



# Смена ролей

Эсвар С. Прасад

Фабрика по изготовлению сари, Раджастан, Индия.

**Страны с формирующимся рынком в меньшей степени зависят от долга, менее уязвимы по отношению к изменчивым настроениям инвесторов и пересматривают роль потоков капитала.**

**Д**ЛЯ стран с формирующимся рынком времена изменились.

В отличие от ситуации в прошлом, большинство стран с формирующимся рынком со средними доходами сравнительно быстро и активно восстанавливаются после мирового экономического кризиса, тогда как страны с развитой экономикой продолжают испытывать глубокий и продолжительный спад.

Более того, в отличие от прошлых лет, когда мировые финансовые потрясения вынуждали внутренних и международных инвесторов спешно покидать рынки, ускоряя обвал, в настоящее время страны с формирующимся рынком гораздо более устойчивы по отношению к волатильности потоков капитала. Лишь немногие из ведущих стран с формирующимся рынком по-прежнему в значительной мере зависят от внешнего финансирования. Некоторые из них, например, Турция и ряд стран с формирующимся рынком в Восточной Европе, остаются уязвимыми к изменениям настроений иностранных инвесторов. Но они являются скорее исключением, чем нормой. И даже такие страны, как Бразилия и Индия, у которых отток денежных средств превышает приток (то есть наблюдаются дефициты по счету текущих операций), располагают крупными запасами валютных резервов, что помогает им справляться с волатильностью потоков капитала. Многие страны с формирующимся рынком столкнулись с «проклятием

изобилия» — резким усилением притоков капитала в последние годы.

В основе подобной динамики лежат фундаментальные изменения в характере международных потоков капитала, которые будут проявляться в течение продолжительного времени. Такие изменения повлияют на характер дискуссии о выгодах и рисках глобальной финансовой интеграции. В случае стран с формирующимся рынком международные потоки капитала принято было рассматривать как деструктивную силу, увеличивающую волатильность и вызывающую разрушительные кризисы, а не как способствующую экономическому росту или помогающую диверсифицировать риски за счет расширения возможностей инвестирования. Изменения, изложенные в настоящей статье, показывают, что страны с формирующимся рынком могут в настоящее время быть в более выгодном положении, чтобы воспользоваться преимуществами от потоков капитала, но они сталкиваются с новым набором рисков.

## **Более тесные финансовые связи**

В процессе, который начался в середине 1980-х годов, набрал темпы за последнее десятилетие и лишь в течение короткого периода подвергался воздействию кризиса, страны с формирующимся рынком существенно углубили свою интеграцию с мировыми финансовыми рынками. На это с очевидностью

указывают их растущие запасы международных активов и обязательств.

Растущие запасы предполагают более высокий уровень рисков, даже для страны, активы и обязательства которой сбалансированы. Если та или иная страна располагает крупными авурами международных активов и обязательств, колебания валюты и даже умеренное перебалансирование портфеля международных инвесторов могут приводить к большей волатильности чистых потоков (разница между капиталом, поступающим в страну, и капиталом, уходящим из нее). Если на экономику страны оказывается давление, притоки могут прекратиться одновременно с ростом оттоков, что повлечет за собой двойной удар в контексте чистых потоков.

Масштаб воздействия этих эффектов зависит от доли обязательств и активов, которые имеют форму долга, по сравнению с компонентом инструментов участия в капитале — как прямого, при котором иностранному инвестору принадлежит долговременная доля участия в активе, так и портфельного, когда инвестор стремится исключительно к получению финансовой прибыли. При наличии компонента инструментов участия в капитале риски более равномерно распределяются между внутренними и иностранными инвесторами. Несмотря на то что основное воздействие оказывают, очевидно, растущие суммарные позиции, целесообразно проводить более внимательный анализ структуры внешних активов и обязательств в связи с ее влиянием как на экономический рост, так и на волатильность.

