

РАЗНЫЕ ПОДХОДЫ К ДОЛГУ

Прояснение долговой ситуации

Для восстановления экономики и предотвращения кризисов необходимо выявить скрытые обязательства и их условия

Чейла Пазарбашолу и Кармен Рейнхарт

Ввиду продолжения кризиса COVID-19 страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны оказываются в опасной ситуации, которая пробуждает воспоминания о дефолтах по долговым обязательствам прошлых лет. Несмотря на то что все страны нарастили объем задолженности для борьбы с пандемией, эти государства существенно отстают от стран с развитой экономикой по темпам восстановления. Вследствие ужесточения денежно-кредитной политики странами с развитой экономикой повышаются международные процентные ставки, что, как правило, оказывает давление на курсы валют и увеличивает вероятность дефолта. Ситуация осложняется полным отсутствием информации о величине обязательств многих стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, а также об их условиях. Если они намерены обеспечить устойчивое восстановление и ограничить риск развития кризиса, то они должны в полной мере учитывать скрытые долги как государственного, так и частного сектора.

По данным доклада МВФ «Бюджетный вестник» за октябрь 2021 года, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны сталкиваются с серьезными проблемами, имея при этом перспективы ослабления роста, ограниченные бюджетные возможности и повышенные риски рефинансирования ввиду более коротких сроков погашения государственного долга. Многие из них имеют низкую переносимость долга, в том числе вследствие своей кредитной истории и повышенной макроэкономической уязвимости. Многие оказались в кризисной ситуации при более низких уровнях

долга (рис. 1), чем преобладавшие в 2021 году (Reinhart, Rogoff, and Savastano, 2003).

Общей чертой долговых кризисов было резкое повышение уровней задолженности, которому часто способствовало значительное снижение валютного курса в странах, имеющих задолженность в иностранной валюте, а также принятие правительствами так называемых условных обязательств, накопленных государственными предприятиями, субнациональными органами государственного управления, банками или корпорациями. Поскольку такие кризисы связаны со снижением экономического роста, повышением инфляции и регрессом в борьбе с нищетой и достижении других целей в области развития, продолжительные дефолты оказывают пагубное воздействие на экономическое и социальное устройство стран-дебиторов.

Долг государственного сектора в иностранной валюте остается фактором уязвимости (хотя, возможно, и в меньшей степени, чем раньше). Ввиду устойчивого снижения валютного курса правительства могут быть вынуждены оказывать экстренную финансовую помощь частным предприятиям, которые имеют значительные обязательства в иностранной валюте. Такое оказание помощи может вызвать резкое повышение потребностей в государственных заимствованиях, как произошло во время ряда прошлых кризисов как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

Среды по суверенным облигациям стран с формирующимся рынком в среднем приблизились к уровням, существовавшим до пандемии, даже при повышении уровней государственного долга и понижении суверенных кредитных рейтингов. Однако несмотря на низкие мировые процентные ставки в прошлые десять лет, нагрузка по обслуживанию внешнего долга стран с формирующимся рынком стабильно повышалась (рис. 2) и резко возросла в 2020 году, когда упал экспорт, подскочила задолженность и ухудшились условия осуществления заимствований для многих из этих стран.

Ожидается, что мировая финансовая конъюнктура ухудшится, поскольку центральные банки в странах с развитой экономикой ужесточают политику в целях борьбы с неожиданно устойчивым инфляционным давлением. Сокращение зарубежного кредитования Китаем должно усилить эту тенденцию, поскольку Китай озабочен банкротствами в собственном секторе недвижимости и ухудшением качества многих кредитов, выданных странам с формирующимся рынком и развивающимся странам.

Кроме того, за последние двадцать лет в этих странах резко увеличилась доля внутреннего государственного долга (МВФ, 2021 год). Правительства обратились к внутренней банковской системе для удовлетворения своих потребностей в финансировании, поскольку зарубежные инвесторы ушли с рынка во время пандемии.

Рисунок 1

Переломный момент

Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах кризисы возникали при более низких, чем преобладавшие в 2021 году, уровнях долга.

