Мировая экономика

УДК 336.27
JEL: E52, E58, F34

ЧУВАХИНА Лариса Германовна
ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Ленинградский пр., 49, Москва, ГСП-3, 125993, Россия.
https://orcid.org/0000-0001-8283-4372
Чувахина Лариса Германовна, кандидат экономических наук, доцент
доцент департамента мировой экономики и мировых финансов Финансового университета, Москва. E-mail: l-econom@mail.ru

РОЛЬ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В РЕАЛИЗАЦИИ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ США

Аннотация

Предмет/тема. Для США характерна концентрация значительной части государственного долга в руках иностранных инвесторов. Основными держателями американских казначейских ценных бумаг являются Япония и Китай. Россия не входит в число тридцати крупнейших держателей государственного долга. В условиях нарастания кризисных явлений, вызванных коронавирусной пандемией, возросли распродажи казначейских облигаций иностранными инвесторами. Происходит падение их доходности. Целесообразность усиления контроля со стороны ФРС США за доходностью казначейских облигаций рассматривается как мера поддержки американской экономики.

Цели/задачи. Цель исследования заключается в определении роли иностранных инвесторов в реализации финансовой политики ФРС.

Методология. При написании работы применялись общие и специальные методы исследования, в том числе анализ, синтез, обобщение.

Вывод. Происходят серьезные изменения на американском долговом рынке. Статус крупнейшего иностранного держателя американских казначейских бумаг вернула Япония. Уменьшение китайского портфеля трежерис вызвано торговыми американо-китайскими разногласиями. Сброс долговых обязательств Китаем происходит на фоне появления новых зарубежных покупателей американских ценных бумаг, среди которых значительную активность проявляют оффшорные финансовые центры. Падение доходности казначейских облигаций не отражается на уверенности иностранных инвесторов в надежности американских долговых обязательств. В условиях усиления кризисных явлений можно ожидать продолжения политики ФРС по возобновлению денежного стимулирования и усиления контроля со стороны финансового регулятора за доходностью казначейских облигаций.

Ключевые слова: *государственный долг, ФРС США, казначейские облигации, иностранные инвесторы, оффшорные финансовые центры, доллар США.*

Larisa G. Chuvakhina, PhD in economic sciences, Associated Professor, Associate Professor of the Department of World Economy and World Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow. E-mail: l-econom@mail.ru

The world economy

THE ROLE OF FOREIGN INVESTORS IN THE IMPLEMENTATION OF THE US DEBT POLICY

Abstract

Subject / Topic The United States can be characterized by the concentration of a significant part of government debt in the hands of foreign investors. The main holders of US Treasury securities are Japan and China. Russia is not among the thirty largest holders of public debt. In conditions of the growing crisis caused by the coronavirus pandemic, sales of treasury bonds by foreign investors have increased. Their profitability is falling. The practicability of strengthening profit control by the US Federal Reserve of treasury bonds is considered as a measure of support for the US economy.

Goals / Objectives The purpose of the study is to determine the role of foreign investors in the implementation of the financial policy of the Fed.

Methodology When writing the work, general and special research methods were used, including analysis, synthesis and generalization.

Conclusion and Relevance Currently significant changes are taking place in the US debt market. Japan has returned the status of the largest foreign holder of US Treasury securities. The decrease in the Treasury portfolio of China is caused by trade disputes between the US and China. China's debt portfolio decrease comes against the background of the emergence of new foreign buyers of American securities, among which offshore financial centers are very active. The fall of the profitability of treasury bonds does not affect the confidence of foreign investors in the reliability of US debt. In conditions of strengthening crisis, we can expect the continuation of the Fed policy to resume monetary stimulus and tighten control by the financial regulator for profitability of treasury bonds.

Key words: *public debt, US Federal Reserve, treasury bonds, foreign investors, offshore financial centers, US dollar.*

Значительная часть государственного долга США принадлежит иностранным инвесторам, направляющим финансовые средства на приобретение американских государственных долговых обязательств [1] . Приобретая казначейские облигации, иностранные инвесторы, по сути, оказывают поддержку США, стимулируют экономическую активность, покрывают растущий дефицит американского бюджета в условиях роста государственных расходов [2].

