

Наблюдение за ПРИЛИВАМИ

Латинская Америка кажется лучше подготовленной к оттокам капитала, чем в прошлом, но ее устойчивость может вскоре подвергнуться проверке

Пляж Копакабана,
Рио-де-Жанейро,
Бразилия.

Андре Майер

С 2009 года иностранные инвесторы вложили колоссальную сумму в размере 1,7 трлн долларов США в шесть стран Латинской Америки, финансовые рынки которых интегрированы с остальным миром, — Бразилию, Колумбию, Мексику, Перу, Уругвай и Чили. Только на покупку иностранцами облигаций, акций и прочих ценных бумаг (то есть портфельные инвестиции) пришлось примерно 640 млрд долларов США.

Эти притоки капитала были значительно больше, чем в среднем за предыдущее десятилетие, даже относительно ВВП. А портфельные инвестиции такого масштаба не наблюдались с начала 1990-х годов (см. рис. 1).

Наблюдающиеся в последнее время серьезные потоки в Латинскую Америку отражают мировую тенденцию движения капитала из развитых стран в страны с формирующимся рынком. Многие страны с развитой экономикой со времени мирового финансового кризиса остаются в зоне низких темпов роста и близких к нулю процентных ставок, что подталкивает инвесторов к поиску возможностей в других частях света. Поэтому происходила непрерывная диверсификация в пользу вложений капитала в активы стран с формирующимся рынком, где темпы роста и процентные ставки были выше, а общие экономические условия казались более динамичными.

Две стороны медали

Приток иностранных инвестиций имеет свои преимущества. Иностранные кредиты могут предоставить странам-получателям крайне необходимое финансирование для инвестиций или позволить им сохранять более гладкую траекторию потребления, чем это было бы возможно без них. Недавние крупные притоки капитала также позволили правительствам и компаниям стран Латинской Америки снизить свои процентные издержки посредством выпуска облигаций под более низкие проценты и с более длинными сроками погашения. Если иностранные инвесторы вкладывают в национальную экономику, а национальные инвесторы одновременно инвестируют за рубежом, они начинают разделять риск, что может помочь странам, сильно зависящим от какого-то одного сектора экономики, такого как производство биржевых товаров во многих странах Южной Америки.

Однако значительные притоки капитала имеют также потенциальные недостатки. Многие наблюдатели полагают, что недавние притоки могут смениться широкомасштабными разрушительными оттоками. Традиционно, потоки на латиноамериканские рынки облигаций и акций были особенно подвержены колебаниям — они вызывали эйфорию в хорошие времена, но внезапно останавливались или даже разворачивались вспять, когда менялись настроения инвесторов. В прошлом оттоки капитала происходили в результате таких изменений, как повышение процентных ставок в странах с развитой экономикой, усиление неприятия риска на мировых финансовых рынках или плохие экономические новости внутри самой страны с формирующимся рынком.

Понятно, почему сегодня существует обеспокоенность относительно возможных факторов оттока капитала из Латинской Америки. Ожидается повышение процентных ставок в США; сохраняются значительные геополитические риски; да и перспективы региона остаются относительно мрачными вследствие

Рисунок 1

Приток

Валовые потоки капитала в Бразилию, Колумбию, Мексику, Перу, Уругвай и Чили в последние годы были особенно значительными.
(В процентах ВВП)



Источник: «Ежегодник статистики платежного баланса» (МВФ).

Примечание. Прочие инвестиции включают в себя производные инструменты.

произошедшего недавно резкого падения цен на биржевые товары и сильного замедления темпов экономического роста.