(Государственный долг в процентах ВВП, 1900–2021 годы, простое среднее, 46 СФРПС)



Источники: МВФ «Перспективы развития мировой экономики»; Reinhart and Rogoff (2009).

Примечание. Пунктирными линиями отмечены четыре эпизода кризисов: 1929–1931 годы и 1980–1982 годы — начало крупных долговых кризисов в СФРПС; 2006–2008 годы — начало ГФК, от которого в первую очередь пострадали страны с развитой экономикой; и 2017–2019 годы — накопление долга в СФРПС перед пандемией COVID-19. СФРПС = страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны; ГФК = глобальный финансовый кризис.

Рисунок 2

Все выше и выше

Несмотря на низкие мировые процентные ставки в последние десять лет, нагрузка по обслуживанию внешнего долга СФРПС постоянно повышалась и резко возросла в 2020 году.

(Средние совокупные платежи по обслуживанию внешнего долга, СФРПС, в процентах товаров, услуг и первичных доходов)



Источники: Статистика по международной задолженности Всемирного банка; Reinhart and Rogoff (2009).

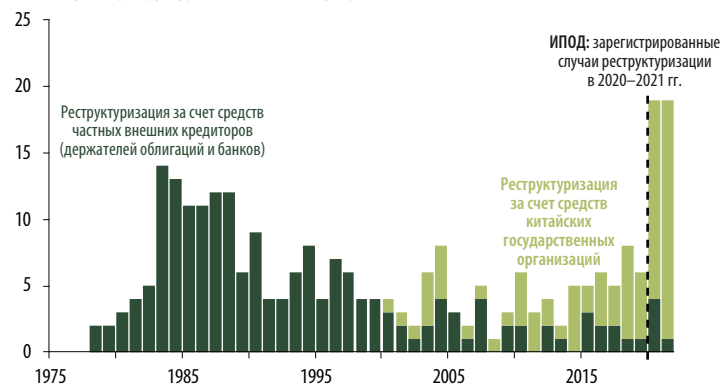
Примечание. Доля стран в состоянии дефолта от общего числа стран (193 по состоянию на 2020 год). Обслуживание долга представлено средним значением по 123 СФРПС. СФРПС = страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

Рисунок 3

Вне поля зрения

Бум скрытой задолженности привел к росту числа случаев неучтенной реструктуризации долга.

(Число случаев реструктуризации внешнего суверенного долга)



Источник: Horn, Reinhart, and Trebesch (готовится к публикации).

Примечание. На этом рисунке совмещены данные по реструктуризации проблемной задолженности за счет средств частных внешних кредиторов (держателей облигаций и банков) и за счет средств китайских кредиторов. К реструктуризации за счет средств китайских кредиторов относятся 33 случая реформирования долга странами, имевшими высокий риск долгового кризиса или находившимися в критической долговой ситуации перед введением Инициативы о приостановке обслуживания долга (ИПОД). В целях избежания смещения не учитываются 149 «символических» случаев реструктуризации небольших беспроцентных кредитов.

Увеличение долговых обязательств государства в авуарах отечественных банков стран с формирующимся рынком подразумевает, что проблемы с погашением государственного долга могут распространиться на банки, пенсионные фонды, домашние хозяйства и другие части национальной экономики.

Риски, связанные с задолженностью, являются повышенными и, скорее всего, останутся таковыми в течение нескольких лет, поскольку вследствие пандемии в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах увеличились валовые потребности в финансировании государственного сектора на постоянной основе. Многие страны исчерпали внутренние источники финансирования. Их возможности осуществлять заимствования у национальных центральных банков, к которым некоторые страны широко прибегали с начала 2020 года, будут еще больше ограничены в случае сохранения инфляционного давления. Такое развитие ситуации может привести к усилению зависимости стран с формирующимся рынком и развивающихся стран от внешнего финансирования и подвергнуть их повышенному риску внезапного прекращения внешнего финансирования. Наконец, потребности в финансировании (и уровень задолженности) имеют обыкновение оказываться выше, чем ожидается.

