



КОВИДНАЯ ПАНИКА?

Направленность политики Федеральной резервной системы США в период после пандемии вскроет факторы уязвимости в странах с формирующимся рынком, где для частного сектора характерен высокий уровень внешнего долга

Шебнем Калемли-Озджан

Пандемия пока не привела к полномасштабному кризису задолженности в странах с формирующимся рынком, но существенные риски остаются.

Нынешняя ситуация, возможно, представляет собой лишь «иллюзию» стабильности во многом благодаря тому, что денежно-кредитная политика США благоприятно сказывается на условиях внешнего финансирования для стран с формирующимся рынком. Ослабив доллар, предоставив своповые кредитные линии и снизив стоимость внешнего долларового финансирования для стран с формирующимся рынком, денежно-кредитная политика США поддерживает приток капитала в эти страны. Благодаря своему влиянию на оценку риска мировыми инвесторами денежно-кредитная политика США всегда была главной детерминантой притока и оттока капитала в странах с формирующимся рынком. Начнется ли в этих странах кризис, когда процентные ставки в США наконец пойдут вверх? Это будет зависеть от трех ключевых моментов:

- влияния денежно-кредитной политики США на потоки капитала в странах с формирующимся рынком, которое

варьируется от страны к стране с учетом специфических для них рисков;

- валютной и отраслевой структуры внешнего долга этих стран — в основном это долларовые заимствования частного сектора, — сложившейся к началу пандемии;
- ограниченных бюджетных возможностей стран с формирующимся рынком, которым для борьбы с пандемией приходится постоянно осуществлять государственные заимствования на внутреннем и внешнем рынках.

Денежно-кредитная политика США

Исторически суверенные заимствования играют существенную роль в странах с формирующимся рынком. Начиная с 1980-х годов в литературе высказывается точка зрения, что разница между процентными ставками по ценным бумагам Казначейства США и ставками по государственным облигациям стран с формирующимся рынком влияет на спрос на долговые инструменты стран с формирующимся рынком. Однако в последнее время эта тесная связь начала ослабевать.

На рис. 1 показано, что после мирового финансового кризиса наблюдается значительное снижение корреляции между потоками капитала и дифференциалами директивных ставок, которые напрямую влияют на ставки по краткосрочным государственным облигациям. Причина в том, что с начала 2000-х гораздо более серьезным компонентом внешних заимствований, производимых странами с формирующимся рынком, стали потоки частного капитала, такие как трансграничные банковские потоки и корпоративные займы и облигации. На потоки частного капитала в большей степени влияет то, как частные инвесторы оценивают риски, связанные с конкретной страной, нежели дифференциалы процентных ставок по гособлигациям. Безусловно, государственные потоки, особенно в местной валюте, также чувствительны к глобальному восприятию рисков. Таким образом, политика США влияет как на частные, так и государственные притоки и оттоки капитала в странах с формирующимся рынком. Обратим внимание на то, что тенденции потоков могут быть разнонаправленными. Так, если процентные ставки в США снизятся, а восприятие риска глобальными инвесторами усилится, в странах с формирующимся рынком может наблюдаться приток государственного капитала и отток частного капитала.

Беспрецедентные действия Федеральной резервной системы привели к возврату первоначального оттока в размере 100 миллиардов долларов, наблюдавшегося в странах с формирующимся рынком с января по май 2020 года в связи с сокращением инвесторами своих портфелей государственных и частных ценных бумаг (таких как акции и облигации). Шаги ФРС помогли не только снизить стоимость заимствований для стран с формирующимся рынком, но и ослабить неприятие риска в мировом масштабе, что, в свою очередь, стимулировало приток частного капитала в страны с формирующимся рынком во втором полугодии 2020-го при более низкой премии за риск таких инвестиций. При этом ситуация с потоками капитала в странах с формирующимся рынком была неоднородной и зависела от успешности их мер по борьбе с пандемией (Çakmaklı et al., 2020; ДГФС МВФ, апрель 2020). Как показывает опыт прошлых изменений денежно-кредитной политики США (Kalemli-Özcan, 2019), такую неоднородность можно было ожидать. Реакция стран с формирующимся рынком на курс политики ФРС варьируется в зависимости от специфического риска для каждой отдельной страны, который непосредственно связан с тем, как она справляется с пандемией.

