



Вопрос на триллион долларов: кому принадлежит долг стран с формирующимся рынком

Серкан Арсаналп и Такахиро Цуда

5 марта 2014 года

Есть целый триллион причин, почему важно, кому принадлежат долговые обязательства стран с формирующимся рынком. Именно столько денег, 1 триллион долларов США, мировые инвесторы вложили в эти государственные облигации за последние годы. Информация о том, кто и как долго владеет этими облигациями и почему эти характеристики со временем меняются, может пролить свет на существующие риски; внезапный отток денег, поступающих в страну, может иметь тяжелые последствия. Изменения в структуре базы инвесторов также могут повлиять на стоимость заимствования для органов государственного управления.

Дальнейшие действия инвесторов являются важным вопросом для стран с формирующимся рынком, и наш новый анализ позволяет несколько прояснить, кому принадлежит ваш долг. Чем больше вы будете знать о своих инвесторах, тем лучше вы будете понимать потенциальные риски и пути их преодоления.

Некоторые факты

Мы подготовили сопоставимые и стандартизованные оценки базы инвесторов в государственные долговые инструменты стран с формирующимся рынком, используя тот же подход, который [мы разработали в прошлом году](#) для выяснения собственников государственных долговых обязательств стран с развитой экономикой.

Мы используем данные 24 стран с формирующимся рынком и открыли к ним доступ для всех, кто заинтересован в проведении дальнейших исследований (рис. 1). Эти данные охватывают период с 2004 года до конца июня 2013 года.

По нашим оценкам, только в период с 2010 по 2012 год в государственные облигации стран с формирующимся рынком было вложено иностранных инвестиций на полтриллиона долларов, в основном иностранными небанковскими финансовыми организациями (крупными институциональными инвесторами, хеджевыми фондами, фондами национального благосостояния). По состоянию на конец 2012 года этим инвесторам принадлежало примерно 800 млрд долларов из этого долга, или 80 процентов общей суммы.

Кроме того, по нашим расчетам, примерно от 40 до 80 млрд долларов этого долга принадлежало иностранным центральным банкам, причем их авуары, по-видимому, сосредоточены в семи странах: Бразилии, Индонезии, Китае, Польше, Малайзии, Мексике и Южной Африке.

Приток этих денег в страны с формирующимся рынком за последнее десятилетие отчасти объясняется совершенствованием управления государственным долгом. В частности, страны с формирующимся рынком увеличили средние сроки своих долговых обязательств, уменьшили выпуск долговых инструментов с плавающей ставкой и сократили долг в иностранной валюте. Это повысило устойчивость их государственных балансов к шокам обменных курсов и процентных ставок и снизило риски, связанные с государственным долгом на стороне предложения. Отчасти вследствие этого за последние годы резко возросла доля долговых обязательств стран с формирующимся рынком в иностранной собственности.

Увеличение иностранного участия на рынках государственного долга стран с формирующимся рынком создает новые возможности и новые риски, в особенности на стороне спроса. Рост иностранного участия на рынках государственного долга может помочь снизить стоимость заимствования и более равномерно распределить риски между инвесторами, но при этом может повысить риски внешнего финансирования, которым подвергаются страны. Кроме того, наличие представления о действиях инвесторов по странам необходимо для понимания динамики мирового спроса на государственные облигации. Изменения в глобальном распределении инвестиций между странами существенны, поскольку они могут одновременно затрагивать большое число стран.

Ситуация до, во время и после мирового финансового кризиса

Мы выяснили, что иностранные инвесторы проводили разграничение между странами с формирующимся рынком в три отдельных периода: до, во время и после мирового финансового кризиса. До кризиса они придерживались умеренно дифференцированного подхода к странам: в некоторых странах имел место приток, а в других отток капитала. Как обычно происходит, эта дифференциация стала намного более резкой во время кризиса. Однако, как мы установили, в третий период (2010–2012 годы) притоки иностранного капитала были почти всегда положительными и намного менее дифференцированными (рис. 2).

