

# IMFからみたソブリン債務管理の現状と 課題

1818 Society Japan

September 8, 2023

# まとめ

- 世界的に公的債務は高額レベルを維持される予測
- 高金利・ドル高のなか債務管理は難しくなっている
- 公的債務編成をせざるおえない途上国が増えていく模様
- 過去大多数の公的債務編成のケースはIMFプログラム下で行われている
- しかし債権者の構成の移り変わりで債務問題解決が難航している
- 債権者同士の不信、IMFの経済予測への不信、不完全な情報など課題が多々

現状

# General government debt is projected to remain high

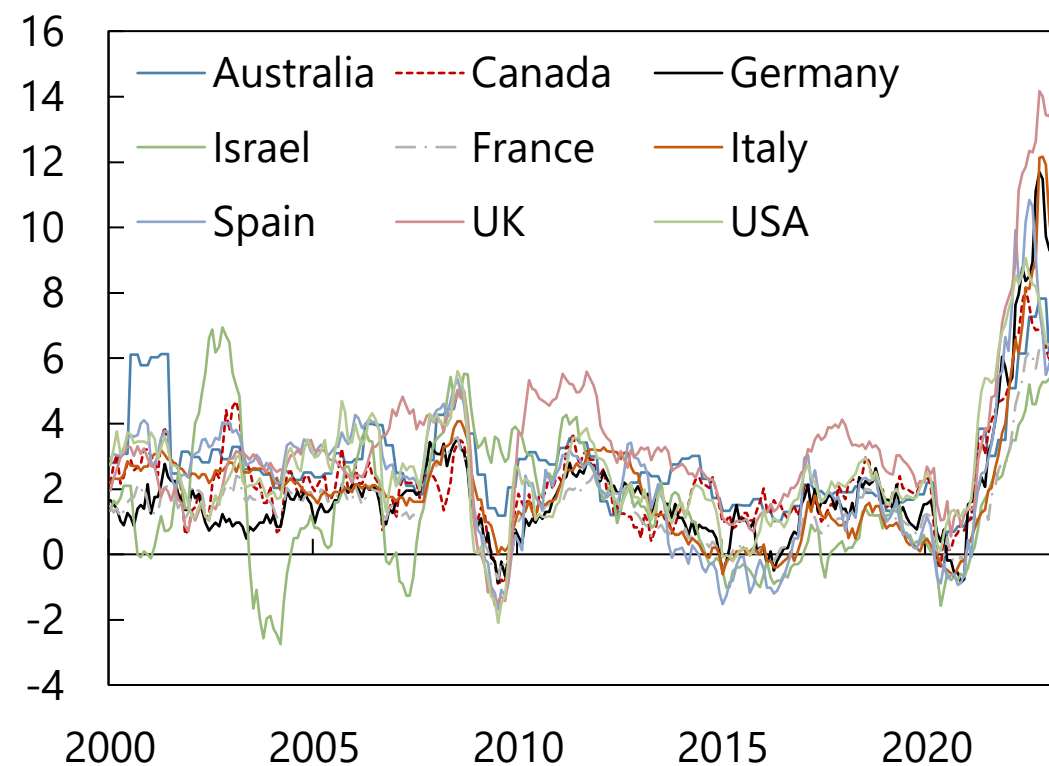
## General Government Debt (Percent of GDP)

|                                                 | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | Projections  |              |              |              |              |              |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                 |              |              |              |              | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         |
| <b>Gross Debt</b>                               |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>World<sup>1</sup></b>                        | <b>84.3</b>  | <b>99.7</b>  | <b>95.5</b>  | <b>92.1</b>  | <b>93.3</b>  | <b>94.6</b>  | <b>96.1</b>  | <b>97.3</b>  | <b>98.4</b>  | <b>99.6</b>  |
| <b>Advanced Economies</b>                       | <b>104.0</b> | <b>122.9</b> | <b>117.4</b> | <b>112.5</b> | <b>112.4</b> | <b>113.6</b> | <b>115.0</b> | <b>115.9</b> | <b>116.7</b> | <b>117.8</b> |
| <b>Emerging Market and Developing Economies</b> | <b>55.1</b>  | <b>64.8</b>  | <b>64.3</b>  | <b>64.6</b>  | <b>67.5</b>  | <b>69.8</b>  | <b>72.2</b>  | <b>74.3</b>  | <b>76.3</b>  | <b>78.1</b>  |
| <b>Emerging Markets excl. China</b>             | <b>52.6</b>  | <b>62.3</b>  | <b>59.4</b>  | <b>56.2</b>  | <b>57.3</b>  | <b>57.7</b>  | <b>58.2</b>  | <b>58.4</b>  | <b>58.6</b>  | <b>58.7</b>  |
| China                                           | 60.4         | 70.1         | 71.8         | 77.1         | 82.4         | 87.2         | 92.0         | 96.5         | 100.8        | 104.9        |
| <b>Low-Income Developing Countries</b>          | <b>42.8</b>  | <b>48.4</b>  | <b>48.4</b>  | <b>48.2</b>  | <b>48.3</b>  | <b>46.8</b>  | <b>45.8</b>  | <b>44.9</b>  | <b>44.2</b>  | <b>43.2</b>  |
| <b>Oil Producers</b>                            | <b>45.7</b>  | <b>60.4</b>  | <b>56.0</b>  | <b>49.1</b>  | <b>50.5</b>  | <b>49.9</b>  | <b>49.4</b>  | <b>48.8</b>  | <b>48.3</b>  | <b>47.7</b>  |