### Трансформация баланса

Международная инвестиционная позиция (МИП) по существу представляет собой баланс страны по отношению ко всему остальному миру. Одна сторона баланса содержит совокупные иностранные активы страны, а другая — ее внешние обязательства. Категории активов и обязательств разбиваются по каждой стороне баланса. Анализ изменений МИП ведущих стран указывает на крупные сдвиги в структуре мировых финансов.

Когда-то внешние обязательства стран с формирующимся рынком в основном представляли собой задолженность. В настоящее время преобладают прямые иностранные инвестиции (ПИИ) и портфельные инвестиции в акции, вместе взятые (рис. 1). В 2010 году на долю ПИИ и портфельных инвестиций в акции приходилось более половины совокупных обязательств стран с формирующимся рынком (см. таблицу). Такая структура

сохранялась для пяти ведущих стран с формирующимся рынком, известных под аббревиатурой БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика). В случае Бразилии, Китая и Южно-Африканской Республики на долю ПИИ и портфельных инвестиций в акции приходилось примерно две трети внешних обязательств. Напротив, в странах с развитой экономикой портфельные инвестиции в долговые обязательства (например, облигации, выпущенные корпорациями) и банковские ссуды в совокупности по-прежнему составляли основную долю внешних обязательств.

Меняющаяся структура балансов стран с формирующимся рынком была особенно примечательной в годы, предшествовавшие недавнему финансовому кризису. За период с 2000 по 2007 год только на долю изменений в обязательствах по ПИИ приходилась почти половина увеличения совокупных обязательств. ПИИ и портфельные обязательства в сумме составляли примерно 70 процентов увеличения.

Краткосрочный внешний долг, выраженный в иностранных валютах, когда-то был настоящим бедствием для стран с формирующимся рынком. Эти страны имели дело не только с риском оказаться не в состоянии рефинансировать задолженность в случае утраты благорасположения международных инвесторов, но также и с последующими проблемами в случае обесценения валют, что увеличило бы стоимость долга в национальной валюте. ПИИ и портфельные инвестиции в акции являются гораздо более желательными формами капитала, и внешний долг этих стран все чаще выражается в их национальных валютах. Если стоимость таких инвестиций падает либо в национальной валюте, либо из-за обесценения валюты (или по обоим причинам), иностранные инвесторы принимают на себя часть капитального и валютного рисков.

Отмечаются интересные изменения также в позициях по активам в странах с формирующимся рынком, где все больше преобладают валютные резервы. Такие активы в основном хранятся в государственных облигациях, выпущенных четырьмя крупнейшими зонами резервных валют (США, зона евро, Япония,

Рисунок 1

#### Изменение источников

Обязательства стран с формирующимся рынком главным образом представляли собой задолженность, но в настоящее время преобладают прямые иностранные инвестиции и портфельные инвестиции в акции. Основным активом являются валютные резервы.

(Доля от совокупной суммы, в процентах)



Источник: расчеты автора на основе работы Lane and Milesi-Ferretti.

Примечание. Запасы прямых иностранных инвестиций (ПИИ), портфельных инвестиций в акции (ПИИ) и долга указаны в процентах от совокупных внешних обязательств. Валютные резервы указаны в процентах от совокупных внешних активов.

### Набирая вес

По состоянию на конец 2010 года большинство обязательств стран с формирующимся рынком имели сравнительно более стабильную форму прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и портфельных инвестиций в акции (ПИИ).

	ПИИ/ Обязательства	ПИИ/ Обязательства	ПИИ и ПИИ/ Обязательства	Валютные резервы/ Активы
<b>Страны с развитой экономикой</b>				
Медианное значение	19,7	9,9	31,4	1,2
Среднее по группе	14,9	13,6	28,5	3,0
<b>Страны с формирующимся рынком</b>				
Медианное значение	40,5	8,2	56,2	38,8
Среднее по группе	6,4	14,5	60,9	52,7
<b>Ведущие страны с формирующимся рынком</b>				
Бразилия	36,5	33,3	69,8	47,1
Китай	63,2	8,8	72,1	69,0
Индия	32,5	18,5	51,1	67,9
Россия	38,6	17,5	56,1	36,6
ЮАР	41,5	35,0	76,5	13,4

Источник: расчеты автора.