Это все хорошие новости, но, поскольку у нас нет поступающих в режиме реального времени данных о платежном балансе, чтобы отслеживать *общий* объем потоков капитала, мы можем составить неполное представление о потенциальной реакции потоков капитала на COVID-19 и на денежно-кредитную политику США, используя цифры, которые отражают только отток портфельных инвестиций из стран с формирующимся рынком, а он составляет 70 миллиардов долларов портфельных инвестиций в акции и 30 миллиардов долларов портфельных инвестиций в долговые обязатель-

Рисунок 1

Снижение влияния ключевой ставки и ставок по гособлигациям
После мирового финансового кризиса ослабло влияние разницы между ключевыми процентными ставками в США и странах с формирующимся рынком на приток капитала в страны с формирующимся рынком.



Источник: По материалам Kalemli-Ozcan (2019), Jackson Hole Symposium. Расчеты автора основаны на данных МВФ.

Примечание. Дифференциалы ставок выражены в логарифмах и подсчитаны относительно США. Потоки капитала нормализованы по ВВП и представлены как скользящее среднее за три квартала. Все переменные усреднены по странам на конкретную дату. Использованы ежеквартальные данные по 46 странам с формирующейся рыночной экономикой.

ства (МВФ, апрель 2020). Понимание того, какие типы капитала были наиболее подвержены оттоку во время прошлых кризисов в странах с формирующимся рынком и как выглядела структура долга, накопленного странами с формирующимся рынком к началу пандемии, поможет полнее оценить остающиеся факторы уязвимости таких стран перед лицом возможного оттока капитала при изменении мировой конъюнктуры в будущем.

Валюты и отрасли

Как же выглядела валютная и отраслевая структура внешнего долга стран с формирующимся рынком в конце 2019 года, непосредственно перед пандемией? На портфельные инвестиции в долговые обязательства, то есть государственные и корпоративные облигации, приходится существенная доля внешнего долга стран с формирующимся рынком, но не менее важны и трансграничные банковские кредиты. При этом такие кредиты не учитываются в потоках портфельных инвестиций. В странах с формирующимся рынком непропорционально высокая часть внешних долговых обязательств (65 процентов) примерно поровну поделена между долговыми инструментами (облигациями) и прочими обязательствами, связанными с инвестициями (кредитами). Оставшиеся 35 процентов представлены портфельными инвестициями в акции и прямыми иностранными инвестициями. В структуре портфельных инвестиций в долговые инструменты более 60 процентов составляют суверенные облигации, а среди прочих инвестиций 80 процентов обязательств приходится на банковский сектор и корпоративные кредиты вместе взятые (Avdjiev et al., 2020). При том что государство может осуществлять внешние

заимствования посредством облигаций в местной валюте, большинство трансграничных банковских и корпоративных облигаций и кредитов деноминированы в долларах США.

Важно знать, какой сектор заимствований и какой класс активов в наибольшей степени пострадали от оттока иностранного капитала в ходе прошлых кризисов в странах с формирующимся рынком, таких как мировой кризис 2008 года и паника 2013 года, когда доходность ценных бумаг Казначейства США подскочила в связи с ожиданиями того, что ФРС сократит денежно-кредитное стимулирование, снизив объемы покупки финансовых активов для поддержки экономики. Во время этих эпизодов отток капитала из стран с формирующимся рынком пришелся в первую очередь на трансграничные банковские кредиты, а во вторую — на трансграничные корпоративные кредиты и корпоративные облигации, как показано на рисунке 2.

Примеры 2008 и 2013 годов показывают, что отток капитала, наблюдавшийся в странах с формирующимся рынком в начале пандемии в марте–мае 2020 года, мог бы быть гораздо сильнее. Во время мирового финансового кризиса и паники, вызванной ожиданием сокращения стимулирования со стороны ФРС, изъятие капитала из частного сектора в разрезе всех долговых инструментов, а не только портфельных вложений в облигации, вполне закономерно составило гораздо большую сумму, чем 30 миллиардов долларов, которые были выведены из долговых ценных бумаг в начале пандемии. Отток из портфельных инвестиций в акции в размере 70 миллиардов долларов не вызвал удивления, так как это наиболее рискованный класс активов в странах с формирующимся рынком, а COVID-19 стал сильнейшим шоком со времен мирового финансового кризиса с точки зрения бегства инвесторов от риска.