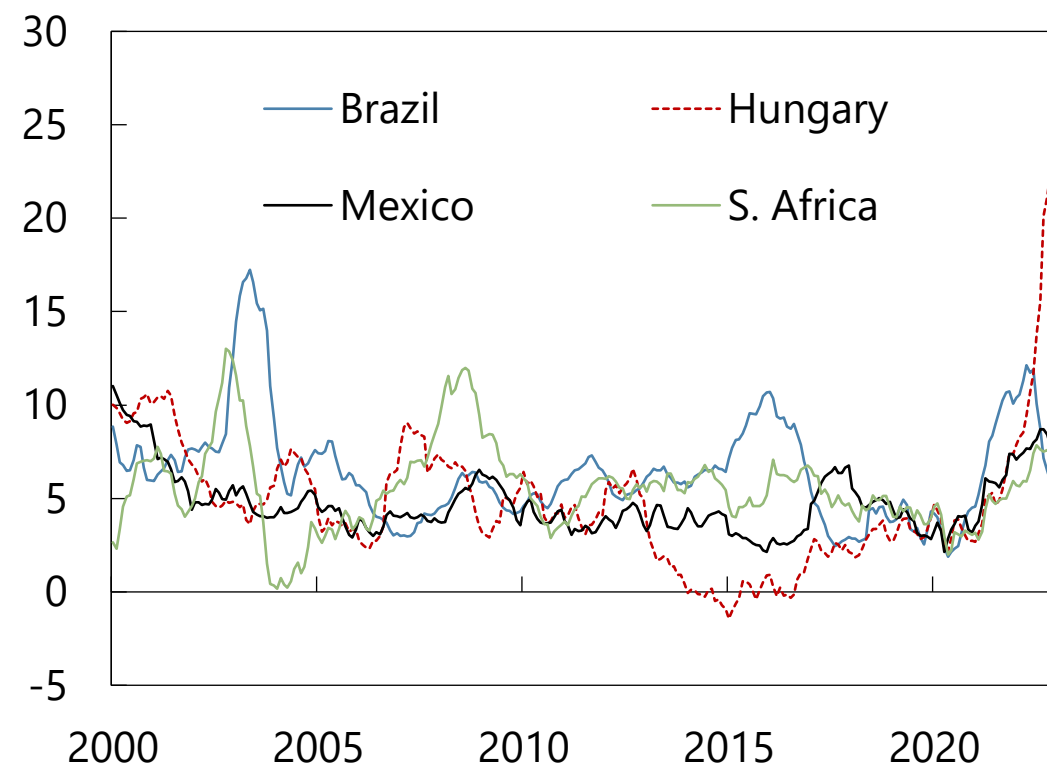
Source: IMF (2023) Fiscal Monitor, April.