Примечание. Медианное значение определяет точку, при которой половина группы имеет более высокий показатель, а вторая половина — более низкий показатель. Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) относятся к ситуации, когда инвестору принадлежит долговременная доля участия в активе. Портфельные инвестиции в акции (ПИИ) представляют собой акции, приобретенные с целью получения финансовой прибыли. Обязательствами и активами называются внешние обязательства и внешние активы страны.

Великобритания). На долю резервов на конец 2010 года в среднем приходилось более половины совокупных внешних активов стран с формирующимся рынком (см. таблицу). В Китае и Индии они составляли примерно две трети совокупных внешних активов.

В период с 2000 по 2007 год на долю накопления резервов приходилась примерно половина совокупного увеличения внешних активов стран с формирующимся рынком. Эти показатели определялись не только Китаем. Большинство стран с формирующимся рынком в этот период сталкивались с увеличением доли валютных резервов в совокупных внешних активах. В этих странах накопление резервов было побочным результатом интервенций на валютных рынках в целях сдерживания укрепления их валют, которое снижало бы конкурентоспособность их торговли. Вместе с тем резервы также выступали в качестве фондов на черный день, обеспечивая самострахование на случай волатильности потоков капитала.

Недавний мировой финансовый кризис, наряду с ростом позиций по совокупным активам и обязательствам, увеличил потребность стран с формирующимся рынком в резервах на непредвиденные цели. В самом деле, накопление резервов этими странами достигло пика в 2007 году и замедлилось во время кризиса, но после этого вновь возросло до максимума (рис. 2). В то же время бремя государственного долга стран с развитой экономикой резко растет, создавая угрозу безопасности этих активов. В результате риск по сальдо внешних операций стран с формирующимся рынком парадоксальным образом сместился в сторону активов.

### Самострахование дорожает

Накопление резервов было связано с поиском надежных активов в странах с формирующимся рынком — как правило, государственных облигаций стран с развитой экономикой. Предложение таких облигаций определяется траекториями изменения чистого государственного долга во всем мире.

Финансовый кризис вызвал резкое увеличение уровней государственного долга в глобальных масштабах. Начиная с 2007 года, на долю стран с развитой экономикой приходится основная часть увеличения мирового чистого государственного долга как в абсолютном выражении, так и по отношению к валовому внутреннему продукту (ВВП). Ниже приводится поразительная статистика, построенная на основе данных и прогнозов МВФ (все по рыночному обменному курсам).

Рисунок 2

### Накопление резервов

Китай и другие страны с формирующимся рынком быстро наращивают валютные резервы. Накопление резервов замедлилось во время кризиса, но затем снова ускорилось. (млрд долл. США) (трлн долл. США)



Источники: база данных МВФ о валютной структуре официальных валютных резервов, 30 июня 2011 года; Народный банк Китая.  
Примечание. Потоки описывают ежегодное увеличение резервов (левая шкала); запасы определяют объем резервов стран с формирующимся рынком по состоянию на конец года (правая шкала).

- Совокупный долг стран с развитой экономикой будет расти с 18 трлн долларов США в 2007 году до 30 трлн долларов США в 2011 году, а в 2016 году увеличится еще больше — до 41 трлн долларов США. Соответствующая оценка для стран с формирующимся рынком составляет 7 трлн долларов США в 2016, то есть показатель возрастет на 2 трлн долларов США по сравнению с 2011 годом.

- Отношение совокупного долга к совокупному ВВП для стран с развитой экономикой будет расти с 46 процентов в 2007 году до 70 процентов в 2011 году и до 80 процентов в 2016 году. В случае стран с формирующимся рынком показатель составляет 21 процент в 2011 году, после чего он будет постепенно снижаться.

- В 2007 году на долю стран с формирующимся рынком приходилось 25 процентов мирового ВВП и 17 процентов мирового долга. Ожидается, что к 2016 году они будут производить 38 процентов мирового объема производства, причем на их долю будет приходиться всего 14 процентов мирового долга.

