

Анализ структуры государственного долга стран Латинской Америки

Ф. А. Ахмед Абу Бакр

В статье рассматриваются изменения в структуре внешнего долга крупнейших стран Латинской Америки (ЛАК-7). За последние десять лет уровень внешней задолженности стран неуклонно снижался. Это было обусловлено двумя основными факторами: ухудшением условий кредитования на мировом рынке, стимулировавшее страны сокращать объем заимствований за рубежом и улучшением финансового положения стран Латиноамериканского региона в связи с благоприятной экономической конъюнктурой. Именно благоприятная бюджетная ситуация способствовала развитию национальных рынков облигаций и привлечению международных инвестиций. Однако, как было обнаружено в ходе изучения данной темы, иностранные инвестиции в долговые инструменты характеризуются высокой нестабильностью, их основная доля приходится на краткосрочные облигации и недостаточны для удовлетворения растущих потребностей в финансировании все увеличивающихся потребностей этих быстрорастущих рынков. Наконец, автор рассматривает различные подходы к управлению государственным долгом.

Последние пять лет, предшествующие глобальному финансово-экономическому кризису 2008 – 2009 гг., объем государственного долга стран Латинской Америки по отношению к ВВП стран постоянно снижался. Согласно последним имеющимся данным, доля объема государственного долга семи крупнейших стран Латинской Америки (ЛАК-7)¹ от ВВП стран упала с 63% в 2002 г. до 36% в 2008 г., что является самым низким показателем с конца 1990-х гг., когда азиатский и российский финансовые кризисы привели к экономической нестабильности во всех развивающихся странах.

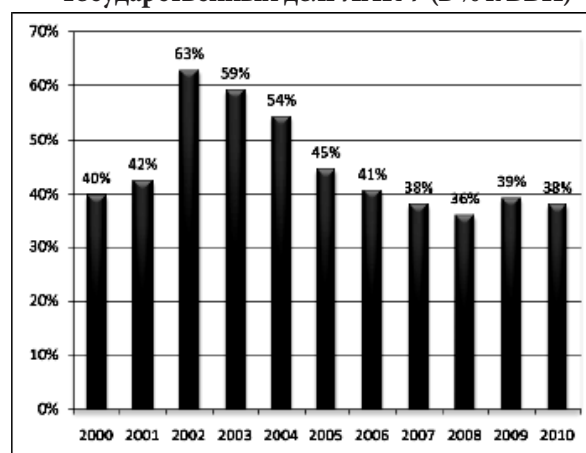
Кризис 2008 г. также привел к изменению динамики внешнего долга. В 2009 г. средний уровень государственного долга в регионе вырос до 39%, то есть достиг показателя кризисного периода 1998 г. (рис. 1).

Несмотря на увеличение доли государственного долга в течение 2009 г., структура государственного долга изменилась с увеличением внутреннего долга. С конца 1990-х гг. наблюдалось постоянное увеличение внутреннего долга по сравнению с

внешним². На рис. 2 отражено увеличение доли внутреннего долга ЛАК-7 до 63% от валового объема, рост составил 13% по сравнению с 2000 г.

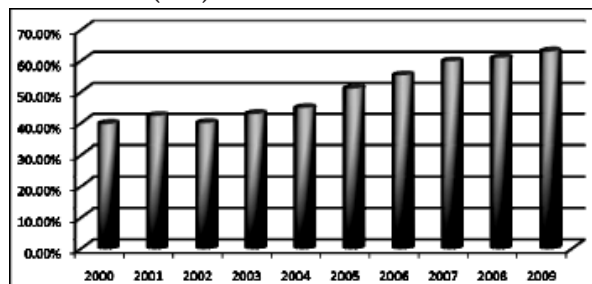
Рис. 1

Государственный долг ЛАК-7 (в % к ВВП)



Источник: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012.

