадоре и Ливане не привели к цепной реакции. Почему сейчас должно быть по-другому? Частному сектору определенно следует участвовать в решении, когда долговая ситуация явно является неустойчивой.

**ДЛ:** Управляющим портфелями платят за оценку риска. МВФ впервые применил политику предоставления кредитов странам, имеющим просроченную задолженность, в 1980-х годах. Если частные кредиторы по-прежнему думают, что МВФ придет им на помощь, они плохо справляются со своей работой.

**Ф&Р:** Могут ли страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами выиграть от растущего спроса на заимствования, удовлетворяющие стандартам экологии, социальной ответственности и управления (ЭСУ)?

**РХ:** Это новорожденный класс активов, но с огромным потенциалом. При оценочной стоимости 16 миллиардов

долларов США они по-прежнему составляют лишь 4 процента совокупных средств в управлении в странах с формирующимся рынком. Ими сейчас интересуются все инвесторы — три четверти моих встреч с клиентами посвящены нашим стратегиям в отношении этих инвестиций.

МВФ может сыграть роль в вовлечении небольших стран, особенно учитывая стремление Фонда помогать им в достижении Целей в области устойчивого развития ООН. Сейчас уже появились международные принципы, регулирующие зеленые облигации, социальные облигации и облигации устойчивого развития, и в общем доступе имеется множество государственных и частных данных. Фонд может оказать содействие в мониторинге вовлеченности и отчетности.

**Ф&Р:** Следует ли МВФ сосредоточиться на помощи странам в развитии потенциала по выпуску зеленых облигаций или на мониторинге и обеспечении соблюдения требований?

**РХ:** Инвестиционные банки готовы помогать странам выпускать эти облигации. Фонд мог бы скорее помочь с мониторингом и взаимодействием, особенно по аспектам социальной ответственности и управления. То, что доклады МВФ охватывают эти вопросы, вселяет надежду. Взаимодействие со странами имеет решающее значение. Это вопрос, который всегда интересует инвесторов.

**ДЛ:** Это сложная область, так как деньги не различаются между собой. Страна говорит, что привлекает деньги для инвестирования в зеленый проект или для строительства школ в сельских населенных пунктах. Но как мы можем быть в этом уверены?

Вторая проблема заключается в том, что рейтинги ЭСУ находятся в сильной корреляции с ВВП на душу населения. Я беспокоюсь, что по мере укрепления на глобальных рынках позиций зеленых облигаций и облигаций социальной ответственности могут возникнуть негативные эффекты. Потоки капитала в страны с низкими доходами могут оказаться под угрозой.

**Ф&Р:** Но разве цель не в этом — оказывать экономическое давление на правительства, заставляя их отказываться от ненадлежащей практики?

**ДЛ:** Инвесторы привыкли оценивать ЭСУ на основе риска. Аспекты социальной ответственности и управления всегда были частью анализа, поскольку являются частью кредитного риска. Но инвестирование на основе ценностей еще больше усиливает внимание к ним. Например: «Эта страна ужасно обращается с журналистами. Возможно, мне не стоит в нее инвестировать, пока ситуация не изменится». Если такая логика просочится в инвестиционный процесс, не знаю, кто от этого выиграет. В результате влияние, которым обладают инвесторы, в конечном итоге может способствовать лишь сохранению текущей ситуации. **ФР**

**МАХМУД ПРАДАН** — заместитель директора Европейского департамента МВФ.