# Inflation surges post-COVID

**Annual inflation in AEs, 2000-23**  
(in percent)

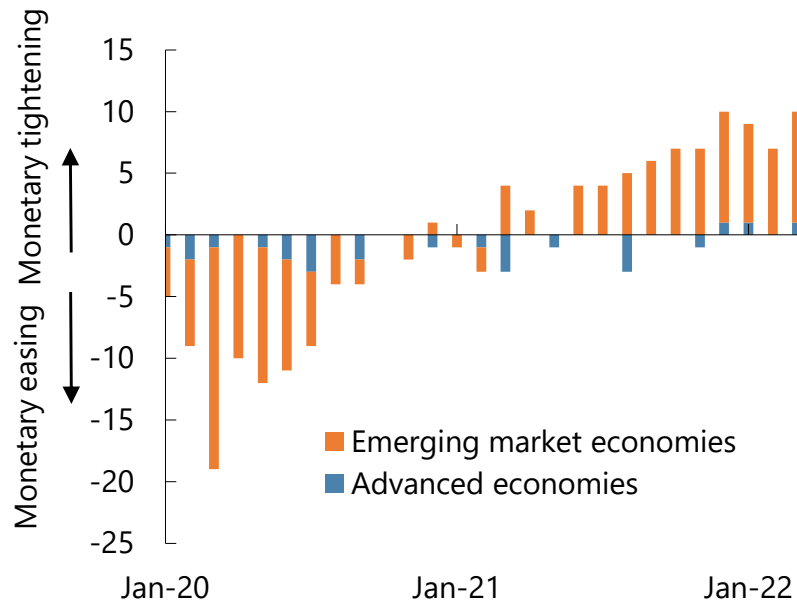


**Annual inflation in EMs, 2000-23**  
(in percent)

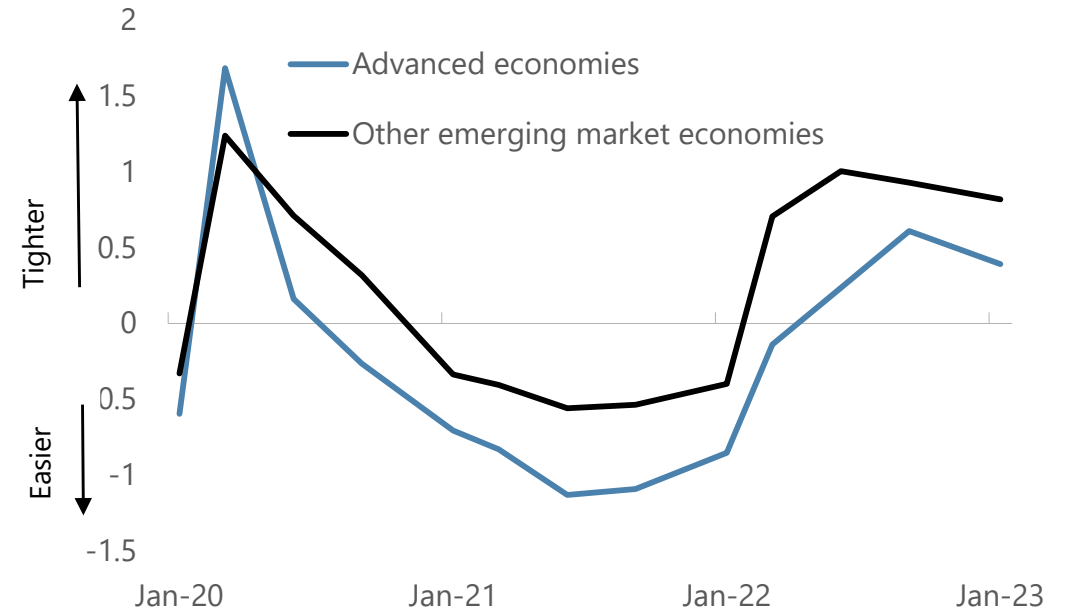


# Central banks have aggressively hiked rates to contain high inflation...

## Number of central banks changing policy rates (net)



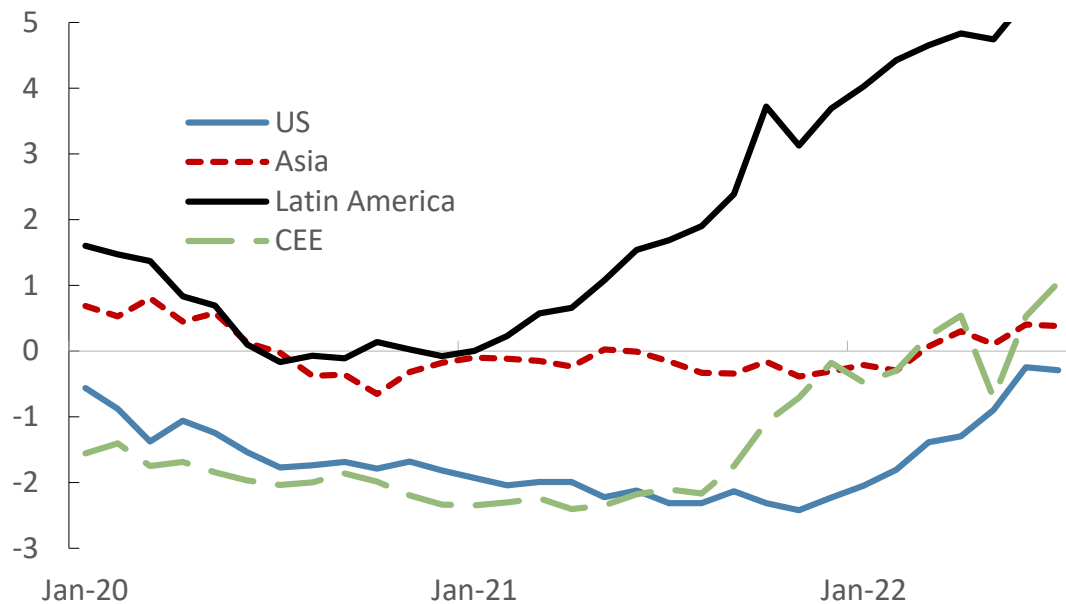
## Financial Conditions Index



# ...leading to higher and positive real interest rates, and steepening of yield curves...

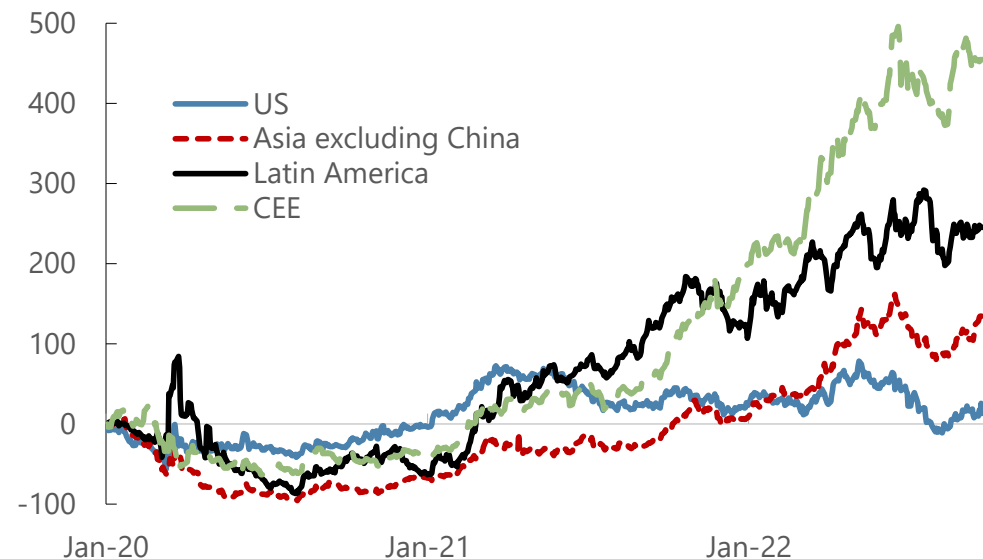
## Short-Term Real Rates

(Ex-ante one-year rates, percent)



## Change in Five-Year Term Premiums since January 2020

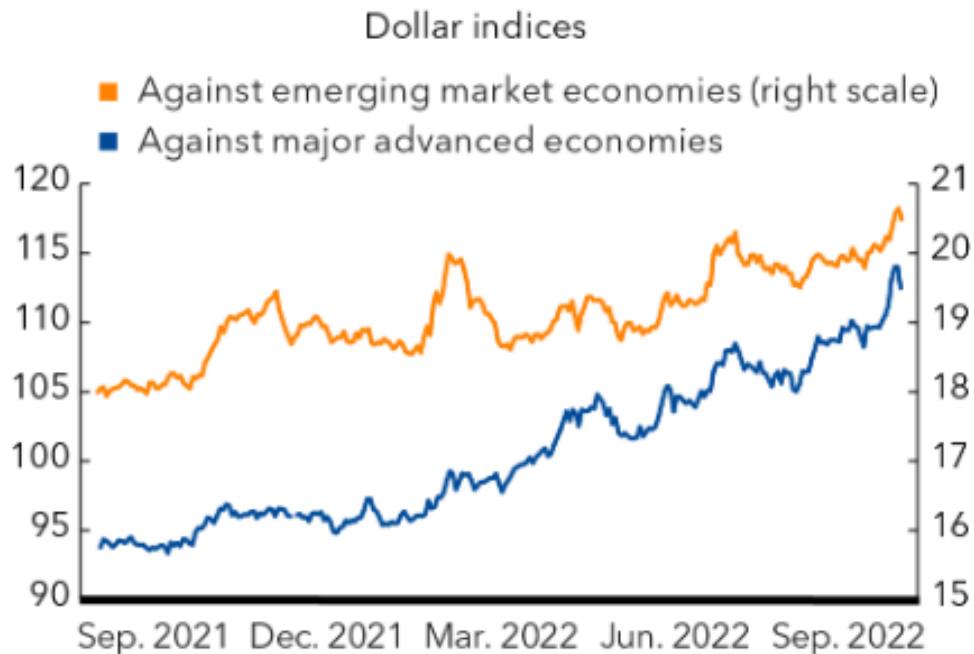
(Basis points)



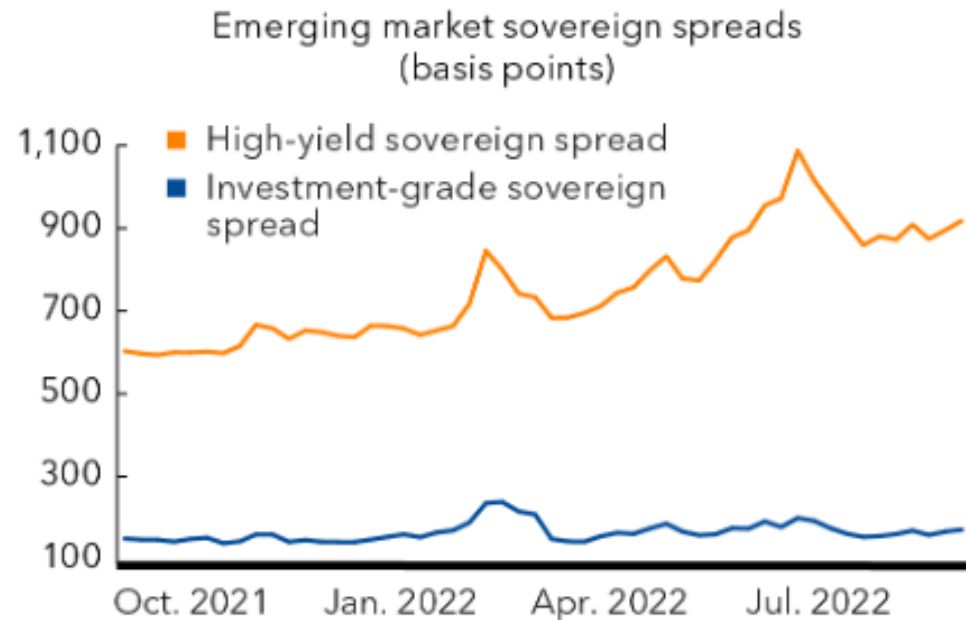
# Asynchronic monetary tightening leading to US dollar appreciation...

