

Смена тенденций

Джан-Мария Милези-Ферретти

Под ударами финансового кризиса счета внешних операций мировых кредиторов и заемщиков радикально меняются

ПРОДОЛЖАЮЩИЙСЯ финансовый кризис привел к радикальным изменениям цен на активы и валютных курсов во всем мире. Как в экономически развитых странах, так и в странах с формирующимся рынком фондовые рынки потеряли 40 и более процентов своей стоимости. Спреды процентных ставок по корпоративным и суверенным облигациям резко увеличились. Валютные курсы отличались крайней изменчивостью: валюты большинства стран с развивающимся рынком и некоторых развитых стран (таких как Великобритания) продемонстрировали резкое падение, в то время как иена существенно укрепилась. Эти изменения отразились не только на макроэкономической активности, но и значительно повлияли на внешние активы и обязательства основных стран-кредиторов и дебиторов.

Возьмем, к примеру, крупнейшего в мире внешнего заемщика — США. Как кризис повлиял на его позицию по отношению к остальному миру? Предварительные оценки показывают, что в 2008 году наблюдалось самое серьезное за всю историю ухудшение чистой внешней позиции США (под которой понимается разница между финансовыми требованиями резидентов США к остальному миру и финансовыми требованиями остального мира к резидентам США) — более чем на 2 трлн долларов. Это ухудшение произошло, несмотря на существенное снижение рыночной стоимости богатства США, приведшее к убыткам иностранных держателей активов США, и значительно превысило чистое заимствование США (дефицит счета текущих операций), которое составило «лишь» примерно 650 млрд долларов. Аналогичным образом, изменения цен на активы и валютных курсов серьезно повлияли на чистые внешние позиции стран, имевших в 2008 году крупный профицит по счетам текущих операций, таких как Китай, Япония и страны-экспортеры нефти.

В данной статье рассматриваются пути воздействия текущего кризиса на чистые внешние позиции стран-заемщиков и стран-кредиторов, а также вероятные последствия этих событий. Сначала разъясняется, как экономисты измеряют чистую внешнюю позицию

страны, подробно обсуждаются изменения внешней позиции США и стран-кредиторов, а в заключение приводятся некоторые соображения относительно того, как эти и связанные с ними события могут повлиять на урегулирование глобальных дисбалансов.

Измерение чистых внешних позиций

Обеспокоенность постоянным присутствием «глобальных дисбалансов», то есть крупного дефицита по счетам текущих операций и связанного с этим внешнего заимствования в таких странах, как США, и крупного профицита по счетам текущих операций и связанного с этим внешнего кредитования такими странами, как Китай и ведущие страны-экспортеры нефти, объяснить достаточно просто. Рассмотрим, например, страну с дефицитом. Со временем она накопит значительный объем внешних обязательств, которые необходимо обслуживать (а для этого требуется торговый профицит). По мере ухудшения внешней позиции страны ее способность привлекать иностранный капитал может также сократиться, что приведет к снижению валютного курса и росту стоимости внешнего заимствования.

Риск, связанный со значительными внешними обязательствами, будет очевидным образом зависеть от международных условий. В периоды растущей международной финансовой интеграции доля богатства, которую резиденты страны инвестируют за границей, увеличивается, благодаря чему международное заимствование и кредитование упрощается. В периоды финансовых потрясений, одним из крайних случаев которых является текущий кризис, риски, сопряженные с масштабным привлечением внешних займов, могут резко возрасти, что ярко иллюстрируют такие примеры, как Венгрия и Латвия.

Для измерения чистой внешней позиции страны экономисты обычно рассматривают так называемую чистую международную инвестиционную позицию (ЧМИП — разницу между финансовыми требованиями резидентов страны к остальному миру и финансовыми требованиями остального мира к резидентам страны). ЧМИП страны может меняться по двум причинам: чистое внешнее заимствование или кредито-

вание (зеркальное отображение дефицита или профицита счета текущих операций) и изменения в стоимости активов и обязательств страны, обусловленные колебаниями валютных курсов и цен на активы. Например, если Китай владеет крупным объемом казначейских облигаций США и стоимость этих облигаций возрастает в связи со снижением процентных ставок в США, то ЧМИП Китая улучшится. Наоборот, укрепление юаня по отношению к доллару США приведет к снижению выраженной в юанях стоимости долларовых активов Китая, а значит, к ухудшению ЧМИП. ЧМИП не следует путать с показателем общего богатства страны: например, если производительность фирм страны возрастет, рыночная стоимость этих фирм повысится, а следовательно, повысится и богатство страны. Однако в том случае, если часть акций этих фирм принадлежит иностранным собственникам, ЧМИП страны вполне может уменьшиться, поскольку часть прироста богатства достанется остальному миру.