Часть этих притоков можно объяснить улучшением экономических детерминант в ряде стран с формирующимся рынком в этот период. В 2010–2012 годах пять стран с формирующимся рынком (Колумбия, Индонезия, Латвия, Румыния и Уругвай) добились статуса инвестиционной категории или вернули себе этот статус. Большинство стран с формирующимся рынком благополучно перенесли кризис и относительно быстро восстановили высокие темпы роста. Это, возможно, породило ожидания укрепления валют стран с формирующимся рынком, вызвав дополнительный спрос со стороны иностранных инвесторов. В то же время приток капитала продолжался даже в те страны, чей кредитный рейтинг ухудшился или, по крайней мере, не улучшился в этот период, на фоне почти нулевых процентных ставок в странах с развитой экономикой.

Страны с формирующимся рынком могут подготовиться

В прошлом году мы разработали основу для анализа того, как возможное неожиданное прекращение притока иностранных средств может сказаться на рынках государственных долговых обязательств. В рамках нового аналитического исследования мы проиграли иллюстративные сценарии, чтобы посмотреть, что может произойти при различных обстоятельствах. Мы разработали эти сценарии, чтобы оценить влияние шока, а не предсказать *вероятность* его возникновения.

Эти сценарии показывают, что при данном уровне иностранного участия в рынках государственных облигаций меньшую чувствительность к рискам внешнего финансирования имеют страны со следующими характеристиками:

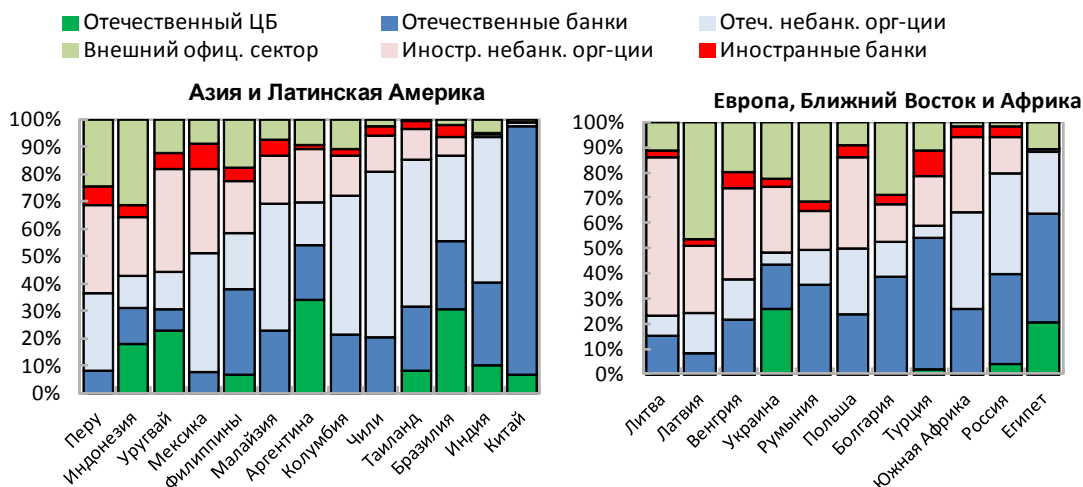
- более низкое отношение долга к ВВП;
- более низкие валовые потребности в финансировании;
- более развитые внутренние финансовые системы;
- более крупные резервы ликвидности для защиты от внешних шоков.

Таким образом, эти сценарии показывают важность удлинения сроков государственного долга, развития местной базы инвесторов и поддержания резервов ликвидности для снижения потенциального ущерба от неожиданного оттока внешнего финансирования. Страны, которые приняли эти компенсирующие меры, например, Мексика и Польша, испытывали меньшее давление в сторону повышения доходности облигаций летом 2013 года, несмотря на более высокую долю государственного долга, находящегося в иностранной собственности.

В силу всех этих причин странам с формирующимся рынком необходимо тщательно наблюдать за тем, кому и как долго принадлежат их долговые обязательства. Им необходимо активизировать обмен информацией с базой своих инвесторов, чтобы понять их нужды.

Важнейшее значение имеет понимание преимуществ и рисков иностранной собственности на долговые обязательства стран с формирующимся рынком. Существует ли некоторое идеальное сочетание отечественных и иностранных инвесторов? Более подробные сведения можно будет найти в готовящемся аналитическом материале в следующем выпуске «Доклада о глобальной финансовой стабильности».