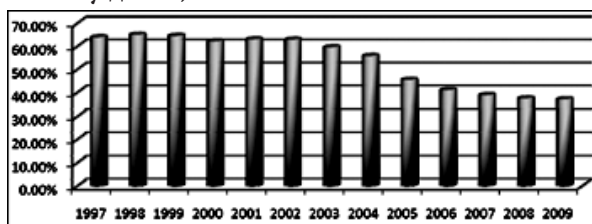
Рис. 2
Доля внутреннего долга в валовом показателе ЛАК-7 (в %)



Источник: Latin Macro Watch Database (LMW).

В свою очередь, изменение доли внутреннего долга повлияло на валютную структуру долга. В отличие от внешнего долга, который преимущественно выражен в иностранной валюте, внутренний долг включает большую долю, выраженную в национальной валюте³. Как показано на рис. 3, доля государственного долга, выраженного в иностранной валюте, постоянно сокращалась – с 64% в 1997 г. до 37% в 2009 г. Более того, показатель 2009 г. не изменился по сравнению с 2008 г. Это значит, что даже дешевое финансирование в долларах США, доступное благодаря вливанию ликвидности в рамках программы количественного смягчения (так называемое QE – quantitative easing) ФРС 2009–2010 гг., не стало стимулом для увеличения займов в иностранной валюте. Неизменившаяся структура государственного долга также позволяет заключить, что увеличившиеся потребности в финансировании в течение 2009 г. удовлетворялись за счет внутренних займов на национальном рынке.

Рис. 3
Доля государственного долга, выраженного в иностранной валюте (в % к общему объему долга)



Источник: Latin Macro Watch Database (LMW).

Последствия изменения структуры государственного долга

Многие специалисты отмечают, что структура государственного долга стала более устойчивой благодаря меньшей зависимости от иностранного финансирования. Большая часть государственного долга стран ЛАК-7 выражена в национальной валюте в противоположность старой политике, опиравшейся по большей части на внешние заимствования. Рассматривая данный процесс сквозь призму кризиса 1998 г., эти изменения способствовали консолидации и большей защищенности стран региона от негативных эффектов финансовой глобализации.

Когда доля валютной части долга сокращается, риск воздействия внешнего шока резкого ограничения доступа на мировой рынок заемного капитала в сочетании с обесценением национальной валюты становится менее вероятным.

Однако с учетом процесса финансовой глобализации экономический рост региона сталкивается с рядом проблем, связанных со структурой внешнего долга. Текущая структура государственного долга является результатом политики, основанной на двух экзогенных факторах:

- 1) благоприятная внешняя экономическая конъюнктура в 2003–2007 гг.;
- 2) отражение финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. в регионе.

Оздоровление экономики стран Латинской Америки во многом финансировалось за счет благоприятного воздействия внешней среды во время подъема мировой экономики в 2002–2007 гг.: когда ожидается, что процентные ставки по облигациям будут падать, странам гораздо легче эмитировать долгосрочные долговые инструменты и выпускать обязательства в национальной валюте, когда ожидается, что ее курс будет расти. Переход к более устойчивой структуре государственного долга совпал с периодом самых низких процентных ставок в истории и избыточным предложением мировой ликвидности. Мировые инвесторы стремились к относительно более высокому уровню процентных ставок, а долговые инструменты развивающихся стран как раз предоставляли более выгодные инвестиционные возможности. Тем не менее, если ожидания инвесторов относительно направления движения процентных ставок и курса валют изменится, то структура государственного долга стран может резко измениться в сторону более рискованного портфеля.

Влияние кризиса на структуру государственного долга

В последнем квартале 2008 г. эти ожидания изменились в связи с усилившимися проявлениями кризиса. Банкротство Lehman Brothers в сентябре 2008 г. ознаменовал начало мирового кризиса, в результате которого экономические и финансовые условия значительно ухудшились. Для региона это означало резкое сокращение доступа на кредитный рынок и конец периода экспансии⁴. Имеющиеся данные позволяют утверждать, что составляющие государственного долга стран ЛАК-7 не изменились во время кризиса. Это новая тенденция для стран региона, поскольку в прошлые кризисы ситуация с внешней задолженностью быстро ухудшалась⁵. Однако, учитывая структурные проблемы мировой экономики, можно сделать вывод, что кризис будет продолжать сказываться на экономическом росте региона.