Кроме того, продолжает сказываться и печальный исторический опыт. В течение 1980-х, 1990-х и в начале 2000-х годов Латинская Америка прошла через ряд экономических и финансовых кризисов, вызванных внезапным прекращением притока капитала. Ярким примером является мексиканский «текиловый кризис» 1994–1995 годов, когда курс песо резко упал, а темпы экономического роста рухнули, после того как период устойчивого притока капитала неожиданно сменился бегством капитала. Всего лишь несколько лет спустя Бразилия (в 1998–1999 годах) и Аргентина (в 2001 году) пережили аналогичные валютные кризисы. Память об этих и других кризисах все еще жива в Латинской Америке, что усиливает тревогу относительно масштабных колебаний потоков капитала.

Возросшая устойчивость

Тем не менее регион проделал огромный путь с 1990-х годов. Все интегрированные в мировые финансовые рынки страны на сегодняшний день имеют режим плавающего валютного курса, что демонстрирует явный разрыв с прошлой историей привязки валютных курсов, которая обычно рушилась в периоды оттока капитала. В настоящее время, если иностранный капитал уходит из этих стран, существует возможность девальвации национальных валют. Как и у растений, которые гнутся под ураганным ветром, но не ломаются, такой механизм обеспечивает устойчивость. Действительно, более слабые валюты могут помочь стабилизировать спрос на внутренние активы. Сравните эту ситуацию с историческим опытом центральных банков по защите привязанных (и завышенных) валютных курсов путем продажи валютных резервов. Такая защита может продолжаться некоторое время, но центральные банки в конечном счете рискуют истощить свои резервы, что не оставляет им иного выбора, кроме как смириться с разрушительной резкой девальвацией.

Примечательно, что, хотя гибкие валютные курсы и сократили потребность в интервенциях на валютных рынках, резервные запасы центральных банков значительно увеличились за последние 10–15 лет. Практически во всех интегрированных в мировые финансовые рынки странах резервы в настоящее время достаточно велики для покрытия более одного года обслуживания внешнего долга. Запасы такого размера (резервные авуары только в Бразилии и Мексике достигают 550 млрд долларов США) гарантируют способность центральных банков при необходимости проводить интервенции для сглаживания колебаний валютного курса без быстрого истощения резервов.

Но страны Латинской Америки пошли еще дальше в укреплении своей устойчивости. Одним из наиболее удивительных поворотов стала дедолларизация государственного долга. Еще в 2000 году правительства стран региона выпускали большую часть своих долговых обязательств в долларах США. Такой подход зачастую был для них единственным возможным вариантом, так как инвесторы не стали бы приобретать долговые обязательства, номинированные в национальных валютах, репутация которых была запятнана периодами высокой инфляции. Однако обязательства правительств в иностранной валюте могли оказывать разрушительное воздействие на государственный бюджет в случаях, когда доллар США резко укреплялся, так как стоимость выплаты такого долга быстро увеличивалась. В результате центральные банки стран Латинской Америки усердно работают над созданием заслуживающих большего доверия режимов денежно-кредитной политики и закреплением инфляции на низком уровне. И по мере роста доверия со стороны инвесторов правительства получают возможность выпуска все большего числа облигаций, номинированных в национальной валюте. Такие облигации позволяют по сути переложить

валютный риск с правительств стран Латинской Америки на (иностранных) инвесторов.

Потенциальные факторы напряженности

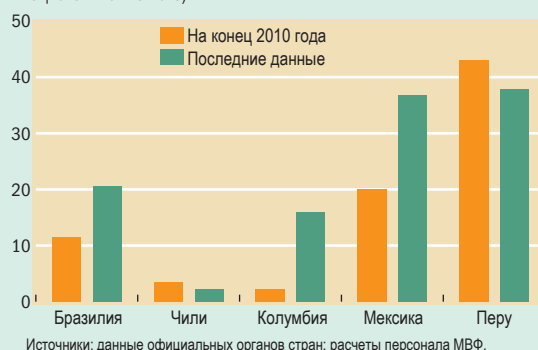
Тем не менее, уязвимые места в балансах активов и пассивов не исчезли; вместо этого главным источником рисков, возможно, стал корпоративный сектор. За последние годы латиноамериканские компании воспользовались благоприятными рыночными условиями для выпуска большого количества облигаций в иностранной валюте. Хотя некоторые из этих облигаций заменили собой банковские займы, общая корпоративная задолженность в регионе увеличилась (Rodrigues et al., 2015). Некоторые компании, имеющие особенно большой долг, теперь, когда более слабый экономический рост сказывается на их доходах, могут начать чувствовать себя некомфортно. Более того, в случае внезапного укрепления доллара США может резко увеличиться долговое бремя корпораций. Но пока признаков значительного финансового давления на латиноамериканские компании почти не наблюдается, несмотря на сильный в последнее время доллар. Официальные органы стран также отмечают, что компании обычно защищают себя от колебаний валютного курса за счет владения номинированными в долларах активами, финансового хеджирования или получения дохода в иностранной валюте. При этом необходимо осуществлять мониторинг и тщательное регулирование открытых валютных позиций корпораций.