- В 2011 году на зоны четырех ведущих резервных валют совокупно приходилось 58 процентов мирового ВВП и 81 процент мирового долга.

Контраст между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком становится еще более резким с точки зрения их вклада в рост мирового долга и мирового ВВП (рис. 3).

- На долю стран с формирующимся рынком в период с 2007 по 2011 год приходится девять процентов роста уровня мирового долга, и ожидается, что в период с 2011 по 2016 год этот показатель составит 13 процентов роста. Их вклад в увеличение мирового ВВП за те же два периода равен 66 и 56 процентам соответственно.

- Вклад ведущих стран с развитой экономикой в рост мирового долга будет гораздо больше, чем их вклад в увеличение мирового ВВП. На долю США в период с 2007 по 2011 год приходится 37 процентов роста уровня мирового долга и 40 процентов в период с 2011 по 2016 год. Их вклад в увеличение мирового ВВП за те же два периода будет равен 8 и 18 процентов соответственно.

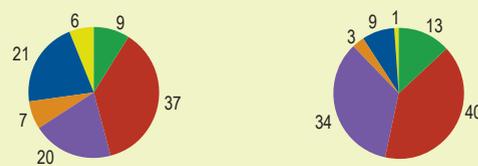
Рисунок 3

### Меняясь местами

Страны с формирующимся рынком заменили страны с развитой экономикой, став фундаментом международной финансовой системы.

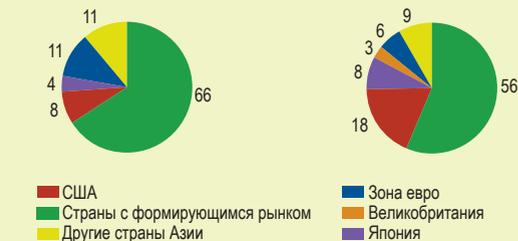
#### Мировой государственный долг

Процент изменения, с 2007 по 2011 год      Процент изменения, с 2011 по 2016 год



#### Мировой ВВП

Процент изменения, с 2007 по 2011 год      Процент изменения, с 2011 по 2016 год



Источник: расчеты автора.

Примечание. На рисунках приводится процент вклада стран или групп стран в изменения абсолютных уровней мирового чистого государственного долга и мирового ВВП (измеряемых в единой валюте по рыночным курсам).

На основе этих показателей складывается отрезвляющая картина. Страны с ведущими резервными валютами демонстрируют головокружительные траектории бремени государственного долга и вялые перспективы роста, которые выглядят еще хуже в свете низких уровней прироста численности населения, быстро стареющего населения, а также растущих расходов на здравоохранение и программы социальной защиты.

Страны с резервными валютами выпускают суверенные долговые обязательства в собственных валютах, перенося валютные риски на иностранных покупателей их суверенного долга. Кроме того, высокие и растущие уровни долга подразумевают вытеснение частных инвестиций и более низкие темпы роста

## Содействие развитию финансового рынка и расширению внутреннего доступа к официальным финансовым системам отвечает собственным интересам стран с формирующимся рынком как группы.

производительности в странах с развитой экономикой по сравнению со странами с формирующимся рынком. Такая разница в производительности предполагает, что валюты стран с формирующимся рынком в конечном итоге будут укрепляться по отношению к валютам стран с развитой экономикой, вызывая масштабную передачу богатства от более бедных к более богатым странам.

Такая передача богатства представляет собой любопытный парадокс — накопление валютных резервов странами с формирующимся рынком в стремлении к самострахованию повышает расходы на такое страхование, финансируя бюджетную расточительность стран с развитой экономикой и увеличивая риски сохранения глобальных дисбалансов счета текущих операций в мировых масштабах. Например, в США иностранные инвесторы — как официальные, так и частные — финансируют примерно половину накопления чистого государственного долга.

Так насколько же надежны суверенные активы стран с развитой экономикой? Растущие уровни долга, особенно в странах «надежного убежища», например, США, вызывают серьезную обеспокоенность в отношении надежности таких облигаций с точки зрения инвесторов из стран с формирующимся рынком. Конечно, рынок казначейских облигаций США очень большой и характеризуется высокими объемами оборота. Это означает, что скупка казначейских облигаций США в ответ на отдельные случаи глобальных финансовых потрясений может быть скорее бегством к ликвидности и емкости, чем к надежности.

