

# ДОЛГГИЙ ПУТЬ

Страны с формирующимся рынком должны гармонично сочетать преодоление пандемии, возвращение к более стандартным мерам политики и переустройство своей экономики

Рупа Дуттагупта и Чейла Пазарбашолу

Поскольку пандемия COVID-19 продолжается уже второй год, растут опасения относительно того, насколько хорошо с ней справятся страны с формирующимся рынком. До сих пор они гибко реагировали на экономические последствия пандемии беспрецедентными программами экстренной помощи наиболее пострадавшим секторам и домашним хозяйствам. После короткого периода финансовой напряженности в марте 2020 года большинство стран с формирующимся рынком смогло вернуться на мировые финансовые рынки и выпустить новые долговые инструменты для удовлетворения своих потребностей в финансировании. Однако в условиях оживления мировой экономики, при котором одни страны восстанавливаются быстрее, чем другие, и существует высокая неопределенность в отношении развития пандемии, волатильность на рынках, скорее всего, возрастет. Это станет проверкой способности директивных органов стран с формирующимся рынком ориентироваться в меняющихся ландшафтах, находить стратегические компромиссы и обеспечивать устойчивое восстановление экономики.

Группа стран с формирующимся рынком очень разнородная и не поддается единому описанию. Несмотря на отсутствие формального определения, в целом страны с формирующимся рынком идентифицируются на основе таких характеристик, как устойчивый доступ к рынку, прогресс в достижении среднего уровня доходов и более высокая значимость для мировой экономики (см. вставку). Вместе с тем эти страны не похожи друг на друга, а различие между странами с формирующимся рынком и другими развивающимися странами также весьма неопределенно.

С начала века страны с формирующимся рынком добились значительных успехов в укреплении своей макроэкономической политики, что помогло им увеличить доходы на душу населения в сред-

нем более чем в два раза. В денежно-кредитной политике 65 процентов стран, которые мы отнесли к странам с формирующимся рынком, применяется перспективный режим инфляционного таргетирования, и в большинстве из них инфляция снизилась и стабилизировалась. В некоторых странах динамика государственных финансов определяется бюджетными правилами. После финансовых кризисов 1990-х годов многие страны провели масштабные реформы банковского сектора. В 2008–2009 годах мировой финансовый кризис замедлил этот прогресс, но не помешал ему.

## Хорошие экономические результаты

Эти экономические результаты помогли директивным органам стран с формирующимся рынком принять решительные меры во время пандемии, при этом не подорвав доверие рынка. Меры по облегчению экономического положения включали в себя увеличение государственных расходов, поддержку ликвидности компаний и банков, предоставление банкам возможности использовать буферные резервы капитала в целях поддержки кредитования, а также программы приобретения активов центральными банками для стабилизации внутренних рынков. Низкая внутренняя инфляция и смягчение денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой также дали возможность центральным банкам стран с формирующимся рынком существенно понизить внутренние директивные ставки. После начала пандемии во многих странах с формирующимся рынком увеличились сбережения домашних хозяйств. Большая часть внутренних сбережений была направлена



на финансирование государственного сектора, снижая потребность во внешних заимствованиях, что в сочетании с сокращением объема частных инвестиций удержало под контролем дефицит счета текущих операций.

Однако некоторые меры, например, прямое монетарное финансирование дефицита бюджета или временное замораживание выплат по кредитам, создают новые риски. Директивные органы отстаивали их в качестве временных инструментов по снижению огромной нагрузки на экономику. В одних странах рост бюджетных дефицитов также увеличил размер уже находящегося на повышенном уровне суверенного долга. В других высокий уровень задолженности корпоративного сектора, в том числе государственных предприятий, и нехеджированные валютные риски по долгу корпораций создают непредвиденные бюджетные риски в случае проблем в корпоративном секторе. Увеличение государственных долговых обязательств в авуарах отечественных банков также усиливает связь между состоянием государства и банковской системы.