Банковские и корпоративные потоки долговых обязательств в странах с формирующимся рынком в 2020 году — в отли-

чие от мирового финансового кризиса и паники в связи с ожидавшимся сокращением стимулирования — не пострадали благодаря быстрым и четким беспрецедентным мерам ФРС. Для частного сектора стран с формирующимся рынком денежно-кредитная политика США — ключевая детерминанта потоков капитала, при том что заимствования осуществляются в долларах, кредиторами выступают представители частного сектора, а сами потоки чувствительны к степени склонности к риску у мировых инвесторов.

Налогово-бюджетная политика

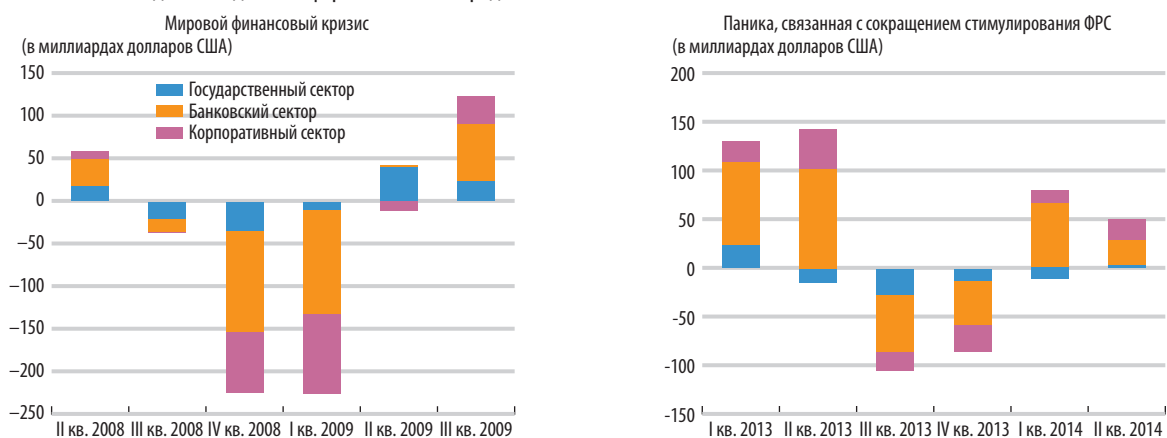
Увидим ли мы новую панику и бегство капитала из стран с формирующимся рынком, когда по мере укрепления американской экономики повысится директивная процентная ставка США? Ответ зависит от рисков, специфических для каждой страны, которые определяются не только классическими факторами уязвимости, такими как высокий уровень внешнего долга, высокая внутренняя задолженность частного сектора в иностранной валюте и инфляция, но и мерами политики этих стран, направленными на борьбу с COVID-19. Пока что страны с формирующимся рынком, как и страны с развитой экономикой, используют сочетание мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Если судить по истории самих стран с формирующимся рынком, налогово-бюджетная политика играет особую роль для разрешения взаимосвязанных проблем внешнего долга, внутреннего долга и инфляции.

Правительства стран с формирующимся рынком должны бороться с пандемией на своей территории, а их частный сектор должен пролонгировать свой внешний долг в иностранной валюте. Это значит, что правительствам требуется привлечь как внутреннее, так и внешнее финансирование не только для борьбы с COVID-19, но и для подготовки к ситуации, когда в частном секторе могут начаться дефолты

Рисунок 2

Отток капитала в прошлом

Наибольший отток капитала из стран с формирующимся рынком во время мирового финансового кризиса 2008–2009 годов и паники 2013 года наблюдался в сфере банковских кредитов.



Источники: по материалам Avdjiev et al. (2020). Расчеты автора основаны на данных МВФ и Банка международных расчетов.

В настоящий момент страны с формирующейся рыночной экономикой чрезвычайно нуждаются в поддержке, что требует привлечения внутреннего и внешнего финансирования.

и потребуются государственные меры экстренной финансовой помощи. Однако бюджетные возможности у правительств этих стран ограничены. Уже в начале пандемии между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком наблюдались значительные различия в объеме пакетов бюджетных мер, которые они принимали. К началу 2021 года эти различия только увеличились; в среднем страны с формирующимся рынком смогли направить на меры бюджетной поддержки только 6 процентов ВВП, тогда как страны с развитой экономикой в среднем выделили на эти цели около 20 процентов ВВП (МВФ, 2021).