До 1995 г. иностранные инвесторы владели 13% находящихся в обращении американских казначейских облигаций, в 2008 г. - 55%, в 2013 г. -50%, в 2018 г. –41%[1]. Более 62% всех американских казначейских бумаг сосредоточено в руках официальных учреждений зарубежных стран, остальными 38% владеют частные иностранные инвесторы[2].

---

[1] Иностранцы охладели к казначейским облигациям США. URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2018/10/24/784626-inostrantsi-ohladeli-k-kaznacheiskim-obligatsiyam-ssha

[2] Major foreign holders of treasury securities (in billion dollars). URL: https://ticdata.treasury.gov/Publish/mfhhis01.txt

Первой страной, начавшей вкладывать значительные финансовые средства в американские казначейские облигации, стала Япония. В 2000 г. Япония сосредоточила около 30% всех долговых обязательств США, размещенных за рубежом. Для США вложения японских инвесторов означали прямую поддержку американской экономики, поскольку национальные банки не стремились приобретать дополнительные объемы государственных долговых обязательств. Вкладывая средства в американские казначейские облигации и тем самым способствуя росту экономики США, Япония получала определенные дивиденды, учитывая экспортоориентированную модель японской экономики и возможности расширения экспорта товаров на американский емкий рынок.

За период с 2000 года до 2014 год доля государственного долга США в иностранных юрисдикциях увеличилась в 2 раза. В 2000 г. в иностранном владении находилось около 17% долга США, в 2014 г. – свыше 34%[3].

Если в 2000 г. основным держателем американских казначейских облигаций была Япония, то в 2014 г. - Китай. Япония оставалась главным держателем государственного долга США до 2009 г. В последующие годы она сохранила за собой второе место, незначительно уступая Китаю. С 2001 года по 2014 год Китай активно увеличивал объемы своих инвестиций в государственные долговые обязательства США [3]. Скупка американских казначейских облигаций Китаем во многом объясняется проводимой политикой сдерживания роста курса китайского юаня, что в свою очередь ведет к завышению курса доллара и соответственно к росту стоимости импорта в США и сдерживанию экспортной экспансии американских товаров на мировые рынки. В январе 2014 г. Китай владел американскими казначейскими облигациями на сумму в 1275,6 млрд. долл. США, что является самым высоким показателем за все годы. Начиная с февраля 2014 г. Китай в течение года избавлялся от американских облигаций. Тенденция на постепенное сокращение китайского портфеля американских ценных бумаг сохранялась в 2014-2019 гг. Снижение присутствия Китая на американском долговом рынке во многом вызвано начавшимися торговыми американо-китайскими войнами. В январе 2018 г. Китай сосредоточивал в своих руках 18,9 % всех долговых обязательств США, в январе 2019 г. – 17,8%[4]. В январе 2020 г. доля Китая еще больше снизилась и составила 15,7% всех долговых обязательств США, размещенных за рубежом. Доля Японии, напротив, возросла до 17,7% против 16,8% в январе 2019 г. Начиная с конца 2019 г. Япония вернула себе статус крупнейшего иностранного держателя американских казначейских бумаг.

---

[3] Patton M. Who Owns the Most U.S. Debt? Oct 28, 2014. URL:http://www.forbes.com/sites/mikepatton/2014/10/28/who-owns-the-most-u-s-debt/#5b8214061907

[4] Major foreign holders of treasury securities (in billion dollars). URL: https://ticdata.treasury.gov/Publish/mfhhis01.txt

Уменьшение китайского портфеля трежерис на 48,1 млрд. долл. в январе 2020 г. по сравнению с январем 2019 г. было компенсировано ростом вложений Японии в трежерис за аналогичный период в размере 146,7 млрд. долл., что соответствует портфелям американских бумаг многих стран, за исключением топ 10 государств-держателей американских долговых обязательств[5].

Наряду с Японией и Китаем традиционным держателем американских долговых обязательств является Великобритания. За период с 2000 года по 2019 год британский портфель американских казначейских бумаг увеличился почти в 4,5 раза. В январе 2020 г. британские вложения в американские казначейские бумаги возросли на 28% по сравнению с показателем января 2019 г.