Финансовый кризис начал сильно ощущаться в Латинской Америке во втором квартале 2009 г., тем не менее к концу года рынки ЛАК-7

восстановили нормальное движение. Проблема экономического роста в регионе связана с тем, что пока нет крупной, стабильной инвестиционной базы, обеспечивающей постоянный спрос на рынке долговых инструментов. Спрос на облигации, номинал которых выражен в национальной валюте, по фиксированной ставке процента и на длительный срок, крайне нестабилен⁶. Это означает, что увеличение в последние годы доли государственного долга, выраженного в национальной валюте, частично произошло благодаря более осязательному присутствию иностранных инвесторов на национальных фондовых рынках. Например, в случае с Бразилией объем инвестиций в бразильский фондовый рынок увеличился с 50 млрд долл. в 1990 г. до 250 млрд долл. в середине 2008 г.

Эта тенденция может оказать давление на уровень ликвидности в стране в случае, если доступ к мировому кредитному рынку будет резко ограничен (в специализированной литературе этот эффект больше известен как “sudden stop”). В то время как раньше (когда государственный долг был номинирован в иностранной валюте) попытки иностранных инвесторов продать активы оказывали опосредованное давление на национальные рынки и риск кризиса ликвидности, вызванный резким увеличением спроса на национальную валюту, был ограниченным. Теперь же эффект sudden stop может спровоцировать массовую продажу национальных акций, по мере того как иностранные инвесторы будут выводить свои активы в материнские компании. Поэтому, в рамках существующей финансовой структуры, потенциальный рост объемов продажи национальной валюты равен валовому объему инвестиций в национальный рынок, хотя и девальвированный в результате обвала цен на акции, который вполне вероятен в ближайшее время.

Таким образом, можно выделить характерные особенности новой композиции национального государственного долга. Проблема долгосрочного финансирования долга по фиксированным ставкам и выраженному в национальной валюте решается за счет развития национального рынка долговых инструментов, опирающегося на местного инвестора, а не на непостоянных иностранных игроков⁷. Внутренние институциональные инвесторы, такие, как пенсионные фонды, стали ядром национальной инвестиционной базы во многих странах. Без стабильной инвестиционной базы экономический рост в Латинской Америке так и останется уязвимым к колебаниям мировой финансовой системы, несмотря на смещение центра тяжести в структуре государственного долга от внешней задолженности к внутренней.

Поскольку доля национального долга в валовом объеме продолжает расти, его динамику следует рассмотреть с исторической точки зрения. Рейнхарт и Рогофф отмечают, что резкий рост эмиссии национальных долговых инструментов

в последние годы не являются такой уж новой тенденцией. В частности, для Латинской Америки национальный рынок облигаций испытывал масштабные кризисы в 1970-х и 1980-х гг. из-за предрасположенности правительства к чрезмерной эмиссии долговых инструментов. В докризисные периоды, как и сегодня, доля национального долга также составляла большую часть в общем объеме государственного долга. И даже в течение достаточно долгого периода времени данный государственный долг сохранял рыночную ставку процента.

Исследование Рогоффа и Рейнхарта интересно также тем, что оно подробно рассматривает документацию периодов, когда происходили дефолты и велись переговоры о реструктуризации долга⁸. Эмпирические данные показывают, что дефолт национального долга происходит реже, чем дефолт по внешней задолженности. Все же весьма общим мнением является то, что преобладающая часть национального долга также не является стабильной.