### Перспективы

Страны с формирующимся рынком были традиционно подвержены рискам из-за зависимости от притоков капитала и структуры внешних обязательств. Но сегодня лишь немногие из ведущих стран с формирующимся рынком серьезно зависят от внешнего финансирования, а большинство располагают крупными запасами международных резервов. Масштабы проблемы краткосрочного долга, выраженного в иностранной валюте, существенно уменьшились. Режимы гибкого обменного курса, введенные многими странами с формирующимся рынком, также снизили остроту проблемы валютных крахов (см. Kose and Prasad, 2010).

Более высокий уровень интеграции стран с формирующимся рынком в мировые финансовые рынки означает, что такие страны подвергаются большему риску эффектов распространения политики и передачи воздействия потрясений из-за рубежа. Но такие риски носят умеренный характер по сравнению с внутренними. Действительно, многие страны с формирующимся рынком сталкиваются с проблемой избытка, поскольку их перспективы стабильного роста обычно способствуют резкому

усилению притоков капитала и оказывают давление на внутреннюю инфляцию, цены на активы и обменные курсы.

Основные риски, с которыми страны с формирующимся рынком сталкиваются из-за открытости для иностранного капитала, в настоящее время связаны, главным образом, с тенденцией потоков капитала усугублять проблемы внутренней политики. Притоки капитала в состоянии стимулировать бум внутренних кредитов и вздутые цены на активы, которые впоследствии сменяются спадами. Притоки и возникающее в результате давление, приводящие к укреплению валюты, также влияют на распределение доходов, усиливая неравенство за счет подпитки инфляции и ущерба для роста занятости в промышленности.

Решение многих из этих проблем предполагает развитие финансового рынка, в частности, более широкого набора финансовых рынков, что повысит способность стран с формирующимся рынком поглощать притоки капитала и управлять волатильностью. Так, рынки корпоративных облигаций, — которые по-прежнему остаются микроскопическими в ведущих странах с формирующимся рынком, например в Китае и Индии, — могут обеспечивать возможности для инвестиций, которые помогут поглощать притоки и эффективно направлять их на продуктивные, а не спекулятивные цели. С другой стороны, введение мер контроля за операциями с капиталом часто лишь усугубляет экономические перекосы и не имеет сколько-нибудь стабильного значения для сдерживания роста притоков.

Содействие развитию финансового рынка и расширению внутреннего доступа к официальным финансовым системам отвечает собственным интересам стран с формирующимся рынком как группы. Это позволит им больше инвестировать внутри своей группы, вместо того чтобы финансировать накопление долга в странах с развитой экономикой. Более гибкие режимы обменного курса также будут снижать накопление резервов и расширять возможности денежно-кредитной политики для контроля за инфляцией.

Вместо того чтобы зависеть от надлежащей политики в странах с развитой экономикой, странам с формирующимся рынком следует сосредоточиться на управлении собственной экономической судьбой. Выбирая меры политики, они могут стать примером для стран с развитой экономикой, нуждающихся теперь в той пилоте макроэкономических и структурных реформ, которую они так давно прописывали другим. ■

*Эсвар Прасад является профессором Корнелльского университета, старшим научным сотрудником Брукингского института и научным сотрудником Национального бюро экономических исследований.*

*В основу данной статьи положена работа "Role Reversal in Global Finance", NBER Working Paper No. 17497 («Смена ролей в мировых финансах»), которая готовится к печати в материалах симпозиума в Джексон-Хоул в 2011 году, публикуемых Федеральным резервным банком Канзас-Сити.*

*Литература:*

Kose, M. Ayhan, and Eswar S. Prasad, 2010, Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil (Washington: Brookings Institution).

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," Journal of International Economics, Vol. 73, No. 2, pp. 223–50. (Базы данных регулярно обновляются авторами.)