... and bifurcation of borrowing costs for emerging market economies. These have implications for debt management and debt sustainability.

## *The US dollar has appreciated sharply*



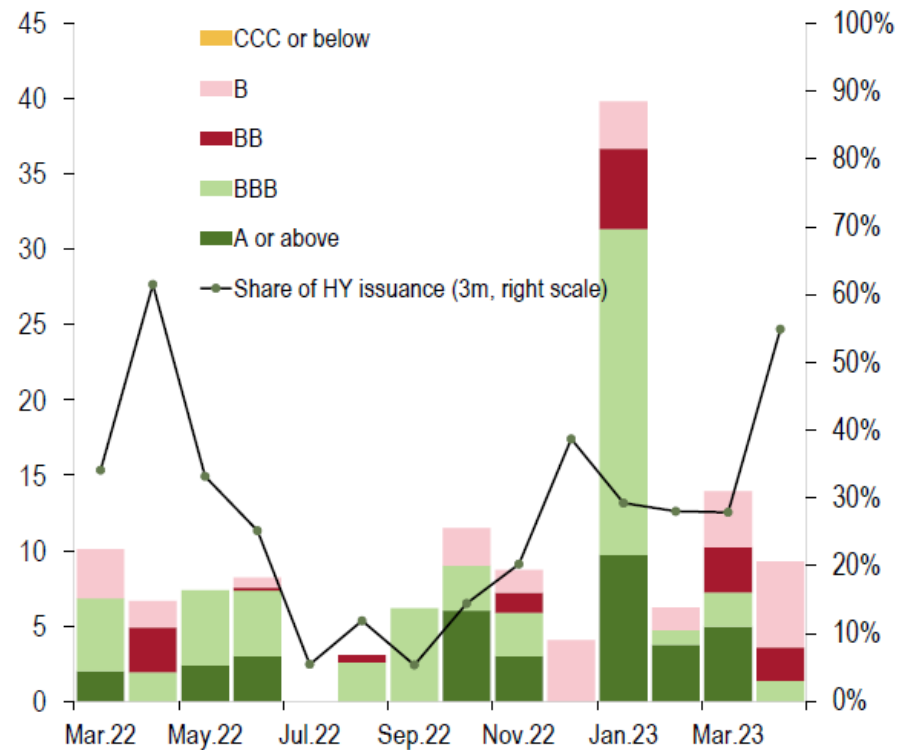
## *Lower-rated emerging markets are facing high borrowing costs*



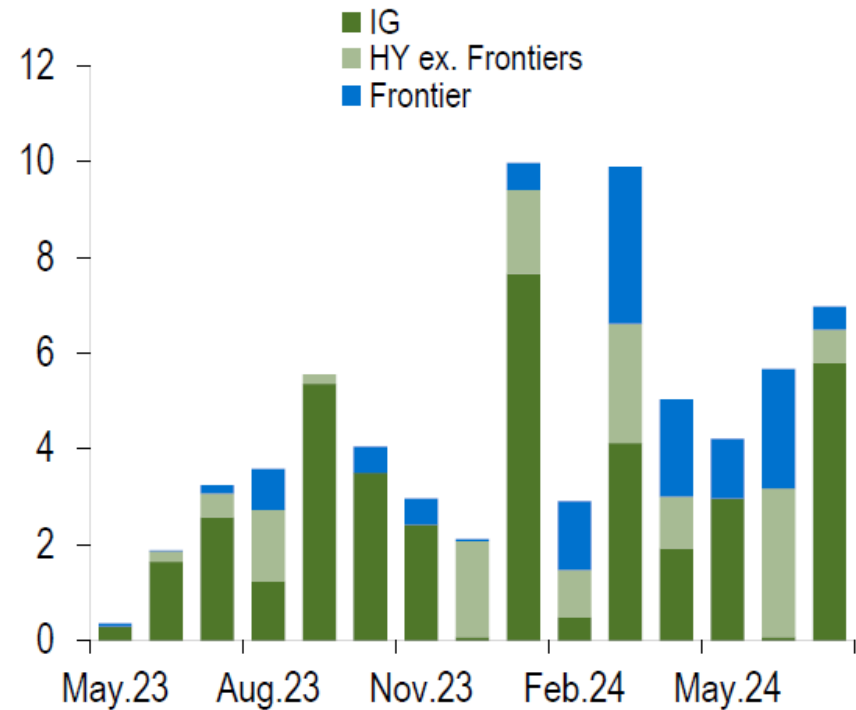
Source: IMF GFSR October 2022.

# Issuance of sub-investment grade sovereigns have been minimal and maturities are coming up

**Sovereign Hard Currency Issuance by Rating**  
(USD billions; Percent)



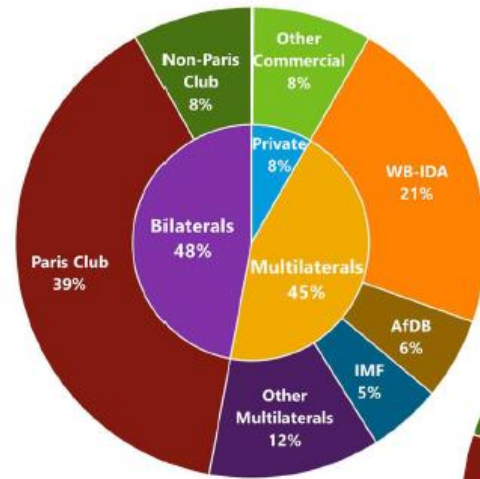
**EM Sovereign Maturities by Rating**  
(US billions)



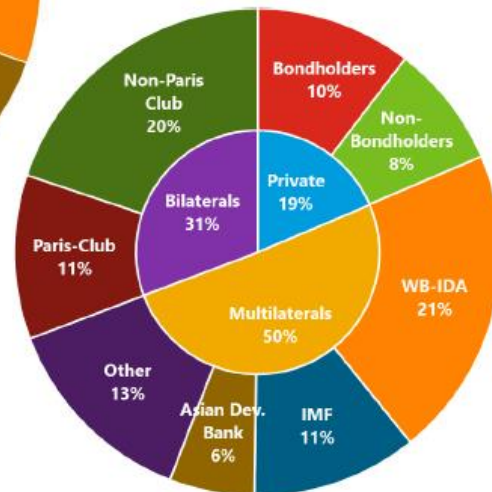
# More countries with high risk of debt distress in the context of changing creditor composition