Кроме того, отток капитала все еще может осложнить жизнь правительствам стран Латинской Америки, даже несмотря на то, что гораздо меньше государственного долга номинировано в долларах. Причиной стали именно успехи правительств в привлечении иностранцев к покупке облигаций. В Мексике в настоящее время почти 40 процентов государственных облигаций в национальной валюте, находятся во владении нерезидентов, по сравнению с 20 процентами в 2010 году (см. рис. 2). Иностранцы также приобрели большие объемы внутренних облигаций Колумбии, так как в прошлом году был повышен их вес в некоторых глобальных контрольных индексах. Учитывая большую долю иностранных авуаров на некоторых рынках облигаций стран Латинской Америки в настоящий момент, конъюнктура на этих рынках может оказаться крайне нестабильной, а процентные ставки могут резко повыситься, если многие иностранные инвесторы одновременно предпримут попытки уйти с рынка. Это подчеркивает важность создания глубоких рынков с диверсифицированной базой инвесторов (IMF, 2014a).

Рисунок 2

Иностранные кредиторы

В некоторых странах Латинской Америки иностранные инвесторы владеют большой долей государственных облигаций, номинированных в национальной валюте. (В процентах от совокупного государственного долга, номинированного в национальной валюте)



Для более детальной оценки уязвимости перед оттоком капитала стоит рассмотреть вопрос использования значительно-го притока капитала в последние годы. Как показано на рис. 3, с 2009 по 2012 год (первые четыре года самого последнего периода притока капитала) картина была более благоприятной, чем во время мощного притока капитала в начале 1990-х годов, который закончился мексиканским «текиловым кризисом». В частности, притоки капитала с 2009 по 2012 год:

- были в большей мере ориентированы на прямые иностранные инвестиции, что дает инвесторам возможность участия в управлении. Такие прямые инвестиции меньше подвержены развороту, чем притоки портфельных инвестиций;
- не использовались в первую очередь для финансирования дефицита счета текущих операций, что показывает, что иностранный капитал был частично использован для сбережения, а не только расходов;

- совпали с ростом официальных резервов и значительными покупками иностранных активов национальными инвесторами. Оба эти явления свидетельствуют о наращивании внешних активов, которые в принципе можно использовать для смягчения воздействия оттоков капитала в будущем. Что касается официальных резервов, такая функция страховых запасов является очевидной. Но исследования показали, что находящиеся в частном владении иностранные активы могут иметь такой же эффект (Adler, Djigbenou, and Sosa, 2014; IMF, 2014c). Например, во время мирового финансового кризиса, в то время как иностранные инвесторы выводили деньги из Латинской Америки, некоторые национальные инвесторы продавали свои внешние активы (по выгодному валютному курсу) и переводили вырученные суммы в страну. В процессе этого они помогали стабилизировать финансовый счет своей страны.

Эти факты могут обнадеживать, однако беспокоит то, что в течение 2013 и 2014 годов произошло ухудшение тенденций. Портфельные инвестиции несколько увеличились, а дефициты счетов текущих операций возросли, тогда как наращивание

резервов замедлилось. Соответственно, степень уязвимости по отношению к оттоку капитала могла повыситься.

