



Во время финансового кризиса 2002 года аргентинцы были вынуждены заниматься бартером.

Как положить **КОНЕЦ** самореализующимся кризисам

Каким образом страны-должники могут избежать потери доверия, которая нередко ускоряет наступление кризиса

Даниэл Коэн

СОЗДАЕТСЯ впечатление, что финансовые кризисы, подобно вирусам, мутируют по мере появления средств, предназначенных для их разрешения. В настоящей статье исследуется изменение характера кризисов с начала 1990-х годов и выдвигается предположение о необходимости новых методов их преодоления, например, превращение МВФ в кредитора *первой* инстанции.

В 1970-х годах дефицит счета текущих операций развивающихся стран рассматривался как феномен «равновесия», который позволял этим странам беспрепятственно амортизировать агрегированные шоки. Поэтому он не вызывал большой озабоченности. Согласно этой точке зрения, платежный баланс страны представляет собой движение финансовых средств экономической единицы, которая должна жить по средствам на протяжении длительного периода времени. То есть страна берет займы при низких дохо-

дах (по сравнению с некоторым контрольным ориентиром) и погашает свой долг или создает сбережения при высоких доходах. Поэтому считалось, что избыточные мировые сбережения, созданные за счет повышения цен на нефть в 1970-х годах, с пользой вернулись в виде кредитов развивающимся странам.

Однако в 1980-х годах развивающиеся страны столкнулись с жестокой реальностью внешнего долга. Мировые процентные ставки резко возросли, и в ответ на это кредиторы сократили сроки погашения. В отличие от 1970-х годов долг стал считаться потенциально неустойчивым. В 1980-х годах большинству стран-должников со средними доходами одной за другой пришлось переоформлять свою задолженность, причем чем больше был размер долга, тем чаще он переоформлялся. Страны, долг которых достигал 200 процентов их экспорта, с 60-процентной вероятностью должны были переоформлять

его в любом конкретном году. Если долг увеличивался до 250 процентов, такая вероятность достигала 69 процентов, а если он возрастал до 300 процентов, вероятность составляла 93 процента. Учитывая эту статистику, не возникало никаких сомнений, что долг в конечном счете придется списать (см. Cohen, 1991 и 2001). Один из самых трудных вопросов этого периода заключается в том, почему понадобилось почти десять лет, чтобы прийти к такому заключению (тем не менее раннее предупреждение об этом содержится в Kenen, 1983).

Долговые кризисы нового типа в 1990-х годах

Низкий уровень процентных спредов по суверенным облигациям в 1980-х годах отражал недооценку риска банками, которые в то время были основными международными кредиторами. Вплоть до 1982 года, когда Мексика приостановила платежи по своему долгу, процентные спреды по суверенным облигациям редко превышали ЛИБОР (ставку предложения на лондонском межбанковском рынке) более чем на 200–250 базисных пунктов, так как банки в принципе не ожидали дефолта от стран. Хотя за несколько месяцев до моратория на погашение долга спреды по мексиканским и бразильским долговым обязательствам расширились, в банковской практике синдицированного кредитования в 1970-е годы (когда спреды были узкими, а средняя реальная ставка процента по суверенным займам была фактически отрицательной) и в начале 1980-х годов совершенно не учитывался опыт массовых дефолтов 1930-х годов. Кредиторы попросту не предвидели долгового кризиса 1980-х годов.

Однако в 1990-х годах излишней веры в погашение международных долгов больше не существовало. Рыночная конъюнктура стала гораздо более неопределенной и сложной: корпоративные заемщики присоединились к суверенным должникам, а вместо банковских ссудных синдикатов появились владельцы облигаций. Некоторые кризисы не были неожиданными, но некоторые — были, причем часто, в каждом конкретном случае, по веским причинам.

Как указано во вставке, большинство азиатских стран в 1997–1998 годах имели хорошие экономические показатели и узкие спреды (кризисы первого типа). Поэтому кризис, обусловленный потерей доверия, а не слабыми экономическими показателями, застал всех врасплох. Кризисы второго типа были противоположными по характеру: их ожидали, о чем свидетельствуют широкие спреды, и они были связаны с серьезными долговыми проблемами. В 1990-х годах к этой категории относились почти все латиноамериканские страны. Российский кризис (1998 год) был кризисом третьего типа. Хотя уровень задолженности номинально был низ-

ким, инвесторы осознавали политическую и экономическую нестабильность и взимали за нее высокую цену. Но главным новшеством 1990-х годов было отсутствие комбинации из высокого уровня задолженности и узких спредов, характерной для долговых кризисов стран Латинской Америки в 1980-х годах (см. верхнюю левую графу вставки). Рынки больше не оставляли без внимания крупные дисбалансы, поэтому суверенам все чаще приходилось мириться с растущими спредами, и долговое бремя становилось все тяжелее.