Таблица 1 - Основные иностранные держатели казначейских ценных бумаг США

	Январь 2020 г.		**Январь 2019 г.**	
Страна	млрд. долл.	%	млрд. долл.	%
1.Япония	1211.6	17.7	1064.9	16.8
2.Китай	1078.6	15.7	1126.7	17.8
3.Великобритания	372.7	5.4	290.1	4.6
4.Бразилия	283.3	4.1	305.1	4.8
5.Ирландия	271.4	4.0	270.1	4.3
6.Люксембург	255.2	3.7	226.7	3.6
7.Швейцария	238.1	3.5	226.9	3.6
8.Гонконг	229.6	3.3	200.9	3.2
9.Каймановы острова	216.1	3.2	209.2	3.3
10.Бельгия	206.5	3.0	191.5	3.0
Остальные страны и территории	2490.9	36.4	2212.5	35.0
Всего	6854.0	100.0	6324.6	100.0

Источник: http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt

Большая часть государственного долга США принадлежит топ 10 странам-держателям, что говорит о слабой диверсификации и свидетельствует о наличии своеобразного клуба «топ 10» кредиторов США. Как видно из таблицы 1, на топ 10 стран в январе 2020 г. приходилось 63,6% от всего объема государственного долга США в иностранных юрисдикциях, в январе 2019 г. - 65%. Снижение доли топ 10 стран в 2020 г. вызвано сокращением доли Китая более чем на 2%. В то же время нельзя не отметить, что в абсолютном выражении величина долговых обязательств США, сосредоточенных в руках иностранных инвесторов, до марта 2020 г. имела тенденцию к росту, что свидетельствует о достаточно высоком и стабильном спросе на американские казначейские облигации, несмотря на существующие

[5] Major foreign holders of treasury securities (in billion dollars). URL: https://ticdata.treasury.gov/Publish/mfhhis01.txt

опасения, что в один момент иностранные инвесторы могут перестать наращивать долю американских активов в своих портфелях, и это приведет к кризису на рынке государственного долга США на фоне постоянно растущего дефицита бюджета [4]. Снижение закупок ценных бумаг вызвано, прежде всего, коронавирусной пандемией, с которой столкнулись страны мира в 2020 г.

Сброс долговых обязательств Китаем происходит на фоне появления новых зарубежных активных покупателей американских ценных бумаг. Заметно увеличили свои доли во владении государственным долгом США входящие в топ 10 стран-держателей такие страны, как Бразилия, Швейцария, Люксембург, Бельгия, Великобритания, Ирландия. До Великой рецессии 2007-2009 гг. Ирландия не относилась к числу стран – крупнейших кредиторов США. Впервые Ирландия попала в топ десятку в 2013 г., во многом благодаря тому, что на территории страны зарегистрировано более 700 дочерних компаний американских корпораций в Европе, которые держат значительную часть своих средств в имеющей статус налоговой гавани Ирландии, а также в Бельгии и Люксембурге, и вкладывают их в высоколиквидные казначейские облигации США [6].

Начиная с 2012 года одним из крупнейших держателей долга США в топ 10 стран являются Каймановы острова, где нет своего центрального банка, но есть сотни банков, хедж-фондов, компаний-однодневок, выполняющих специальные операции ФРС США по скупке американских государственных облигаций, от которых избавляются страны-держатели долга. Стоимость портфеля американских казначейских бумаг данной юрисдикции, являющейся оффшорным финансовым центром, в 133 раза превышает размер ее ВВП, равный 2 млрд. долл. США. По мнению американского экономиста Пола Робертса, Федеральный резерв стоит и за бельгийскими покупками казначейских бумаг[7].

В 2008 - 2012 гг. в топ 10 стран-держателей американского долга входила Россия. Однако в 2018 г. Россия взяла курс на дедолларизацию экономики. В мае 2018 г. Россия выпала из списка крупных держателей американского государственного долга, оставив казначейских облигаций США всего лишь на 14,9 млрд. долл. Осуществив практически полную продажу своего портфеля американских казначейских облигаций, Центральный банк России в 2018 г. приобрел рекордное количество золота в резервы. Еще в начале 2018 г., по данным Казначейства США, вложения Центрального банка России в казначейские бонды составляли 100 млрд. долл., а уже в мае размер вложений был меньше 15 млрд. долл., как

[6] Ireland is America's fourth largest creditor - Treasury Department URL: https://www.irishtimes.com/business/economy/Ireland-is-america-s-fourth-largest-creditor-treasury-department-1.2650688.