Пандемия еще далека от завершения, поэтому сейчас слишком рано говорить о том, какие меры оказались эффективными. В 2020 году экономическая активность в большинстве стран с формирующимся рынком резко сократилась. Однако, как показывают оценки, приведенные в апрельском выпуске доклада МВФ «Перспективы развития мировой экономики» 2021 года, в отсутствие мер политики, принятых во всем мире, в том числе в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, сокращение мирового ВВП было бы в три раза сильнее.

## Различные ответные меры

Различные траектории восстановления в странах с формирующимся рынком говорят о различиях в их экономическом положении и ответных мерах политики. Экономика тех из них, которым удалось сдержать распространение вируса или вакцинировать население (например, Китая и Объединенных Арабских Эмиратов) восстанавливается быстрее. Страны, обладающие обширными бюджетными резервами, доступом к рынку или и тем, и другим, смогли реализовать более широкие меры бюджетной поддержки (например, Польша и Филиппины). Авторитет центрального банка позволил некоторым странам понизить директивные ставки до рекордно низких уровней и прибегнуть к нетрадиционным мерам денежно-кредитной политики без серьезного давления на обменный курс (Fratto et al., 2021). Страны с формирующимся рынком, имеющие макроэкономические дисбалансы или повышенный уровень долговой нагрузки, по-прежнему стоят перед трудным выбором между поддержкой восстановления экономики и сокращением дисбалансов (к их числу относятся Аргентина, Египет и Турция).

Дальнейший путь может оказаться несколько тернистым. В связи с угрозами, исходящими от новых штаммов COVID-19, странам придется взвесить множество компромиссов между неуклонными усилиями по сокращению распространения вируса, которые, скорее всего, потребуют сохранения экономической поддержки домашних хозяйств и компаний, и нормализацией

мер политики и восстановлением экономической устойчивости. Обеспечение достаточного количества вакцин является лишь первым шагом. Необходимо искусно управлять волатильностью на финансовых рынках на фоне роста долгосрочных ставок в США, особенно странам с большими потребностями во внешнем финансировании. А политическая и социальная поддержка будут иметь центральное значение для реализации структурных реформ. Существует ряд областей, требующих принятия мер экономической политики, хотя приоритетные задачи будут различаться в каждой конкретной стране.

### **Обеспечение адресной поддержки корпоративного сектора.**

Когда кризис в сфере здравоохранения удастся взять под контроль, страны должны начать переход от массовых экстренных мер антикризисной поддержки к адресной поддержке жизнеспособных компаний и в итоге допустить переход к экономическому росту за счет частного сектора. Насколько быстро это удастся реализовать будет зависеть от связи между экономическим ростом и занятостью в корпоративном секторе, а также от того, располагает ли страна экономическими возможностями для поддержки жизнеспособных компаний в течение достаточно долгого времени, чтобы они смогли преодолеть вызванные пандемией проблемы. Насколько оперативно это произойдет будет зависеть от прочности институтов рынка труда, систем социальной защиты, надзора за банковской системой, а также процедур урегулирования неплатежеспособности для плавного перераспределения ресурсов. Как отмечается в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ 2021 года, провести различия между ликвидностью и платежеспособностью предприятий будет непросто. Некоторые компании в странах с формирующимся рынком к началу кризиса уже имели повышенные уровни задолженности, и последствия проблем в корпоративном секторе для экономики в целом требуют более тщательной оценки.

Несмотря на то что перед странами с развитой экономикой стоят похожие задачи, последующие компромиссы, скорее всего, будут более острыми для стран с формирующимся рынком, поскольку они обычно чаще сталкиваются с введением бюджетных ограничений. Страны с формирующимся рынком также, как правило, полагаются более слабыми основами по урегулированию банкротств компаний. В связи с этим необходимо разработать меры по снижению как рисков чрезмерного количества ликвидаций, которые могут привести к волне банкротств, так и рисков появления нежизнеспособных компаний, которые могут функционировать при избыточной кредитной поддержке, но не могут инвестировать в новые виды деятельности (Pazarbasioglu and Garcia Mora, 2020). Прошлый опыт (например, Польши в 1992 году, Мексики в 1994 году, многих стран Юго-Восточной Азии в 1997–1998 годах и Турции в 2001 году) показывает, что успешные стратегии включают в себя своевременные проверки качества активов, а также сочетание внесудебного урегулирования проблемы долга, облегчения долговой нагрузки и выбытия необслуживаемых активов (Araujo et al., готовится к публикации).



