

# Что такое суверенный долг?

Он играет ключевую роль в мировой экономике, но сопряжен с рисками

С. М. Али Аббас и Алекс Пиенковски



**КОГДА У КОРОЛЯ АНГИИ ЭДУАРДА III** кончились деньги для финансирования Столетней войны с Францией, он обратился к банкирским семьям Флоренции. Ссуды, которые они ему дали, были чрезвычайно дорогими, и когда Эдуарду не удалось стать королем Франции, он не смог полностью погасить долг. В течение веков долг суверена стал суверенным долгом: знакомой нам сегодня многотриллионной, транснациональной, мультивалютной сетью долговых обязательств.

## Почему государства занимают деньги?

Правительства занимают деньги, чтобы расходовать средства сверх того, что они могут или хотят получить при помощи общего налогообложения. Для этого существует несколько экономических причин. Когда налоговые доходы снижаются, например, во время рецессии, правительства заимствуют средства для финансирования существующих обязательств по расходам. Это лучше позволяет обеспечить непрерывность государственных услуг, таких как школы и больницы, и означает, что правительству не приходится сокращать расходы, когда экономика и без того слаба, что может ухудшить ситуацию. Это известно как «сглаживание налогов». Правительства могут пойти еще дальше и фактически увеличить расходы или снизить налоги во время рецессии в попытке ускорить

рост. Этот «фискальный стимул» финансируется за счет выпуска суверенных долговых обязательств.

Но эти причины обычно не позволяют объяснить высокий уровень долга, наблюдаемый во многих странах. Еще один побудительный мотив заимствовать средства — инвестирование в будущее. Правительства могут занять крупные суммы, чтобы построить новую важную автомагистраль, электростанцию или систему метрополитена. Первоначальные затраты могут быть чрезвычайно высокими, поэтому погашение займов распределяется на многие годы. Но можно надеяться, что эти инвестиции будут поддерживать долгосрочный рост, оправдывая заимствования. Помимо физического капитала, правительства также могут инвестировать в человеческий капитал, например в образование и здравоохранение. И вновь долгосрочные выгоды должны превосходить издержки заимствования.

## У кого они занимают деньги?

Правительства могут быть весьма изобретательными в нахождении потенциальных кредиторов, поскольку они ищут тех, кто может взимать с них самую низкую процентную ставку. Однако выбор кредитора часто сопряжен с компромиссами. Например, правительства могут занимать деньги в своей стране или за границей. Внутреннее заимствование — у отечественных банков и компаний, управляющих активами, или непосредственно у домашних хозяйств — может быть стабильным и надежным источником финансирования. Но часто доступная сумма денег ограничена, а сроки погашения, как правило, коротки. Поэтому правительства также занимают средства на международных рынках капитала в больших объемах и обычно с более длительными сроками погашения. Однако эти рынки могут быть изменчивыми, особенно для стран с низким уровнем доходов. Может быть рискованно предполагать, что эти кредиторы всегда будут обеспечивать легко доступный источник финансирования.

Кредиты государствам также предоставляют разнообразные организации частного сектора. Компании, управляющие активами, такие как пенсионные фонды, обычно являются держателями большого объема государственного долга. Им нужны относительно надежные долгосрочные активы, соответствующие их долгосрочным обязательствам. Банки также хранят крупные суммы суверенных долговых обязательств, в особенности обязательств правительств тех стран, в которых они базируются. Но эта «связь между банками и государством» вызывала проблемы в прошлом. Например, во время кризиса суверенного долга в зоне евро в 2010–

2012 годах проблемные банки сократили финансирование, предоставляемое ими правительствам, повысив стоимость суверенных займов. Это привело к порочному кругу дальнейшего ужесточения финансовых условий, что усугубило экономический спад и проблемы в банковской системе. В настоящее время обе стороны лучше понимают эти риски.

Наконец, правительства могут заимствовать средства у других правительств или международных организаций. Нередко эта форма кредитования не мотивирована в первую очередь коммерческими целями (хотя на практике кредитор может не говорить об этом). Одно правительство может предоставлять кредиты другому для укрепления двусторонних связей. Всемирный банк или Африканский банк развития могут ссудить стране деньги, чтобы помочь построить канализационную систему, финансировать иммунизацию или реформировать энергетический сектор. А МВФ может предоставить финансирование, если страна столкнется с проблемами платежного баланса.