## External Creditor Composition, 1996 and 2021

End-1996: Distribution of PRGT Creditors  
(in percent of total PPG debt stock)

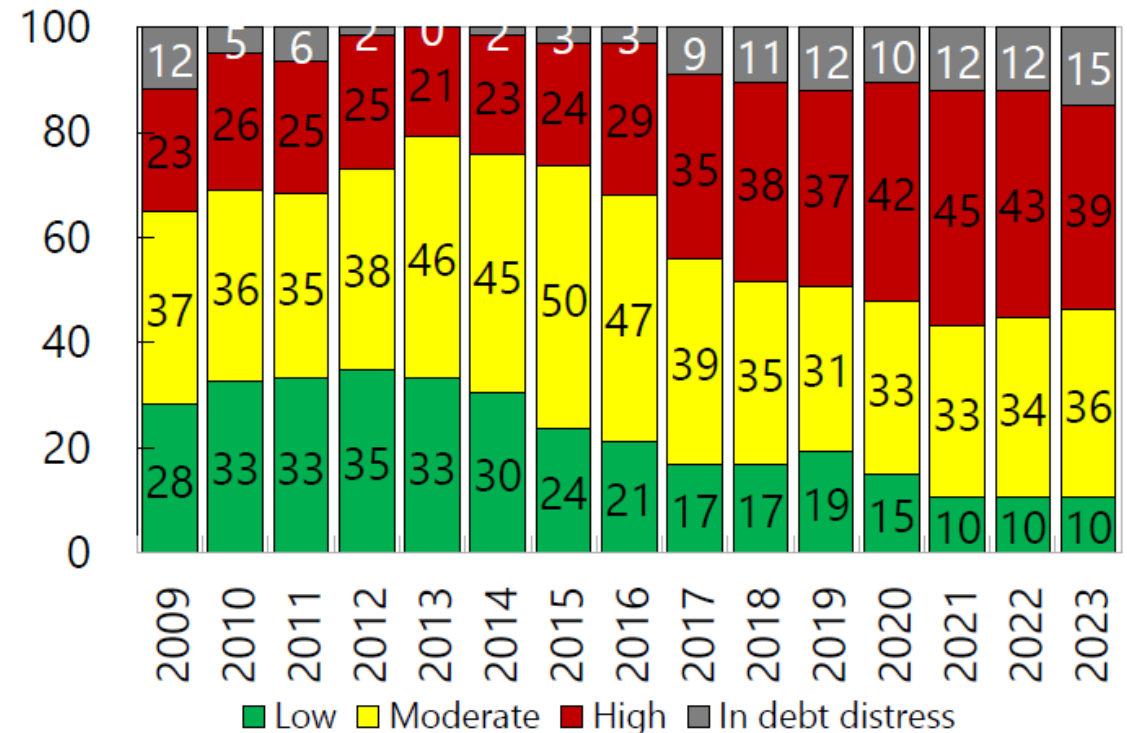


End-2021: Distribution of PRGT Creditors  
(in percent of total PPG debt stock)



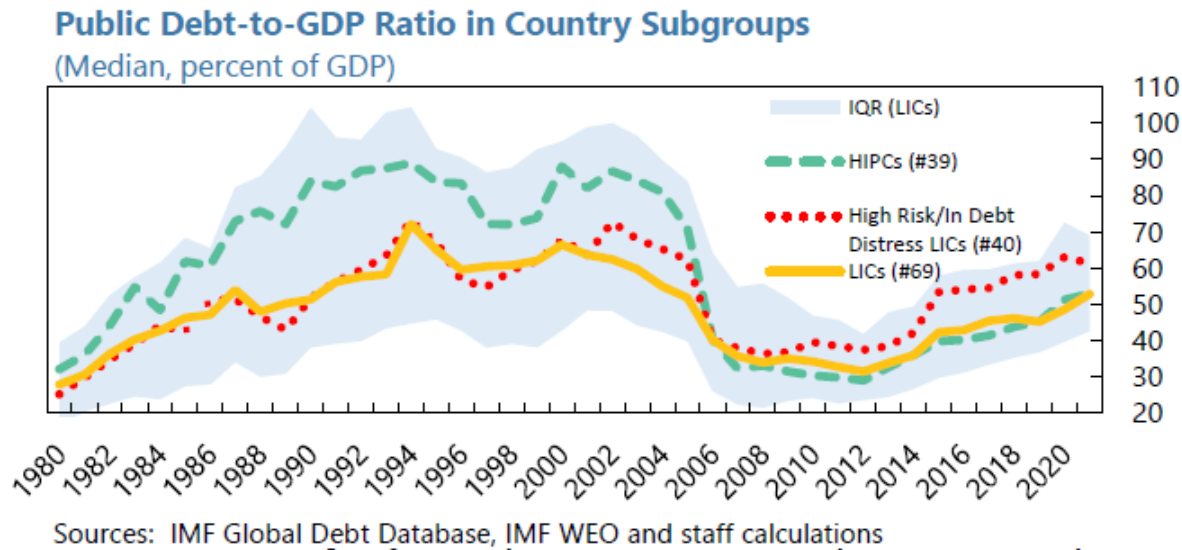
Source: WB IDS and staff calculations

## Risk of debt distress (in percent of countries with LIC DSAs)

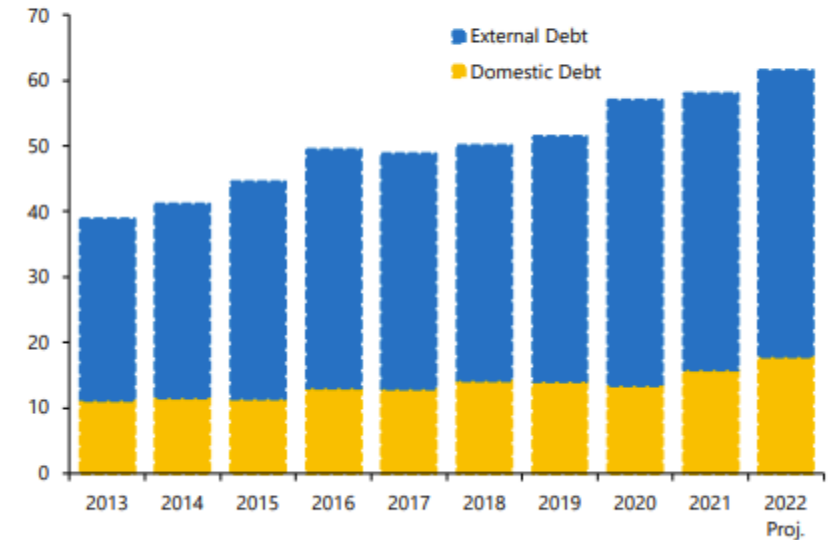


Source: LIC DSA database. As of May 31, 2023.