Непрозрачные балансы

В попытке избежать беспорядочных и затяжных дефолтов многие правительства стран-дебиторов сталкиваются с главной трудностью: их кредиторы или международные финансовые организации, которые их поддерживают, зачастую не в полной мере осведомлены об истинной величине их обязательств или их условий. В течение периода высоких мировых цен на сырьевые товары и относительного благополучия, которое продолжалось при-

мерно до 2014 года, многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны не обращались к Парижскому клубу официальных кредиторов и активно осуществляли заимствования у других стран, в частности у Китая. Значительная доля этой задолженности не была отражена в основных базах данных и осталась вне поля зрения агентств, присваивающих кредитные рейтинги. Также возросли внешние заимствования государственных или поддерживаемых государством предприятий, которые не имеют выдержанных стандартов финансовой отчетности. Бум скрытой задолженности привел к росту неучтенной реструктуризации долга (рис. 3) и скрытых дефолтов (Horn, Reinhart, and Trebesch, готовится к публикации). Сравнительно мало известно об условиях этих долговых обязательств или их реструктуризации. Как показывает прошлый опыт, отсутствие прозрачности мешает преодолению кризиса или, как минимум, задерживает его.

Отсутствие прозрачности балансов касается не только государственного сектора. Как отмечается в «Докладе о мировом развитии» 2022 года, многие страны прибегли к отказу от применения учетных и принудительных мер и гарантиям в целях сокращения последствий пандемии для экономики. Нежелательными последствиями таких мер является потенциальное увеличение числа необслуживаемых кредитов, которые пока не учитываются на балансах банков. Вследствие увеличения объема скрытых необслуживаемых кредитов в сочетании с ростом суверенных долговых обязательств усилилась так называемая связь между банками и государством, при которой финансовая устойчивость банков стала еще сильнее зависеть от устойчивости государственного сектора. Банковские кризисы и кризисы суверенного долга часто происходят в тесной последовательности (Reinhart and Rogoff, 2011). Пандемия усугубила этот «порочный круг» ввиду еще большего снижения прозрачности балансов государственного и частного сектора.

Обнаружение, прозрачность и урегулирование

Всеобъемлющая стратегия, направленная на повышение прозрачности государственного, финансового и корпоративного сектора, а также оценку и урегулирование выявленных балансовых рисков, является первым шагом как в поддержке восстановления экономики в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, так и в урегулировании проблем суверенного долга в странах, которые уже находятся в условиях кризиса. С тех пор как Группа 20-ти представила Общую основу урегулирования долга для работы с суверенными заемщиками, которые испытывают непроходящие проблемы с задолженностью, прошло больше года; до сих пор не удалось добиться реструктуризации долга ни одной страны. Как и в прошлых эпизодах, характер задержек сильно различается и зависит как от кредиторов, так и от дебиторов, и всем соответствующим заинтересованным сторонам необходимо принять экстренные меры, чтобы обеспечить эффективность Общей основы. К ним относятся прояснение шагов и сроков процессов Общей основы и приостановка платежей в счет обслуживания долга до завершения переговоров.

Долговые соглашения представляют собой важную область, в которой необходимо повысить прозрачность. Кроме стандартных условий (срок погашения, процентные ставки, валюта), основные характеристики многих долговых соглашений стран с формирующимся рынком (размер обеспечения, оговорки о «перекрестном» невыполнении условий, положения о конфиденциальности и так далее) часто не раскрываются. Объем обеспеченного внешнего государственного долга в последние годы увеличился, но точные оценки его преобладания ограничены. Зависимость от обеспеченных синдицированных облигаций и займов от частных кредиторов наблюдается в нескольких странах, включая непрозрачные соглашения с торговцами нефтью. Кроме того, некоторые свидетельства указывают на то, что многие двусторонние инфраструктурные кредиты, предоставленные Китаем, являются обеспеченными (Gelpern et al., 2021).

Как мы уже отмечали в других публикациях, прозрачность не может решить все проблемы, но она может способствовать повышению вероятности более оперативной и упорядоченной реструктуризации долга за счет формирования доверия у групп кредиторов, которое в настоящее время находится на низком уровне. Раскрывать информацию должны все кредиторы и дебиторы — многосторонние организации продолжают расширять свой охват пробелов в имеющихся базах данных, при этом формируя новые, которые являются более всеобъемлющими, и пересматривают свою политику кредитования в целях повышения требований о раскрытии информации.

Меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, а также политики в отношении финансового сектора поддерживали финансовую стабильность во время пандемии. Предстоящее сворачивание этих мер может обнаружить факторы уязвимости, которые способны привести к напряженности в банковском секторе. Своевременные меры играют важную роль и потребуют повышения прозрачности в отношении качества активов банков, в том числе открытых позиций по суверенным и условным обязательствам, посредством проверок качества активов, а также стресс-тестирования для подготовки планов на случай непредвиденных обстоятельств. Точная диагностика рисков является первым шагом к регулированию проблем и реструктуризации активов в случае необходимости.

Решение задачи посредством бесконечного переоформления кредитов, к которому часто прибегали в прошлом, — это путь к затягиванию восстановления. Когда оценки указывают на необходимость надежных планов рекапитализации или реструктуризации обязательств, их следует оперативно проводить таким образом, чтобы не вызвать значительного ухудшения долговой нагрузки на государство. Условия в некоторых странах могут потребовать вмешательства органов государственного управления, в том числе целевых программ для снижения чрезмерной задолженности в секторах домашних хозяйств и коммерческой недвижимости. Важно отметить, что во избежание «зомбификации» реструктуризация активов должна быть обусловлена рыночными факторами и поддерживаться более жесткими нормативными требованиями, в том числе в области классифика-

ции убытков по кредитам, создания резервов для их покрытия и раскрытия информации о них, а также усиленным надзором.

МВФ и Всемирный банк продолжают поддерживать программу по обеспечению прозрачности посредством распространения данных, развития потенциала и политики в области кредитования в целях оказания содействия в реструктуризации суверенного долга. В текущем пересмотре политики МВФ в области кредитования стран, которые имеют просроченную задолженность или проходят процедуру реструктуризации долга, персонал предлагает новую политику, в рамках которой МВФ сможет выделять финансирование только в случае предоставления страной всесторонней информации об объеме задолженности и условиях долговых обязательств (в совокупности) по всем кредиторам. Предполагается, что страна должна будет обеспечить такое предоставление информации независимо от того, имеется ли у нее просроченная задолженность или она стремится ее избежать.

Охват долга в *Статистике по международной задолженности* Всемирного банка значительно увеличился за последний год. В последнем выпуске были выявлены и добавлены к статистическим данным за прошлые годы не раскрытые ранее кредиты на сумму почти 200 млрд долларов США; это крупнейшее единовременное увеличение охвата долга за 50-летнюю историю публикации Всемирным банком докладов по вопросам задолженности (Horn, Mihalyi, and Nickol, 2022). Примерно 60 процентов стран с низким доходом сейчас подвержены высокому уровню риска долгового кризиса или уже находятся в критической долговой ситуации по сравнению с менее чем 30 процентами в 2015 году. Несмотря на то что эти страны испытывают особенно серьезные пробелы с прозрачностью, эти проблемы также широко распространены среди стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Риски, связанные с отсутствием оперативного устранения этих пробелов, являются значительными и быстро растут. **ФР**

ЧЕЙЛА ПАЗАРБАШОЛУ — директор Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ. **КАРМЕН РЕЙНХАРТ** — старший вице-президент и главный экономист Группы Всемирного банка.

Литература:

- Gelpern, Anna, Sebastian Horn, Christoph Trebesch, Scott Morris, and Bradley Parks. 2021. "How China Lends: A Rare Look at 100 Debt Contracts with Foreign Governments." Peterson Institute for International Economics Working Paper Series WP21-7, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, David Mihalyi, and Philipp Nickol. 2022. "Hidden Debt Revelations." Unpublished. World Bank, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. Forthcoming. "Hidden Defaults." *American Economic Review: Papers and Proceedings*, May 2022.
- International Monetary Fund (IMF). 2021. "Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt." Policy Paper 2021/071, Washington, DC.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 191 (5): 1676–706.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. 2003. "Debt Intolerance." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (Spring): 1–74.