## Что такое страна с формирующимся рынком?

Официальное определение страны с формирующимся рынком отсутствует. В докладе МВФ «Перспективы развития мировой экономики» 39 государств отнесены к категории «стран с развитой экономикой» на основе таких факторов, как высокий уровень доходов на душу населения, диверсифицированный экспорт товаров и услуг, а также более высокий уровень интеграции в мировую финансовую систему. Остальные страны относятся к категории «стран с формирующимся рынком и развивающихся стран». Из них 40 государств рассматриваются в докладе МВФ «Бюджетный вестник» как «страны с формирующимся рынком и средним доходом» ввиду их более высокого уровня доходов на душу населения.

Уровень доходов не является единственной характеристикой страны с формирующимся рынком. Большинство из них — это государства с уверенным ростом и стабильной экономикой, которые могут производить товары с высокой добавленной стоимостью и приближены к странам с развитой экономикой не только с точки зрения доходов, но и с точки зрения участия в мировой торговле и интеграции в финансовые рынки. Для определения страны с формирующимся рынком мы учитывали:

- Системное присутствие. Размер экономики страны (номинальный ВВП), ее населения и доли экспорта в мировой торговле.
- Доступ к рынку. Доля внешнего долга страны в мировом внешнем долге, а также его включение в мировые индексы, которые используются крупными международными институциональными инвесторами, частота и объем выпуска международных облигаций.
- Уровень дохода. ВВП страны на душу населения в номинальных долларах США.

Мы выводим оценку по каждой стране, не относящейся к странам с развитой экономикой, с использованием пяти взвешенных переменных:

- 0,40×номинальный ВВП+
- 0,15×население+
- 0,15×ВВП на душу населения+
- 0,15×доля в мировой торговле+
- 0,15×доля в мировом внешнем долге

Если в 2010–2020 годах страна входила по данному показателю в первую двадцатку, ей присваивается по этой переменной значение 1. В противном случае ей присваивается значение ноль. Итоговый балл рассчитывается как взвешенная сумма отдельных оценок. В соответствии с данным подходом к группе стран с формирующимся рынком относятся следующие государства (в алфавитном порядке): Аргентина, Бразилия, Венгрия, Египет, Индия, Индонезия, Иран, Китай, Колумбия, Малайзия, Мексика, Объединенные Арабские Эмираты, Польша, Россия, Саудовская Аравия, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили и Южная Африка. Две страны были исключены: Нигерия ввиду ее включения в категорию стран с низким доходом (имеющих право на финансирование через Трастовый фонд на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту МВФ) в рассматриваемый период выборки (2010–2020 годы) и Катар, поскольку численность его населения составляет менее 5 миллионов.

На долю этих 20 стран с формирующимся рынком приходится 34 процента мирового номинального ВВП в долларах США и 46 процентов по паритету покупательной способности. Эти страны также учитываются в широко используемых индексах для стран с формирующимся рынком, например, индексах J.P. Morgan, Morgan Stanley Capital International и Bloomberg.

**ФРАНЦИСКО АРИЗАЛА** — экономист, **ДИ ЯН** — исследователь-аналитик в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.

Поскольку банковское финансирование распространено в странах с формирующимся рынком более широко, чем рыночное финансирование, проблемы корпоративного сектора могут отразиться на финансовой стабильности, если после пандемии банкам придется отразить в учете рост потерь по кредитам. В целях повышения прозрачности в некоторых случаях могут понадобиться проверки качества банковских активов, особенно учитывая, что во время кризиса были ослаблены меры регулирования. Риски также увеличиваются в связи с ростом теневого (или небанковского) финансирования сектора предприятий и домашних хозяйств в некоторых странах с формирующимся рынком, поскольку небанковский сектор в значительной степени является нерегулируемым. Таким образом, в долгосрочной перспективе приоритетной задачей является проектирование более надежных систем урегулирования задолженности и несостоятельности, а также разработка так называемых макрофинансовых инструментов для мониторинга рисков от небанковского финансового сектора для экономики в целом.