[7] The Fed Is The Great Deceiver — Paul Craig Roberts and Dave Kranzler. URL: http://www.paulcraigroberts.org/2014/05/12/fed-great-deceiver-paul-craig-roberts/

следствие введения в апреле 2018 г. санкций против ряда российских компаний, представителей органов государственной власти и бизнеса. В ноябре 2018 г. вложения Центрального банка в казначейские бонды составили 12,8 млрд. долл. США[8]. Россия сократила вложения в государственные облигации США в 2018 г. по сравнению с 2017 годом в 2,7 раза и покинула список 30 крупнейших держателей государственного долга США. В 2019 г. Россия продолжала уменьшать вложения в американские государственные бумаги вплоть до февраля 2020 г. Вложение Банка России в казначейские обязательства США в размере 2 млрд. долл. в феврале 2020 г. стало самым существенным приростом вложений в трежерис с марта 2018 г.[9] Однако уже в марте 2020г. объем вложений в казначейские бумаги по сравнению с февралем сократился с 12,58 до 3,85 млрд. долл. Покупка краткосрочных бумаг США уменьшилась с 8,2 до 0,47 млрд. долл. , долгосрочных – с 4,3 до 3,38 млрд. долл. В апреле 2020 г. Россия увеличила свои вложения в государственные ценные бумаги США до 6,85 млрд. долл. или почти на 80%, в том числе 2,84 млрд. долл. в краткосрочные бумаги и свыше 4 млрд. долл. – в долгосрочные[10]. Россия вернулась к скупке американских трежерис в тот момент, когда страны – крупнейшие держатели американских ценных бумаг, напротив, их сбрасывали. В апреле сократили свои вложения в казначейские бумаги Япония, Китай, Великобритания. Активно распродавали американский государственный долг Саудовская Аравия и другие страны-экспортеры нефти, которые до 2012 г. считались крупными держателями госдолга США. Только за март и апрель портфель казначейских облигаций США, принадлежащий Саудовской Аравии, снизился на одну треть.

В мае и июне 2020 г. сохранились тенденции марта и апреля, хотя и более медленными темпами. Распродажи казначейских облигаций иностранными инвесторами на фоне нарастания кризисных явлений можно объяснить падением их доходности. Любая инвестиция обладает двумя важными характеристиками: доходностью и надежностью возврата суммы инвестиций. В условиях низкой доходности достаточно высокий спрос на казначейские бумаги можно объяснить надежностью инвестиций [5,6]. Американское правительство ни разу не допустило дефолта по своим долговым обязательствам. Дефолт 2013 г. был связан с несвоевременным принятием закона о «потолке госдолга», что никак не отразилось на уверенности инвесторов в надежности американских долговых ценных

[8] Почему США не страшен отказ иностранцев от казначейских облигаций. URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2019/02/07/793576-ssha-inostrantsev-kaznacheiskih

[9] Москва устроила Минфину США русские горки. URL: https://yandex.ru/turbo/s/ng.ru/economics/2020-06-16/1_7886_economics.html

[10] Москва устроила Минфину США русские горки. URL: https://yandex.ru/turbo/s/ng.ru/economics/2020-06-16/1_7886_economics.html

бумаг. На 30 сентября 2019 г. доходность американских ценных бумаг составила 1,82% годовых по десятилетним обязательствам. Снижение доходности объяснялось уменьшением базовой ставки ФРС США в 2019 г. При росте ставки ФРС в 2018 г. до 2,5% доходность казначейских облигаций в отдельные месяцы превышала 3%. Так, 24 сентября 2018 г. доходность десятилетних казначейских облигаций составила 3,25%[11]. В 2020 г. имеет место резкое падение доходности ценных бумаг. Если 13 января 2020 г. доходность десятилетних казначейских облигаций была равна 1,83%, то уже 2 марта – 0,77%, 30 марта – 0,59%. В апреле и мае наблюдался некоторый рост доходности облигаций. На 1 июня она возросла до 0,93%, а затем опять произошло снижение. К 8 июлю доходность упала до 0,64%[12].

В условиях коронавирусной пандемии и как следствие нарастания кризисных явлений Федеральная резервная система США предприняла меры по поддержке экономики. В марте 2020 г. ключевая ставка ФРС снижалась дважды. В начале месяца она была снижена с 1,5-1,75% до 1-1,25%. 15 марта ФРС опустила процентную ставку до 0-0,25% и возобновила денежное стимулирование, заявив о готовности приобретать казначейские облигации на вторичном рынке практически в неограниченном объеме. В качестве следующего шага рассматривается возможность усиления контроля со стороны ФРС за доходностью казначейских облигаций. По мнению американского экономиста К. Дембика, значительного усиления контроля за доходностью со стороны Федерального резерва следует ожидать в ближайшие полгода[13].