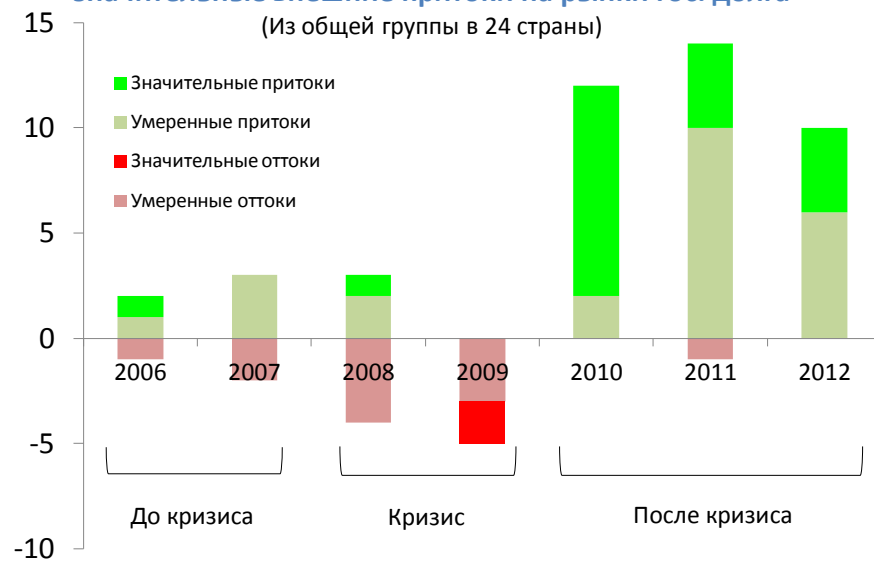
Рисунок 1. Страны с формирующимся рынком: держатели гос. долга, конец 2012 года
(В процентах от общей суммы)



Источник: Arslanalp and Tsuda (2014).

Примечание. Государственный долг означает валовой долг сектора государственного управления. Отечественные банки представляют собой депозитные организации, которые расположены внутри страны (определение МФС). Иностранные банки — банки, представляющие отчетность в БМР, и филиалы банков, находящиеся за рубежом. Внешний официальный сектор охватывает внешние официальные ссуды и авуары иностранных центральных банков в качестве резервных активов. Данные по иностранным небанковским организациям и отечественным небанковским организациям рассчитываются на основе внешнего и совокупного долга.

Рисунок 2. Страны с формирующимся рынком, испытавшие значительные внешние притоки на рынки гос. долга
(Из общей группы в 24 страны)



Источник: Arslanalp and Tsuda (2014).

Примечание. На основе z-оценок, которые отражают относительный объем чистых продаж или покупок государственных долговых обязательств иностранными инвесторами по сравнению с историческими нормами. Значительный приток (отток) указывает на z-оценку свыше 1 (менее чем -1); умеренный приток (отток) указывает на z-оценку в диапазоне между 0,5 и 1 (от -1 до -0,5). Внешние потоки не включают официальное внешнее кредитование и учитывают поправку на изменения обменных курсов.

Биографии:

Серкан Арсланалп — старший экономист Отдела по долговым инструментам и инструментам рынка капитала в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. Он пишет материалы для «Доклада о глобальной финансовой стабильности» по вопросам, связанным с суверенным риском, финансовой стабильностью и рынками капитала. Его последнее задание по стране было связано с Японией, он отвечал за стресс-тесты банковского сектора для Программы оценки финансового сектора Японии. Ранее он был экономистом по бюджетным вопросам и работал по целому ряду стран, имевших программы с МВФ, и стран, в отношении которых осуществлялся надзор, в Департаменте по бюджетным вопросам. Он получил степень бакалавра экономики от Массачусетского технологического института и степень доктора экономических наук от Стэнфордского университета.



Такахиро Цуда — эксперт по финансовому сектору в Отделе по долговым инструментам и инструментам рынка капитала Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. Он занимается анализом рынка суверенного долга и вопросами политики управления долгом, подготовил материалы для ряда «Докладов о глобальной финансовой стабильности». До поступления на работу в МВФ он работал в Министерстве финансов Японии.