Развитие ситуации в США

Тогда почему же ЧМИП США столь сильно ухудшилась? И какие последствия будет иметь это ухудшение?

Чтобы разобраться в этих изменениях, полезно начать с описания позиции США на конец 2007 года, которая была отрицательной и составляла -2,2 трлн долларов (см. рисунок 1). Внешние активы США характеризовались крупными портфельными вложениями в акции и прямыми иностранными инвестициями (ПИИ), тогда как внешние обязательства США в основном были представлены долговыми инструментами (казначейскими и корпоративными облигациями). Чистая позиция по акциям (сумма активов в виде портфельных вложений в акции и активов в виде ПИИ за вычетом суммы обязательств в виде портфельных вложений в акции и ПИИ) была положительной и составляла примерно 3 трлн долларов, а чистая долговая позиция была отрицательной и превышала 5 трлн долларов. С точки зрения валютной структуры внешние активы США выражены главным образом в иностранной валюте, тогда как почти все обязательства США выражены в долларах.

После нескольких лет активного роста в 2008 году под ударом финансового кризиса стоимостные оценки фондовых рынков во всем мире резко упали. Поскольку США в основном имеют «длинные» позиции по акциям по отношению к остальному миру, это привело к серьезному чистому снижению стоимости капитала резидентов США. Эти чистые убытки дополнительно усугубил тот факт, что падение фондовых рынков за пределами США было более значительным, чем в США, что также отражало некоторое укрепление доллара. В общем, падение курсов акций, по-видимому, ухудшило позицию США по портфельным вложениям в акции примерно на 1,3 трлн долларов. Кроме того, на долларовую стоимость ПИИ

Рисунок 1

Чистое отрицательное значение

Чистая позиция США по акциям на конец 2007 года была положительной (3 трлн долларов), однако чистая долговая позиция страны была отрицательной (более 5 трлн долларов).

(В млрд долларов)

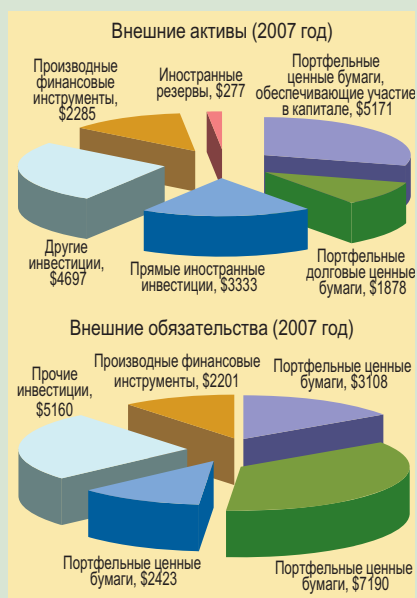
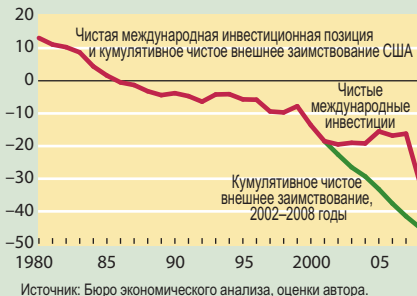


Рисунок 2

Разворот тренда

Наблюдавшийся в 2002–2007 годы чистый прирост стоимости капитала США в 2008 году сменился ее снижением.

(В процентах ВВП)



США за рубежом негативно повлияло укрепление доллара, что означало еще большее ухудшение чистой позиции США по акциям.