**Обеспечение сбалансированного и устойчивого экономического роста, приводящего к созданию большого количества**

**рабочих мест.** После непосредственного восстановления экономики важным шагом на пути к долгосрочной экономической стабильности является повышение производительности и уменьшение долгосрочного ущерба от кризиса для инвестиций, занятости, человеческого капитала (вследствие потерь в сфере образования) и устойчивости финансовой системы. Структурные реформы могут оказать существенное благотворное влияние на рост в долгосрочной перспективе, если они будут надлежащим образом разработаны и реализованы в правильной последовательности (Dival and Furgeri, 2019). К числу некоторых приоритетных задач относятся:

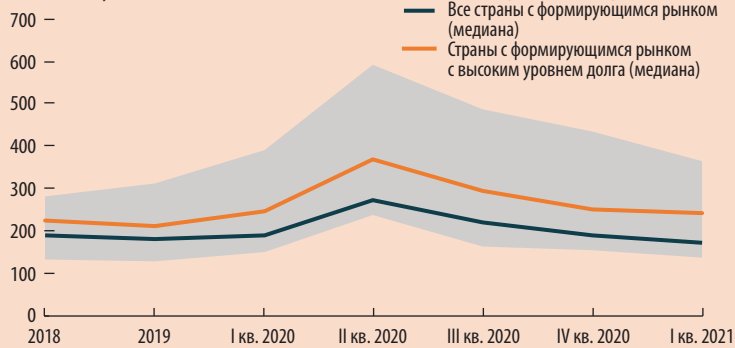
- проведение ориентированных на рынок реформ, в том числе государственных предприятий (например, в Индии, Китае и Мексике),
- укрепление систем социальной защиты (например, в Китае и Чили),
- устранение дефицита инфраструктуры (например, в Индонезии и на Филиппинах),
- реформирование пенсионного обеспечения, рынка товаров, рынка труда и системы управления во многих странах.

Рисунок 1

## Среды индексов облигаций стран с формирующимся рынком

Инвесторы обычно дифференцированно подходят к долговым инструментам разных стран с формирующимся рынком.

(В базисных пунктах)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

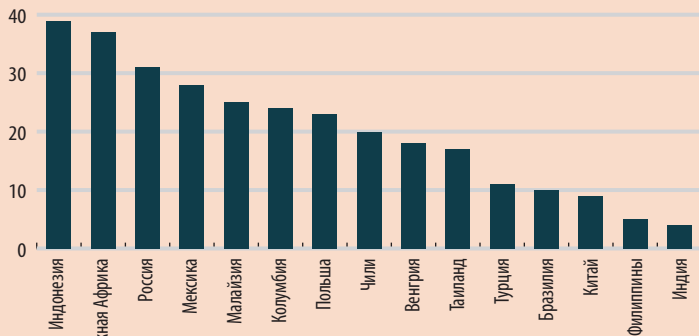
Примечание. Иран и Таиланд не включены в выборку ввиду недоступности данных. По Объединенным Арабским Эмиратам и Саудовской Аравии данные по индексу облигаций стран с формирующимся рынком за 2018 год отсутствуют. Страны с формирующимся рынком с высоким уровнем долга определяются как страны, в которых валовой государственный долг превышает медианные значения.

Рисунок 2

## Кто держатель долговых обязательств?

Когда держателями значительной доли внутреннего долга являются иностранцы, внутренний финансовый рынок становится основным каналом передачи внешних финансовых шоков.

(Внутренние долговые инструменты в аварах нерезидентов в процентах от совокупного внутреннего долга, 2019 год)



Источник: Arslanalp, S., and T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt." IMF Working Paper 14/29.

Важное значение для обеспечения социальной поддержки непопулярных реформ также имеет четкое представление информации о целях экономической политики, в том числе мерах по защите наиболее уязвимых групп населения.