Важность основных экономических показателей

Что могут сделать директивные органы для смягчения рисков? Важно понимать, что страны с открытыми рынками капитала (когда инвесторы могут почти без ограничений перемещать финансовые средства и в страну, и за ее пределы) не могут быть полностью застрахованы от эпизодических масштабных оттоков капитала. Как было видно в разгар мирового финансового кризиса, бывают случаи, когда иностранные инвесторы сокращают свои вложения, почти не делая различий между странами. Но в большинстве случаев все же фундаментальные показатели экономики имеют значение. В частности, страны, имеющие прочные сальдо бюджета и счета внешних операций, низкую инфляцию, надежную банковскую систему и в большей мере заслуживающие доверия институты проведения политики, обычно легче справляются с ситуацией, когда рынки действуют избирательно, — как это, по существу, снова произошло, например, во время «истерии по поводу сокращения программы» в середине 2013 года, когда Федеральная резервная система США дала понять, что рассматривает возможность постепенного свертывания своей широкомасштабной программы покупки облигаций (IMF, 2014b). Инвесторы беспокоились, что завершение программы приведет к повышению процентных ставок в США и сделает инвестиции в страны с формирующимся рынком менее привлекательными.

В свою очередь, бывает легче преодолеть периодические сложности, связанные с оттоком капитала, когда гибкие валютные курсы содействуют проведению корректировки. Для этого требуется, чтобы внутренние балансы были достаточно прочными и могли выдержать снижение курса национальной валюты. Соответственно, директивные органы должны держать ситуацию под контролем, не допуская чрезмерного накопления открытых валютных позиций частными компаниями. Но и в этом случае важно иметь достаточные официальные резервы, чтобы директивные органы имели возможность в отдельных случаях проводить интервенции в целях стабилизации национальной валюты, если ситуация на рынках станет неупорядоченной.

Как говорил известный американский инвестор Уоррен Баффет: «Когда прилив отступит, станет видно, кто купался голышом». Обоснованная макроэкономическая политика и бдительность в отношении рисков для балансов должны помочь директивным органам стран Латинской Америки избежать чересчур неловких моментов. ■

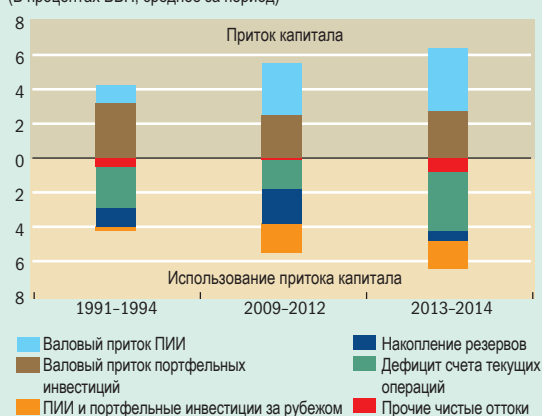
Андре Майер — заместитель начальника отдела Департамента стран Западного полушария МВФ.

Рисунок 3

Использование денежных средств

Более стабильные прямые иностранные инвестиции составляли значительную долю в недавних притоках капитала в Латинскую Америку. До 2013 года страны использовали меньшую долю притока на покрытие дефицита счета текущих операций.

(В процентах ВВП, среднее за период)



Источники: «Ежегодник статистики платежного баланса» (МВФ); расчеты персонала МВФ. Примечание. Страны — Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу, Уругвай и Чили. Сальдо счета текущих операций измеряет чистую торговлю страны (экспорт минус импорт, как товары, так и услуги), чистые доходы и чистые трансфертные платежи. Прочие чистые оттоки включают в себя сальдо по прочим инвестициям, производным инструментам, сальдо счета операций с капиталом, финансирование МВФ, а также ошибки и пропуски. ПИИ — прямые иностранные инвестиции.