Хотя мировой финансовый кризис зародился в сегменте рынка долговых ценных бумаг США и вызвал радикальные изменения в курсах облигаций, эти колебания, по-видимому, оказали умеренное чистое воздействие на долговую позицию США. По состоянию на конец 2007 года, иностранным инвесторам принадлежали значительные пакеты выпущенных США казначейских облигаций и векселей (на сумму в 2,4 трлн долларов), агентских облигаций (1,6 трлн долларов) и корпоративных облигаций (2,8 трлн долларов). С падением процентных ставок стоимость казначейских и агентских облигаций росла, а стоимость корпоративных облигаций (к которым относятся и выпущенные частными структурами ценные бумаги, обеспеченные залоговыми ценными бумагами, обеспеченные частными структурами ценные бумаги, обеспеченные частными структурами ценные бумаги) снижалась. Чистые убытки по корпоративным облигациям, скорее всего, превысили прибыль, полученную по казначейским и агентским облигациям.

В то же время, однако, резиденты США понесли убытки по своим вложениям в облигации, выпущенные за границей. Эти убытки были обусловлены разными причинами: снижение цен на долларовые облигации стран с формирующимся рынком, воздействие укрепления доллара на стоимость принадлежащих инвесторам США облигаций в национальных валютах, падение цен на корпоративные облигации в Европе, а также снижение стоимости ценных бумаг, обеспеченных активами (облигаций, выпущенных структурами на Каймановых Островах, но обеспеченных закладными США и приобретенными резидентами США). Чистые убытки в связи с изменением стоимости, понесенные резидентами США по этим долговым инструментам, вполне могли превысить убытки, понесенные по облигациям

США резидентами других стран.

В общем, чистые убытки по внешнему портфелю США, по-видимому, составляют в пределах 1,5 трлн долларов, и они могли бы быть даже больше, если оценить ПИИ по рыночной стоимости. Этот очень высокий показатель лишней раз иллюстрирует, как в мире с крупными трансграничными вложениями в финансовые инструменты колебания стоимости этих инструментов могут превзойти воздействие чистого заимствования или кредитования. Это также демонстрирует опасность экстраполяции систематического получения более высокой, чем планировалось, прибыли на активы вместо корректировки счета текущих операций: как видно из рисунка 2, в 2002–2007 годах в США наблюдался значительный прирост стоимости капитала, который позволил поддерживать в целом стабильный уровень ЧМИП, несмотря на активное

использование внешних заимствований. Этот прирост стоимости капитала был получен благодаря очень высокой прибыли на вложения инвесторов США в акции иностранных эмитентов, стоимость которых росла гораздо быстрее стоимости вложений иностранных инвесторов в акции эмитентов США, а также в результате значительного ослабления доллара, которое повысило долларовую стоимость вложений инвесторов США, выраженных в иностранной валюте. Обе этих тенденции в 2008 году изменили свою направленность.

Развитие событий в странах-кредиторах

В каких странах в 2008 году наблюдалось соответствующее чистое улучшение чистой внешней позиции? И, в общем плане, как резкие изменения валютных курсов и цен на активы отразились на мировых вложениях в активы и обязательства? Прежде всего, следует отметить, что падение курсов акций во всем мире привело к существенному снижению финансового богатства практически всех стран, а в ряде стран этот шок усугубился снижением стоимости жилой и коммерческой недвижимости. В странах, где вложения иностранных инвесторов в акции местных эмитентов существенно превышают вложения резидентов этих стран в акции иностранных эмитентов (группа стран, в которую входит большинство стран с формирующимся рынком, а также зона евро), чистая стоимость капитала по их внешней позиции повысилась, хотя их совокупное богатство уменьшилось. По моим предварительным приближенным оценкам, улучшение чистой внешней позиции, обусловленное изменениями цен на акции, в зоне евро может составлять порядка 1 трлн долларов, а в нескольких крупных странах с формирующимся рынком, таких как Бразилия, Индия, Китай, Корея и Россия, — порядка 200 млрд долларов.