В последние годы ограничение доходности ценных бумаг как меру по поддержке экономики активно используют Банк Японии, а также Резервный банк Австралии, который в марте 2020 г. установил целевое значение доходности трехлетних государственных облигаций на уровне 0,25%. В случае роста доходности казначейских облигаций экономика США столкнется с серьезными проблемами [7]. Придется платить держателям государственного долга значительные денежные суммы. В то же время не следует не учитывать тот факт, что ограничение доходности несет с собой определенные риски [8,9]. Для ограничения роста доходности трежерис и поддержания ее на низком уровне ФРС придется увеличить объемы закупок облигаций. Ожидается, что уже в ближайшее время Министерство финансов США будет вынуждено значительно расширить

[11]Доходность 10-летних облигаций США. URL: https://ru.tradingview.com/symbols/TVC-US10Y/

[12] Доходность 10-летних облигаций США. URL: https://ru.tradingview.com/symbols/TVC-US10Y/

[13]ФРС США может ограничить доходность казначейских облигаций. URL:https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/06/09/832249-frs-ogranichit-dohodnost-obligatsii

эмиссию бондов для поддержки экономики, страдающей от коронавирусной пандемии и нарастающей социально-политической напряженности. С середины марта до середины июня Федеральный резерв уже приобрел активы на сумму, превышающую 2,2 трлн. долл., что значительно больше, чем во время предыдущих программ денежного стимулирования [10]. В настоящее время рассматривается возможность установления целевого уровня доходности долгосрочных казначейских облигаций.

Несмотря на снижение доходности, ликвидность американских ценных бумаг по-прежнему достаточно высокая. Это надежные бумаги с низкой вероятностью дефолта. У иностранных инвесторов сохраняется уверенность в возможности, если потребуется, их сбыта на открытом рынке по текущим ценам без серьезных потерь. Кредитный рейтинг трежерис до начала пандемии приближался к максимальному AAA от мировых рейтинговых агентств даже при том, что они не обеспечены никаким вещественным залогом, а опираются исключительно на уверенность в платежеспособности США.

Смену настроений иностранных инвесторов можно ожидать в связи с риском резкого падения курса американского доллара. Однако сегодня об этом говорить, как представляется, преждевременно. Казначейские облигации считаются условно безрисковым инструментом, поскольку обеспечены силой доллара США, как глобальной резервной валюты, занимающей доминирующее положение в международных расчетах. Чем сильнее американская валюта, тем увереннее чувствуют себя трежерис, альтернативы которым в плане ликвидности и способности разместить крупные деньги пока что в мире не существует.

Список источников/References:

The Federal Reserve and the Financial Crisis Paperback –February 22, 2015 by Ben S.Bernanke (Author). Paperback: 144pages. Publisher:Princeton University Press (February 22, 2015).

Richard M. Salsman. The Political Economy of Public Debt. Three Centuries of Theory and Evidence. Edward Elgar Publishing, Inc., 2017.

Major Foreign Holders of Treasury Securities. US Treasury. Wash.January 18, 2017.

Chuvakhina (2018) – Chuvakhina L.G. The role of the US Federal Reserve in the world economic system [Rol' FRS SSHA v mirovoy ekonomicheskoy sisteme], Monograph. M: Publishing house "Feather" [Monografiya. M.: Izd-vo «Pero»] 2018.P.162. [in Russian].

Andritzky J.R. government Bonds and Their Investors: What Arethe Facts and Do they Matter?//IMF Working Paper, 2012, №158,30p.

Peiris S. Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets //IMF Working Paper, 2010, №88.

Neely C.J. The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects / Research Division of Federal reserve Bank of St. Louis. Working Paper Series. Working Paper 2010-018D.July 2010, Revised April 2012.

Blommestein H.J., Harwood A., Holland A. The future of debt markets //OECD Journal: Financial Market Trends, 2011, vol.2011, #2,18p.

Adler G. Interwined Sovereign and Bank Solvencies in a Model of Self-Fulfilling Crisis //IMF Working Paper,2012, #178, 29 p.

Board of Governors of the Federal Reserve System. Press Release. December 12, 2012.