Сейчас также самое подходящее время, чтобы построить в странах с формирующимся рынком более сильную экономику, чем до пандемии, с помощью шагов к созданию улучшенного и более равного доступа к здравоохранению и образованию, укреплению общественной инфраструктуры и профессиональной переподготовке работников, уволенных из-за пандемии. Также необходимо повышать устойчивость к изменению климата и стимулировать переход в цифровую форму для обеспечения всеобъемлющего роста. COVID-19 обернулся потерей большего числа человеческих жизней в странах со слабыми системами здравоохранения и соци-

альной защиты. Он вызвал большие экономические потери в секторах сферы услуг и среди неквалифицированной рабочей силы, молодежи и женщин. Для обеспечения устойчивого восстановления, при котором никто не останется позади, необходимо сдерживать рост неравенства и бедности. Сокращение неформального сектора, который составляет от одной четверти до одной трети экономики большинства стран с формирующимся рынком (Medina and Schneider, 2019), позволит большему числу людей воспользоваться преимуществами более высоких зарплат и мер перераспределения.

Некоторые страны пользуются этими возможностями: в странах Азии за счет цифровизации повышается эффективность производства, коммуникаций и инклюзивность государственных операций (Gaspar and Rhee, 2018). Индонезия решает проблему угрозы обезлесения с помощью программы устойчивого землепользования. Некоторые страны с формирующимся рынком, например, Малайзия, укрепляют системы финансового регулирования в целях повышения эффективности мониторинга рисков переходного периода и управления ими по мере перехода к сокращению углеродного следа своей экономики.

**Восстановление макроэкономической устойчивости.** Кризис стал болезненным напоминанием о важности обеспечения здоровья экономики в спокойное время. Скоро странам с формирующимся рынком потребуются начать восстановление бюджетных, внешних и макрофинансовых резервов, чтобы подготовиться к следующему кризису. Это подразумевает возобновление действия бюджетных правил и возвращение к стандартам финансового регулирования, от которых пришлось отказаться на время пандемии, а также воссоздание международных резервов в случае их сокращения. Приоритетные задачи будут различаться и должны будут решаться без нанесения ущерба перспективам роста: за счет увеличения налогового потенциала для покрытия расходов на государственные услуги в случае слабых систем социальной защиты, принятия шагов по снижению задолженности и накопления долга (бюджетной консолидации) в случае высокой долговой нагрузки на государство, а также ужесточения мер макроprudенциальной политики в отношении финансовых организаций в случае повышенных рисков для финансовой стабильности.

Правительствам многих стран с формирующимся рынком придется находить оптимальное соотношение различных целей, таких как увеличение расходов на государственные инвестиции и социальное обеспечение и возобновление бюджетной консолидации для поддержания динамики государственного долга на устойчивой нисходящей траектории. В среднем в странах с формирующимся рынком уровень государственного и внешнего долга существенно повысился, достигнув в 2020 году 59 и 44 процентов ВВП соответственно, а валовые потребности в финансировании, согласно прогнозам, останутся в 2020–2021 годах на уровне выше 10 процентов. Несмотря на то что низкие процентные ставки в мире удерживают стоимость обслуживания долга на приемлемом уровне, не следует ожидать, что стоимость внешних заимствований останется низкой на неопределенный период. Инвесторы обычно дифференцированно подходят к долговым инструментам

разных стран с формирующимся рынком (см. рис. 1). Даже если долговые обязательства принимаются в национальной валюте, ввиду значительной доли внутреннего долга в авуарах иностранных держателей внутренний финансовый рынок становится основным каналом передачи внешних финансовых шоков (см. рис. 2). Устойчиво высокий уровень долга и валовых потребностей в финансировании, скорее всего, затруднит стратегический компромисс и подвергнет страны с формирующимся рынком опасности резких изменений в склонности инвесторов к риску.

Как отмечено в апрельском выпуске доклада МВФ «Бюджетный вестник» 2021 года, увеличение налоговых поступлений позволит директивным органам повысить качество государственных услуг, не повышая уровень долговой нагрузки. Налоговые поступления в странах с формирующимся рынком действительно составляют в среднем менее 20 процентов ВВП по сравнению с более чем 25 процентами в странах с развитой экономикой. Правительства стран с формирующимся рынком также, как правило, расходуют большую часть бюджетных доходов на уплату процентов.