Как избежать самореализующихся долговых кризисов

Если крупный долг обязательно служит предпосылкой широких спредов, может ли быть справедливо обратное? Могут ли затраты на выплату высоких процентов приводить к увеличению долга и, следовательно, повышению риска и расширению спредов, формируя тем самым процесс, который может кончиться только кризисом? В 2003 году в совместном исследовании с Ричардом Портесом из Лондонской школы бизнеса мы проанализировали, в какой степени динамика долга определяется выплачиваемыми по долгу процентами, темпами роста экономики и первичным

профицитом в различных странах. Мы установили, что отсутствие доверия к стране довольно часто накладывает заметный отпечаток на динамику долга, хотя и не полностью объясняет ее; примерами служат Бразилия в 1999 году и Турция в 2000 году. Утверждалось, например, что финансовые затруднения Бразилии носили саморазвивающийся характер. Если бы Бразилия имела возможность пользоваться ставкой без поправки на риск, динамика ее долга была бы благо-

приятной, и по сути для кредиторов инвестиции в Бразилию были бы безопасными. Но при спреде с поправкой на риск они стали крайне рискованными.

Интуитивное логическое объяснение самореализующихся долговых кризисов довольно простое: сознание того, что страна представляет большой риск, приводит к расширению спредов, что, в свою очередь, увеличивает бремя обслуживания долга, создавая эффект «снежного кома», конечным результатом которого является долговой кризис. Поскольку дефолт и последующие финансовые потрясения снижают возможности погашения долга страны, кредиторы, предполагая, что им ничего не заплатят, сами создадут кризис и действительно ничего не получат. Кризисы сбываются сами собой, потому что реакция инвесторов на предполагаемый риск уменьшает возможности страны по погашению долга. Вероятность таких кризисов меньше в случае корпоративного долга, когда вместо экономического бедствия, которое дорого обходится, дефолт сводится, например, лишь к смене руководства фирмы.

Долговые кризисы 1990-х годов

В отличие от 1980-х годов, ни один из долговых кризисов 1990-х годов не был связан с высоким уровнем задолженности и узкими спредами.

	Высокий уровень задолженности	Низкий уровень задолженности
Узкий спред	Примеры отсутствуют	Первый тип: страны Азии
Широкий спред	Второй тип: страны Латинской Америки в 1990-е годы	Третий тип: Россия

Источник: Cohen and Portes (2003).

С помощью этой аналогии можно показать, что эффективный механизм урегулирования долга позволяет устранить риск самореализующегося долгового кризиса (Cohen, 2003). В основе этого предложения лежит простая интуиция. Самореализующиеся долговые кризисы обусловлены тем фактом, что прямой дефолт приводит к ухудшению экономических детерминантов, поддерживающих потенциал погашения долга. Если вместо этого применять эффективные процедуры урегулирования долга, принятые долговые обязательства не влияют на экономические детерминанты, и риск самореализующегося кризиса исчезает. Это теоретически показывает преимущества эффективного механизма урегулирования долга. Он не только снижает издержки кризиса, но может также в принципе предотвратить кризис доверия. Этот вопрос находился в центре разгоревшейся в середине 1990-х годов горячей полемики относительно суда по банкротству и необходимости положений о коллективных действиях (см. описание эволюции этой идеи в работе Rogoff and Zettelmeyer, 2003).

Кредитор первой инстанции?

Каким образом страна может вырваться из ловушки самореализующегося долгового кризиса, когда он наступает (то есть если кредиторы сомневаются, что можно найти эффективное решение в случае возникновения кризиса)? Бразилия пытается указать правильный путь. Демонстрируя свою готовность обслуживать долг, несмотря на широкие спреды, она надеется убедить кредиторов в своей надежности. Такое поведение было логически обосновано в работе Cole and Kehoe (2000). Страна может решить, несмотря на невыгодные условия кредиторов, сократить свой долг, чтобы выбраться из «опасной зоны», где возможны самореализующиеся кризисы. Будет досадно, если эта попытка не удастся лишь из-за нехватки времени. Именно исходя из такого поведения мы в нашей совместной работе с Портесом поддержали идею о кредиторе *первой* инстанции.