Чаше всего кризис неплатежей по внешней задолженности не является первопричиной дефолта национального долга. Последний происходит в результате гораздо более тяжелых системных проблем, связанных с хроническим дефицитом бюджета, массовым оттоком капитала и пр. Таким образом, правительства стран Латинской Америки, определяя стратегию стимулирования экономического роста в условиях финансовой глобализации, не должны опираться на увеличение национального долга, эмитированного по рыночным ставкам, считая старые проблемы окончательно решенными. Эмпирические данные показывают, что развитие национального рынка не является ни рецептом от структурных проблем, замедляющих экономический рост, ни постоянным инструментом в руках управленцев (debt managers) для защиты национальной экономики от негативных последствий финансовой глобализации.

Заключение

Итак, эмпирические данные указывают на то, что улучшение в составе государственного долга, а также стабильность, которую страны Латинской Америки продемонстрировали в течение глобального финансового кризиса, не должны рассматриваться как долгосрочные. Правительства стран должны осуществлять постоянный мониторинг объема государственного долга и осуществлять дальновидную политику в этой области (включая сокращение долга), которая предотвратила бы повторение предыдущих кризисов и учитывала потенциально слабые места в новой структуре государственного долга.

В данной статье была рассмотрена структура государственного долга Латинской Америки как одна из важнейших проблем, связанных со стимулированием экономического роста в условиях финансовой глобализации. Были рассмотрены основные изменения и тенденции в

этом направлении, а также сформулированы некоторые рекомендации относительно политики управления национальным и внешним долгом, в контексте постепенного стирания границы между двумя этими понятиями.

Ahmed Abu Bakr F. A. Analysis of structure of a public debt of the countries of Latin America.

Summary: *The article addresses the problem of public debt restructuring in seven largest countries of Latin America. Over the last decade there has been a steady decline in nations' external debt liabilities. This process was originated by two main contributors: worsening borrowing conditions on the world credit*

market, encouraging governments to deleverage their external credit position, and a solid financial standing underpinned by a positive external environment. It is LAC-7 countries' strong fiscal position that propelled the development of national debt market and attracted international investors. But as the present report reveals international capital inflows into public debt market is highly volatile, concentrated in the short term segment and insufficient to finance constantly rising needs of the emerging nations. Finally, the author considers debt management options for local government policies weighing the implications of the ongoing global financial crisis and the scarcity of external credit resources.

Ключевые слова

Государственный долг, внешняя задолженность, мировой кредитный рынок.

Keywords

Public debt, external debt, world credit market.

Примечания

1. ЛАК-7 состоит из семи крупнейших стран региона: Аргентины, Бразилии, Чили, Колумбии, Мексики, Перу и Венесуэлы, - на которые приходится 90% ВВП Латинской Америки.
2. Внутренний долг – это обязательства, выпущенные в рамках национального законодательства и находящиеся под юрисдикцией национальных судебных органов. Внешний долг – это обязательства, выпущенные на территории другой страны и регулируемые законодательством и судебными органами других стран. Последнее время граница между внутренним и внешним долгом стирается в связи с тем, что государственные облигации могут приобретаться как иностранными, так и национальными инвесторами.
3. Eduardo A. Cavallo "Debt Management in Latin America. How safe is the new debt composition?", Policy Brief, February 2010.
4. Inter-American Development Bank (2009a), "Dealing with an International Credit Crunch: Policy Responses to Sudden Stops in Latin America," Eduardo Cavallo and Alejandro Izquierdo.
5. Быстрое ухудшение структуры долга из-за сокращения доступа к мировому рынку долговых обязательств наблюдалось в Мексике 1994 г. (Tequila effect) и Бразилии 1998 г. All that Glitters May Not be Gold. Washington, DC, United States: IDB, стр. 16.
6. Inter-American Development Bank (IDB). 2007. Living With Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America Report. Washington, DC, United States: IDB, p. 65.
7. Inter-American Development Bank (IDB). 2007. Living With Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America Report. Washington, DC, United States: IDB, p. 72.
8. Reinhart, C., and K. Rogoff. 2008. "The Forgotten History of Domestic Debt." NBER Working Paper 13946. Cambridge, United States: National Bureau of Economic Research, p. 56.