Чтобы оценить размер нынешнего шока по сравнению с мировым финансовым кризисом, стоит внимательно изучить статистику США. На данный момент борьбы с пандемией объем выделенных и обещанных мер поддержки в этой стране составляет 7,25 триллиона долларов, или 34 процента ВВП США в 2019 году. Для сравнения: меры поддержки, предложенные в США в связи с финансовым кризисом 2007–2009 годов, составили 830 миллиардов долларов, или всего 6 процентов ВВП в 2007 году. Таким образом, COVID-19 потребовал принципиально более масштабной бюджетной поддержки.

Не располагая ресурсами для бюджетного стимулирования в таких объемах, многие страны с формирующимся рынком прибегли и к мерам денежно-кредитной политики. Как и страны с развитой экономикой, они запустили покупку активов — так называемые программы количественного смягчения. Исследователи и специалисты по разработке экономической политики мгновенно заговорили об опасности монетизации долга — печатания денег для покупки государственных долговых обязательств. Обеспокоенность связана с тем, что в странах с формирующимся рынком это приведет к ускорению инфляции, что перечеркнет достижения последних двух десятилетий, когда с большим трудом удалось ввести режимы таргетирования инфляции.

Взаимосвязь между инфляцией и налогово-бюджетной политикой — извечный бич стран с формирующейся рыночной экономикой. Многие из них на своем печальном опыте убедились в том, что ключом к успешному таргетированию инфляции служит бюджетная дисциплина. Любая глава центрального банка из страны с формирующимся рынком подтвердит, что для контроля над инфляцией нужна бюджетная дисциплина. Впервые консенсус относительно ключевой роли независимости центрального банка и поддерживающих мер налогово-бюджетной политики в обуздании инфляции сложился в странах с развитой экономикой после периодов высокой инфляции в 1970-х годах. Странам с формирующимся рынком, как и странам с развитой экономикой, независимость центрального банка и бюджетная дисциплина могут помочь избежать разгона инфляции в результате программ

количественного смягчения. Основа успешной программы количественного смягчения — это доверие к политике.

Пятнадцать стран с формирующейся рыночной экономикой запустили эти программы, исходя из того что без них рост бюджетного дефицита приведет к наводнению рынка государственными облигациями и процентные ставки пойдут вверх. Покупая эти облигации, центральные банки стран с формирующимся рынком рассчитывали предотвратить такое развитие событий (БМР, 2020; МВФ, 2020). На данный момент большинство этих программ, хотя и скромных по объему, оказались успешными за исключением тех немногих случаев, когда центральным банкам не удалось убедить рынки в том, что они не будут финансировать правительство до бесконечности. Стоимость свопов кредитного дефолта (СКД) — которые, будучи по сути страховкой от дефолта, являются хорошим индикатором стоимости внешнего финансирования, — отчасти отражает эту нехватку доверия. Спреды СКД в одних странах с формирующимся рынком выросли, а в других нет, что говорит о неоднородном уровне доверия, которым пользуются принятые разными странами комбинации мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.

В настоящий момент страны с формирующейся рыночной экономикой чрезвычайно нуждаются в поддержке, что требует привлечения внутреннего и внешнего финансирования. В таких условиях более высокая стоимость внешнего финансирования может привести к катастрофическим последствиям, особенно если ФРС изменит адаптивный курс своей политики, который до сегодняшнего дня помогал странам с формирующимся рынком, и начнет повышать ставки. Следовательно, страны с формирующейся рыночной экономикой должны тщательно уравнивать меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, предоставлять о них прозрачную информацию и внимательно отслеживать их воздействие на стоимость внешних заимствований. **ФР**

ШЕБНЕМ КАЛЕМЛИ-ОЗДЖАН — преподаватель экономики в Университете Мэриленда (г. Колледж-Парк).

Литература

Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemli-Özcan, and Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns." NBER Working Paper 23116, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bank for International Settlements (BIS). 2020. *BIS Bulletin*, June.

Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yesiltas, and Muhammed A. Yildirim. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows." NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, April and October.

———. 2021. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.

Kalemli-Özcan, Şebnem. 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers." Jackson Hole Symposium Proceedings, September.