Вот в чем состоит суть этой идеи. Государство-член МВФ должно заранее принять на себя обязательство соблюдать «режим кредитоспособности» (аналогичный режиму фиксированного валютного курса), который препятствует увеличению ее долга до экономически неприемлемого уровня. Такой режим дает стране возможность начать действовать до возникновения эффекта «снежного кома», поскольку процесс накопления долга занимает время и, следовательно, он предоставляет дополнительное время до того, как ситуация станет по-настоящему взрывоопасной.

Ради простоты предположим, что страна берет займы при спредах не более 300–400 базисных пунктов (контрольный уровень можно было бы установить с учетом среднего значения по странам с формирующимся рынком). Обязательство страны соблюдать такой режим означает, что она предпримет все необходимые меры по снижению своей задолженности до уровня, сопоставимого с уровнем процентных ставок. На раннем этапе — пока у этой страны еще есть доступ к мировым финансовым рынкам — она могла бы заключить соглашение о программе с МВФ, который мог бы предоставить ей необходимые ресурсы на время реализации программы. Если режим заслуживает доверия — другими словами, если инвесторы убеждены, что ставки никогда не поднимутся выше заданного уровня, — самореализующийся кризис исключен, так как механизм «координирует» ожидания на низком уровне. Кроме того, и это, видимо, гораздо

важнее, такой режим обязывает страну проводить осмотрительную стратегию. Страна не поддается широко распространенному соблазну позволять проблемам разрастаться, откладывая их решение на будущее, и, таким образом, избегает риска вызвать кризис доверия, с которым было бы трудно справиться.

Заключение

Способ урегулирования долгового кризиса можно кратко изложить следующим образом. Если долг очень велик и его нужно списать, необходима «стрижка» — сокращение основной суммы долга, которая будет выплачена кредиторам. «Стрижки» были неизбежны в 1980-х годах, став частью инициативы Брейди в отношении долговых обязательств (хотя на признание этого факта ушло слишком много времени), и они обычно ассоциируются с режимом банкротства. В настоящее время такой режим не применим к суверенным государствам. Если только огромная экстренная помощь может защитить страну от потери доверия, как это было в Мексике в 1995 году и в странах Азии в 1997 году, большая помощь необходима. Для оказания серьезной экстренной помощи требуется кредитор последней инстанции, однако представляется, что поручение этой роли МВФ не встречает достаточной поддержки.

Если страна намерена принять меры для восстановления доверия, даже если она все еще имеет доступ к финансовым рынкам, МВФ мог бы помочь выиграть время при помощи ликвидных денежных средств и программы — другими словами, он мог бы служить кредитором *первой* инстанции. В отличие от предыдущих двух случаев, эта задача, по нашему мнению, не выходит за пределы полномочий МВФ. ■

Настоящая статья основана на совместной работе автора с Ричардом Портесом (Cohen and Portes, 2003). Она была завершена в период временной работы автора в Исследовательском департаменте МВФ.

Даниэл Коэн — профессор в Ecole normale supérieure и директор Центра Сепремар (Centre d'études prospectives d'économie mathématique appliquée à la planification). Он также является научным советником Центра по проблемам развития ОЭСР и научным сотрудником Центра исследований по экономической политике.

Литература

- Calvo, Guillermo, 1988, "Servicing the Public Debt: the Role of Expectations," *American Economic Review*, Vol. 78 (September), pp. 647–61.
- Cohen, Daniel, 1991, *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 2001, "The HIPC Initiative: True and False Promises," *International Finance*, Vol. 4 (Winter), pp. 363–80.
- , 2003, "How to Avoid Self-fulfilling Debt Crises" (unpublished; Paris: Ecole normale supérieure).
- , and Richard Portes, 2003, *Crise souveraine: entre prévention et résolution, Conseil d'Analyse Economique, Rapport 43* (Paris: Documentation française).
- Cole, Harold, and Timothy Kehoe, 2000, "Self-fulfilling Debt Crises," *Review of Economic Studies*, Vol. 67 (January), pp. 91–116.
- Fischer, Stanley, 1999, "Reforming the International Financial System," *Economic Journal*, Vol. 109 (November), pp. 557–76.
- Kenen, Peter B., "Third-World Debt: Sharing the Burden," *New York Times*, March 6, 1983.
- Rogoff, Kenneth, and Jeromin Zettelmeyer, 2003, "Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001," *IMF Staff Papers*, Vol. 49 (September), pp. 470–507.