# But there is no systemic debt crisis



**Domestic and External Debt**  
Percent of GDP

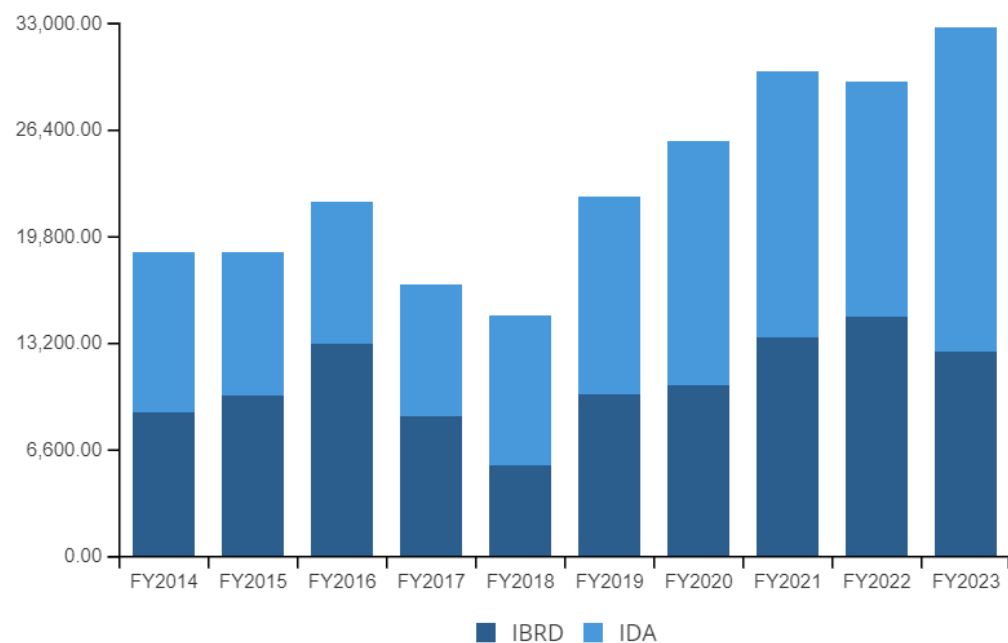


Sources: World Bank and IMF.

Source: IMF Macroeconomic Developments in Low Income Developing Countries 2022.

# WBG net lending continues at high level since pandemic

## WBG Net Lending (In billions of US\$)



## WBG Outstanding (In billions of US\$)

|      | June 30, 2019 | June 30, 2020 | June 30, 2021 | June 30, 2022 | June 30, 2023 |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| IBRD | 192,752       | 202,158       | 218,799       | 227,092       | 241,041       |
| IDA  | 151,921       | 160,961       | 177,779       | 174,490       | 187,669       |

Sources: WB website and Annual Report 2022.

# WBG lending

## Flow, Fiscal 2022

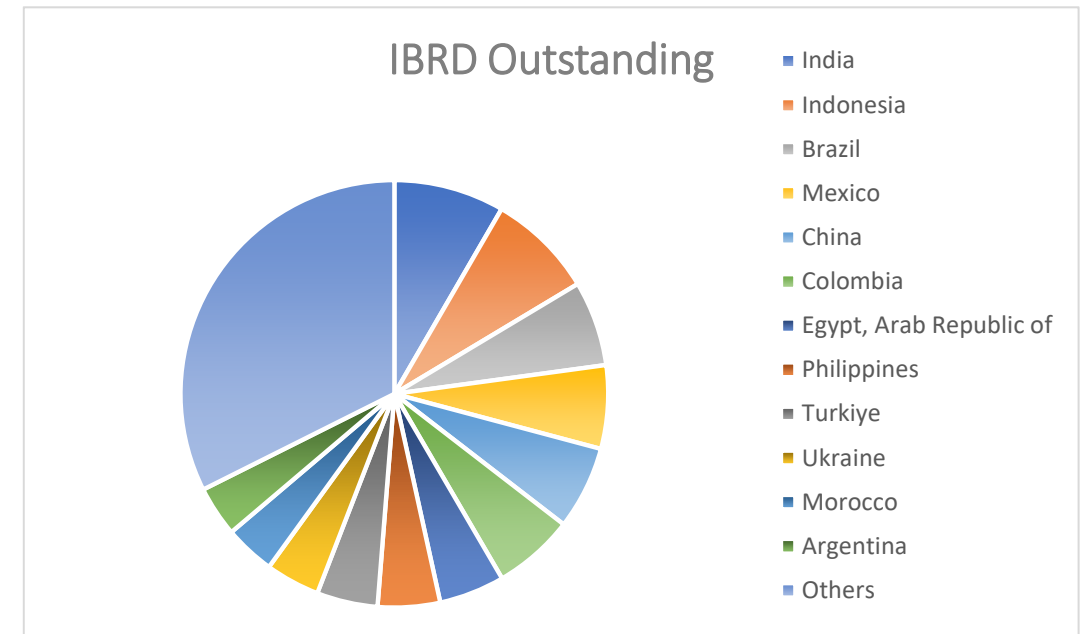
**TABLE 22 IBRD TOP COUNTRY BORROWERS, FISCAL 2022**  
MILLIONS OF DOLLARS

| COUNTRY   | COMMITMENTS | COUNTRY      | COMMITMENTS |
|-----------|-------------|--------------|-------------|
| India     | 3,986       | Türkiye      | 1,591       |
| Indonesia | 2,604       | Philippines  | 1,578       |
| Colombia  | 2,130       | Ukraine      | 1,572       |
| Morocco   | 1,830       | Angola       | 1,310       |
| Argentina | 1,795       | South Africa | 1,230       |

**TABLE 28 IDA TOP COUNTRY BORROWERS, FISCAL 2022**  
MILLIONS OF DOLLARS

| COUNTRY                       | COMMITMENTS | COUNTRY    | COMMITMENTS |
|-------------------------------|-------------|------------|-------------|
| Nigeria                       | 2,400       | Niger      | 1,728       |
| Bangladesh                    | 2,161       | Uganda     | 1,715       |
| Congo, Democratic Republic of | 2,125       | Tanzania   | 1,650       |
| Ethiopia                      | 1,904       | Mozambique | 1,287       |
| Kenya                         | 1,800       | Cameroon   | 1,120       |

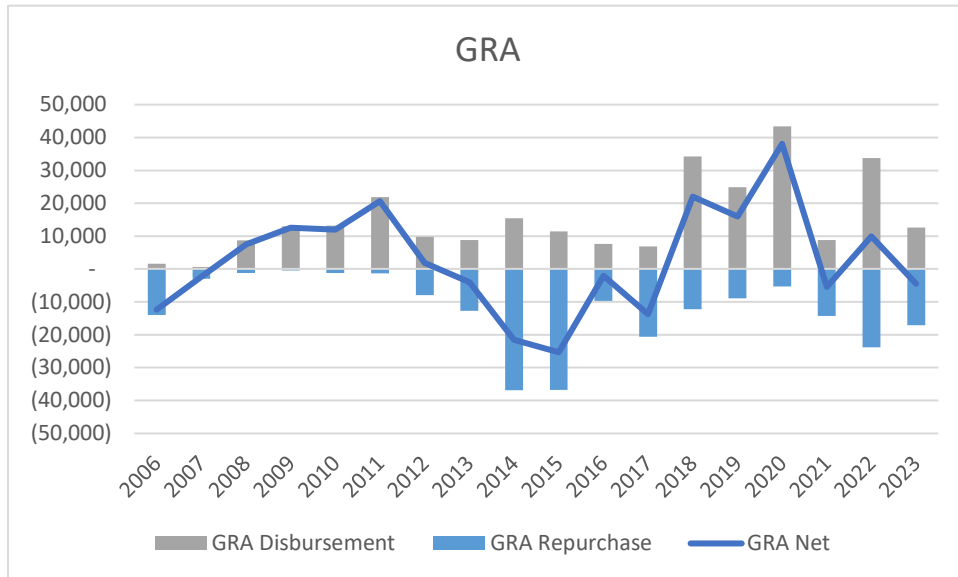
## Stock, as at end-FY2022



# IMF lending is counter-cyclical

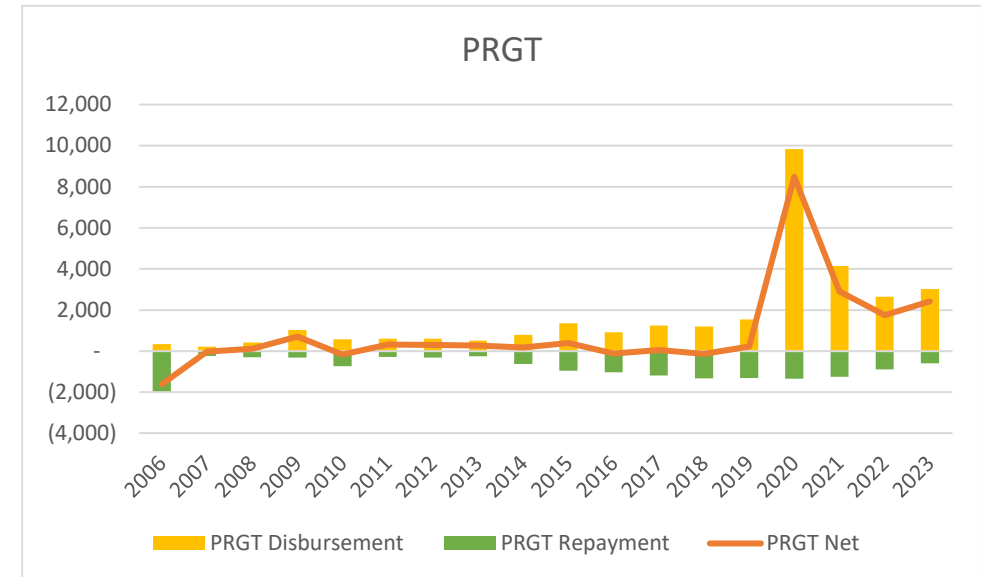
## GRA Credit

(in millions of US dollar)



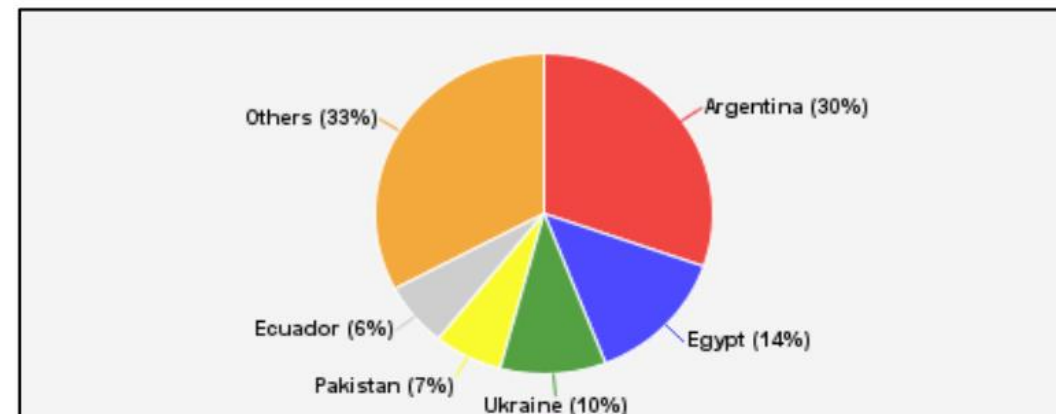
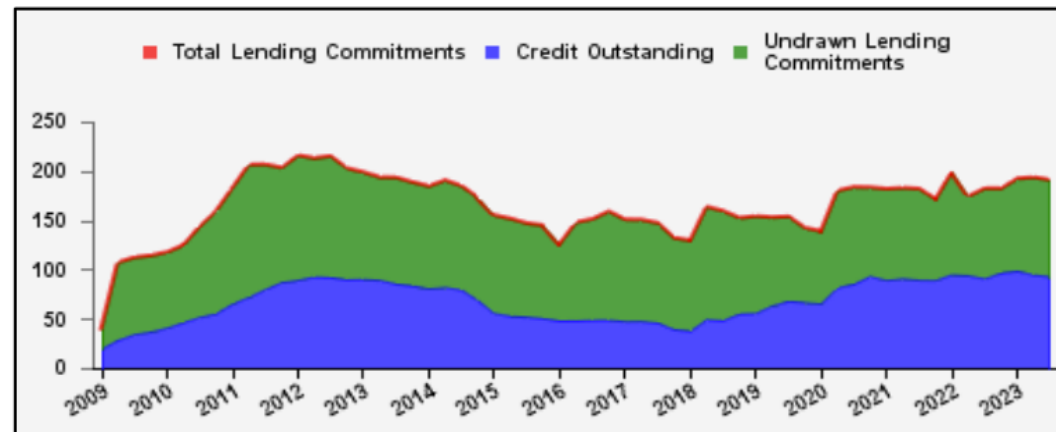
## PRGT Credit

(in millions of US dollar)

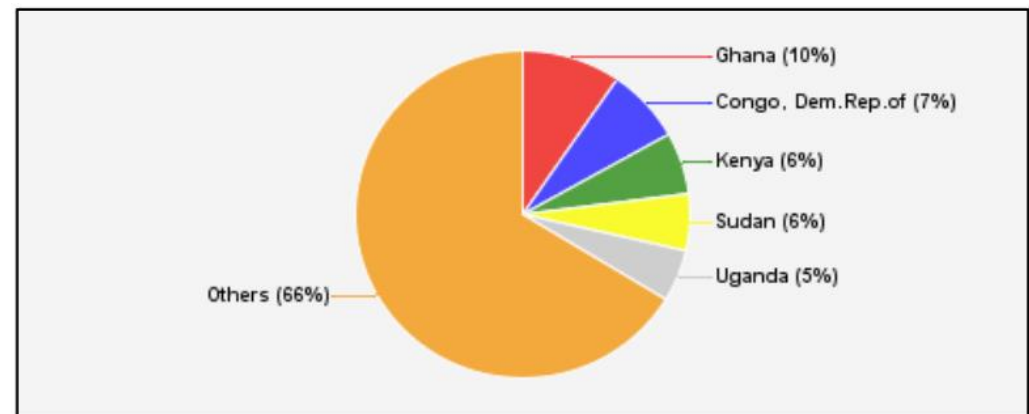
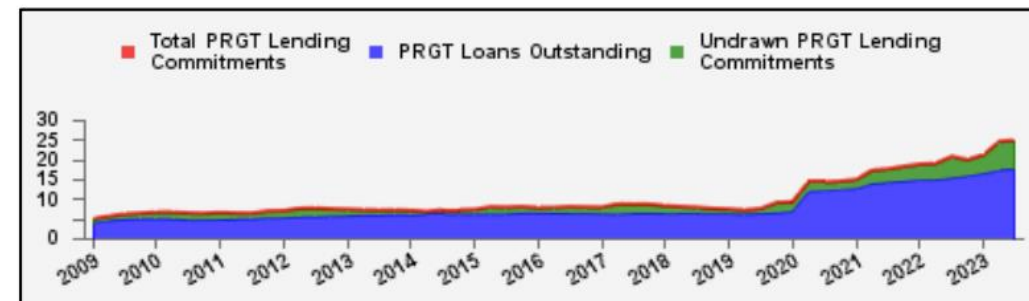


# IMF lending

**GRA US\$125 billion Outstanding**  
(In billions of SDR, as at 08/04/2023)



**PRGT US\$24 billion Outstanding**  
(In billions of SDR, as at 08/04/2023)



課題

# 課題その1 : Official Sector Creditors

- 歴史的に国が債務編成をする場合、IMFのプログラム内で行われる。
- プログラムを組むにあたり債権国のfinancing assurance (FA)が必要。
  - FAとは債権国がプログラムに沿ったDRを履行すると公約すること
  - 債務持続性が失われた中、IMFの資金が他の債権国に流出するのを防ぐため
- Staff level agreement (SLA)にたどり着いてもFAがなければ理事会にプログラムを運べない。
  - 当局は政治的に難解な政策改革を済ませても、プログラムなしで政治経済の安定が図れない
  - 時間が経つほど経済状況が悪化する
- 以前はパリクラブを通し債権国同士のコーディネーションができた。
- パリクラブ外の債権国の実績・経験がない。

# 課題その1 : Official Sector Creditors

- パリクラブに代わるG20 Common Framework(CF)を設立
- しかし実績がない
- CF枠外でも進展なし
- 債権国同士の不信(不当な負担分担をされるのではないか?)
  - First mover problem:先に動いたら損するのではないか
  - Free rider problem:待てば経済が回復し負担が少なくても済む、しかし経済回復は他者の負担分担に元づくもの
- G20主催のGlobal Sovereign Debt Roundtableの設置
- IMFのポリシーの改革

# 課題その2: Private Sector Creditors

- 民間債権者はIMFプログラムに対する拒否権を持たない
- Good faith negotiations
- Official sector creditorsに対する不信(不当な負担の分担)
- Comparability of treatmentを要求
  - どの割引率を使うのか
- IMFのDSAに対する不信
  - 国の成長率、為替、インフレ等予測が悲観的すぎるのではないか
  - State-contingent debt instrumentの役割

# 課題その3: 国内債

- テキーラ危機、アジア危機以降中進国での国内債券市場の発達
  - 低所得国でも近年急増
    - コロナ赤字ファイナンス
    - 外債市場の凍結
    - IMFプログラム要請または理事会承認の遅延
  - ソブリン銀行相互関係
    - 金融システムの安定性への懸念
  - 非居住者の投資
    - 為替、国際準備金への影響
  - 中央銀行の買いオペ
    - インフレへの影響
- ➡ 国内債の債務編成は非常に複雑

# 課題その4: 担保付き債務

- 国が財政ファイナンスに使う場合担保源と債務は無関係である
  - プロジェクトファイナンスは別
- 他の無担保でソブリンに貸す債権者に対し有利である
  - シニオリティー
  - リストラしにくい
- 国を危機に陥ることを加速させる
  - 担保のバリュエーションはプロシクリカルである
  - 資金調達ができないときにmargin callがかかる
- 世銀のnegative pledge clauseは履行されていない

# 課題その5 : State-contingent debt instrument

- upfrontに債務編成をしてしまうと、仮に経済成長率や将来の commodity priceが当初予測していたより良好だった場合負担しすぎ後悔するかもしれないので債権者は債務編成にコミットメントしたくない
- 後悔をなくすためにupside risk を債権者に渡すことで債務編成合意にたどりつく
- 国民の将来の富を債権者に渡してしまうので政治的に難しい

# まとめ

- 世界的に公的債務は高額レベルを維持される予測
- 高金利・ドル高のなか債務管理は難しくなっている
- 公的債務編成をせざるおえない途上国が増えていく模様
- 過去大多数の公的債務編成のケースはIMFプログラム下で行われている
- しかし債権者の構成の移り変わりで債務問題解決が難航している
- 債権者同士の不信、IMFの経済予測への不信、不完全な情報など課題が多々

ありがとうございました。