В условиях после пандемии возможности выбора экономической политики сократились. Ввиду увеличения бюджетных дефицитов и долга, повышения потребностей в финансировании и сокращения возможностей для снижения внутренних процентных ставок необходима более эффективная интеграция мер экономической политики для достижения наилучших результатов для экономического роста и стабильности с сохранением при этом автономии бюджетных, денежно-кредитных и регулирующих органов. Например, там, где инфляционное давление снижено, денежно-кредитная политика по-прежнему может быть направлена на поддержание внутреннего спроса даже после сворачивания бюджетной поддержки.

Также должны быть урегулированы другие компромиссы в вопросах экономической политики, поскольку разные темпы восстановления вызывают напряженность на рынке. Несмотря на то что гибкий обменный курс, как правило, смягчает внешние шоки, при некоторых условиях эффект может быть противоположным. Например, вследствие ослабления национальной валюты может увеличиться величина обязательств, номинированных в иностранной валюте, что еще больше усилит напряженность на рынке. Если денежно-кредитная политика не пользуется полным доверием, снижение курса валюты может создать инфляционное давление. Опасения, связанные с управлением финансовой волатильностью, имеют первоочередное значение для многих разработчиков экономической политики в странах с формирующимся рынком и являются основным пунктом в работе МВФ над целостным подходом к политике.

## Восстановление экономической устойчивости

Прошлые кризисы показывают, что директивные органы стран с формирующимся рынком могут преодолеть негативные шоки и восстановить устойчивость экономики. Более того, прогнозируется, что в среднесрочной перспективе в большинстве стран с формирующимся рынком сохранится уверенный экономический рост. Однако совместные усилия мирового сообщества критически важны

для достижения странами с формирующимся рынком их потенциальных темпов экономического роста и обеспечения крайне необходимой динамики мировой экономической активности, торговли, инвестиций и финансов.

Во-первых, *страны с формирующимся рынком должны вернуть обретенную с большим трудом макроэкономическую устойчивость*, как сделали после финансовых кризисов 1990-х и начала 2000-х годов, а также мирового финансового кризиса, начавшегося в 2008 году. Ввиду различных темпов восстановления экономики после пандемии страны с формирующимся рынком также должны учиться друг у друга наиболее эффективным способам управления рисками и поддержания устойчивости. Это важно не только для стран с формирующимся рынком. В силу своей растущей системной значимости в мировой экономике сильное сообщество стран с формирующимся рынком также будет способствовать глобальной стабильности.

Во-вторых, *ведущие страны с развитой экономикой должны внести свой вклад*. Важное значение имеют многостороннее сотрудничество по вопросам свободной торговли, поставок вакцин и налогов, обязательства по предоставлению долларовой ликвидности при возобновлении финансовой напряженности и совместные действия по борьбе с изменением климата. Некоторым странам с формирующимся рынком понадобится финансовая поддержка для осуществления инвестиций в восстановление более сильной экономики без усугубления проблемы изменения климата.

В-третьих, *глобальные институты развития и финансовые институты должны дополнять работу друг друга*. Для МВФ это означает работать в рамках своих основных обязанностей: проводить диалог и консультации по вопросам экономической политики, оказывать финансовую поддержку, в том числе с помощью превентивных линий финансирования, и развивать потенциал, — выступая в качестве объединяющей платформы для обмена опытом между странами и используя соответствующие наработки других международных организаций в целях оказания помощи наиболее динамичным государствам-членам в восстановлении их экономик в период после пандемии. **ФР**

**РУПА ДУТТАГУПТА** — заместитель директора, **ЧЕЙЛА ПАЗАРБАШОЛУ** — директор Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа, МВФ.

## Литература

- Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese, and Y. Weijia. Forthcoming. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Duval, R., and D. Furceri. 2019. "How to Reignite Growth in Emerging Market and Developing Economies." IMFBlog, October 9.
- Fratto, C., B. Harnois Vannier, B. Mircheva, D. de Padua, and H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper 21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Gaspar, V., and C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia." IMFBlog, September 26.
- Medina, L., and F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.
- Pazarbasioglu C., and A. Garcia Mora. 2020. "Strengthen Insolvency Frameworks to Save Firms and Boost Economic Recovery." World Bank Blog, May 18.