### Каким образом они занимают деньги?

Существуют также различные оформляемые договорами способы государственного заимствования. Одной из хорошо известных форм финансирования являются кредиты. Обычно они оформляются в двустороннем порядке или через синдикат кредиторов, а погашение часто распределяется на несколько лет. Облигации, напротив, выпускаются для приобретения сотнями или тысячами кредиторов, и полная сумма, как правило, подлежит погашению одновременно. Кроме того, существует множество нетрадиционных инструментов, с помощью которых государство может брать кредиты, но они, как правило, гораздо меньше по масштабу.

Правительства стремятся свести к минимуму стоимость своего заимствования, процентную ставку, при этом не допуская, чтобы структура их долга стала слишком рискованной. Например, для многих правительств бывает дешевле брать кредиты в долларах США или евро, чем в их собственной валюте. Но это может вызвать проблемы, если стоимость их валюты понизится, так как это увеличивает реальное бремя долга. Аналогичным образом, некоторые правительства предпочитают платить фиксированную процентную ставку по долгу, поскольку это обеспечивает стабильность издержек по обслуживанию долга. Но может быть дешевле (по крайней мере на начальном этапе) выпустить долговые обязательства, привязанные к переменной процентной ставке или инфляции потребительских цен. Однако это также может быть рискованно в случае, если эти показатели изменятся в неожиданном и неблагоприятном направлении.

Разумная структура государственного долга может способствовать поддержанию низкой стоимости суверенного заимствования в долгосрочной перспективе. Но на кредитоспособность государства и стоимость его займов влияют также многие другие факторы, такие как уровень его экономического развития, размер его финансовых рынков, история выпол-

нения им своих обязательств и уязвимость к внешним шокам, а также глобальные финансовые условия. Многие из этих факторов находятся вне контроля правительств. Агентства суверенного рейтинга и международные организации, включая МВФ, используют сложные модели, которые постоянно оценивают суверенную кредитоспособность.

### Что происходит, когда они не могут погасить долг?

Подобно людям и компаниям, государства могут испытывать трудности с погашением своего долга. Это может быть связано с тем, что они заимствовали слишком много или слишком рискованным образом, или с тем, что они пострадали от непредвиденного шока, такого как глубокая рецессия или стихийное бедствие.

В таких условиях государству необходимо реструктурировать свой долг. Но в отличие от людей и компаний, для государств не существует суда по делам о банкротстве, который может заставить должника и его кредиторов урегулировать проблему. Вместо этого проблема становится предметом переговоров: кредиторы хотят вернуть как можно больше своих денег, тогда как государство хочет восстановить «нормальный» статус на финансовых рынках, не выплачивая слишком много.

Эти реструктуризации зачастую обходятся дорого как должнику, так и кредиторам. Поэтому они происходят относительно редко. К числу хорошо известных примеров относятся Россия (1998 год), Аргентина (2005 год), Греция (2012 год) и Украина (2015 год). Издержки, как правило, бывают намного меньше, когда соглашение может быть достигнуто до наступления дефолта в результате пропуска государством платежа по своему долгу. Эти превентивные реструктуризации обычно урегулируются быстро и вызывают меньше вторичных эффектов для остальной экономики и финансовой системы. Но как только государство объявляет дефолт по своему долгу, последующий процесс реструктуризации может быть долгим и дорогостоящим.

Суверенное заимствование значительно эволюционировало со времен военных набегов Эдуарда III на Францию. Оно стало больше, сложнее, приобрело более международный характер и играет ключевую роль в мировой экономике, позволяя правительствам поддерживать экономику их стран в жизнеспособном состоянии во время рецессий и других непредвиденных шоков, а также финансировать инвестиции, повышающие производительность и рост. Но сопутствующие риски — чрезмерное заимствование и потенциальный дефолт — остаются с нами по сей день. **ФР**

**С. М. АЛИ АББАС** — советник, а **АЛЕКС ПИЕНКОВСКИ** — старший экономист в Европейском департаменте МВФ. Они также являются соредакторами книги *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners* («Суверенный долг: руководство для экономистов и практиков»).