В общем плане, как эти изменения цен на активы и валютных курсов влияют на внешнюю позицию крупнейших стран-кредиторов — Китая, Японии и стран-экспортеров нефти? Все эти страны в 2008 году имели высокий профицит по счетам текущих операций, который, при прочих равных условиях, еще больше увеличил их ЧМИП. Но, разумеется, воздействие изменений цен на активы и валютных курсов тоже было велико. В частности:

- В оценке по рыночной стоимости Китай, по-видимому, получил значительный прирост капитала по своим вложениям в казначейские и агентские облигации США, стоимость которых возросла в результате снижения процентных ставок в США. Этот чистый прирост следует добавить к соответствующему приросту по чистым портфельным вложениям в акции, которые упоминались выше (принадлежащие иностранным инвесторам портфели акций китайских компаний — включая американские депозитарные расписки — больше, чем портфели иностранных акций, принадлежащие резидентам Китая). С другой стороны, укрепление юаня по отношению к доллару США и другим валютам повысило долларовую стоимость ПИИ в Китае. В целом чистый прирост стоимости капитала, по-видимому, был положительным, поэтому по рыночной стоимости ЧМИП Китая, скорее всего, выросла более существенно, чем можно предположить на основании профицита счета текущих операций.

- Напротив, в Японии, по-видимому, произошло снижение чистой стоимости капитала по ЧМИП, которая вполне могла уменьшиться, несмотря на профицит счета текущих операций. Основной причиной такого изменения является динамика валютного курса: в 2008 году иена резко укрепилась (более чем на 30 процентов в номинальном эффективном выражении), и поскольку внешние активы Японии преимущественно выражены в иностранной валюте, а ее обязательства — в национальной валюте, в иенах стоимость активов снизилась по сравнению со стоимостью обязательств.

- Расчет воздействия изменений в ценах активов на стоимость внешних активов стран-экспортеров нефти является

непомерно сложной задачей, учитывая нехватку информации о величине и составе их активов. Принимая во внимание общемировое падение курсов акций, вероятно некоторое снижение стоимости внешних активов этих стран, но степень этого снижения нельзя точно определить (оценку потерь фондов суверенного богатства в государствах-членах Совета по сотрудничеству стран Персидского залива см. в работе Setser and Ziemba, 2009).

Воздействие на глобальные дисбалансы

Как эти события, а также текущий экономический и финансовый кризис в более широком смысле, связаны с перспективами урегулирования глобальных дисбалансов? На этот вопрос нельзя дать исчерпывающий ответ в нескольких предложениях, но следует отметить некоторые общие моменты.

- Процесс внешней корректировки — по крайней мере, частичный — шел до начала кризиса: если исключить импорт нефти, на который влияли рекордно высокие цены на энергоресурсы, дефицит счета текущих операций США с конца 2005 года снижался, чему способствовало существенное ослабление доллара по сравнению с его максимальной стоимостью в 2002 году.

- Учитывая значительное уменьшение «буфера» в виде акций, крупная отрицательная долговая позиция США в настоящее время представляется более уязвимой, что подчеркивает важность дальнейшего сокращения дефицита счета текущих операций.

- По прогнозам издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики», такое сокращение произойдет, и этому будут способствовать кардинальное падение цен на нефть, в результате которого в 2009 году дефицит счета текущих операций США может уменьшиться на 150 млрд долларов или более, а также очень резкое снижение спроса в США.

- В общем плане, ввиду значительного уменьшения производства и спроса во всем мире объемы международной торговли быстро сокращаются, и динамика сальдо торгового баланса и счета текущих операций в США и других странах мира будет зависеть от относительной глубины и продолжительности экономического спада в каждой стране по сравнению с ее партнерами по торговле — а эти аспекты очевидным образом связаны с высокой степенью неопределенности.

В отношении регионов и стран, являющихся основными кредиторами, можно сказать следующее.

- В странах-экспортерах нефти снижение стоимости внешних активов сочетается со значительным сокращением доходов от нефти, профицит счета текущих операций этих стран, в 2008 году составлявший 600 млрд долларов, практически может полностью исчезнуть в 2009 году.

- В Японии более низкие цены на биржевые товары, по-видимому, смягчат уменьшение профицита счета текущих операций, обусловленное значительным укреплением иены и более низким внешним спросом.

- В Китае, на счета внешних операций которого благоприятно повлияют более низкие цены на биржевые товары, значительное стимулирование внутреннего спроса будет ключевым фактором борьбы с риском серьезного замедления внутреннего экономического роста и поможет внешнему перебалансированию. ■

Джан Мария-Милези-Ферретти — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.

Reference:

Setser, Brad, and Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune," Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); see www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf.