

ПАНДЕМИЯ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

Новые меры должны быть предприняты для урегулирования проблем суверенного долга

Джерми Бьюлоу, Кармен Рейнхарт, Кеннет Рогофф и Кристоф Требеш



ИЛЛЮСТРАЦИЯ: ISTOCK/RIDALL30

Пандемия COVID-19 значительно расширила список развивающихся стран и стран с формирующейся рыночной экономикой, оказавшихся в тяжелой долговой ситуации. Над некоторыми из них уже неминуемо навис кризис. Для многих других стран, вероятно, лишь исключительно низкий уровень процентных ставок в мире сдерживает наступление момента расплаты. Число дефолтов повышается, и потребность в реструктуризации долга возрастает. Однако на пути урегулирования проблем долга могут возникнуть новые сложности, если правительства и многосторонние кредиторы не создадут более эффективные инструменты для преодоления волны реструктуризации.

МВФ, Всемирный банк и другие многосторонние организации предприняли оперативные меры, выделив странам финансовые средства, крайне необходимые в условиях пандемии, поскольку вместе со снижением уровня деловой активности резко упали доходы государств, а потоки частного капитала внезапно прекратились (см. рис. 1). В дополнение к предоставленным многосторонними организациями новым займам кредиторы Группы 20-ти (G-20) ввели в отношении беднейших стран мира мораторий на выплату задолженности. Они призвали частных кредиторов последовать их примеру, но их призывы не принесли особого успеха.

До сих пор пандемический шок затронул лишь беднейшие страны мира и не вылился в полномасштабный кризис задолженности в странах с формирующимся рынком со средним уровнем дохода. Отчасти благодаря благоприятной ситуации с ликвидностью в мире, обеспечиваемой за счет широкой поддержки со стороны центральных банков в развитых странах, отток частного капитала замедлился, и у многих стран со средним уровнем дохода сохранилась возможность заимствования средств на мировых рынках капитала. По данным МВФ, за первое полугодие 2020 года правительства стран с формирующимся рынком выпустили долговые обязательства в твердой валюте на сумму 124 млрд долларов, причем две трети заимствований пришлось на второй квартал.

Однако причины для беспокойства в отношении устойчивого доступа стран с формирующимся рынком к рынкам капитала сохраняются. Наиболее опасный период, возможно, еще впереди. Первая волна пандемии еще не закончилась. Опыт пандемии гриппа 1918 года свидетельствует о том, что сохраняется возможность еще более тяжелой второй волны, особенно в том случае, если широкую доступность эффективной вакцины удастся обеспечить лишь к середине 2021 года (или

еще позже). Даже при наиболее благоприятном сценарии развития событий будут сохраняться препятствия в сфере международного сообщения, а неопределенность среди потребителей и в деловых кругах, вероятно, останется на высоком уровне. Уровень бедности в мире резко возрос, и по окончании кризиса многие граждане не смогут вернуться к работе. Страны с развитой экономикой также продолжают испытывать новые последствия кризиса в политической сфере. Недовольство глобализацией, которое начало нарастать еще до пандемии COVID-19, может усилиться.

Хотя правительствам многих стран с формирующимся рынком удалось увеличить заимствование в национальной валюте, коммерческие предприятия продолжали накапливать задолженность в иностранной валюте. Находясь под значительным давлением, правительства стран с формирующимся рынком, вероятно, будут вынуждены оказать экстренную финансовую помощь ведущим национальным корпорациям, как это сделали США и Европа.

Помимо резкого сокращения частного финансирования, в этом году ожидается более чем 20-процентное снижение объема денежных переводов, совершаемых работающими за границей гражданами стран с формирующимся рынком. В то же время потребности в заемных средствах резко возросли, поскольку страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны борются с теми же бюджетными трудностями, что и страны с развитой экономикой. Необходимо укреплять системы здравоохранения и оказывать поддержку гражданам, чья жизнь оказалась затронута в наибольшей степени. По мере увеличения ущерба экономике стран потребности в заемных средствах будут продолжать расти.

Увеличение давления на бюджет сопровождается новой волной понижения рейтингов суверенного долга, превосходящей пиковые значения предыдущих кризисов (см. рис. 2). Этот тренд сохраняется даже несмотря на смягчение условий кредитования центральными банками крупнейших развитых стран. Операции по покупке корпоративных облигаций, проводимые центральными банками с целью оказания поддержки местным компаниям в странах с формирующимся рынком и в развивающихся странах, также отрицательно сказались на их кредитных рейтингах.

История показывает, что страны нередко могут продолжать получать займы даже при высоком риске дефолта. Анализ 89 эпизодов дефолта с 1827 по 2003 год показывает, что в преддверии дефолта типичным является существенное увеличение объема как внешних, так и внутренних заимствований (Reinhart and Rogoff, 2009). Можно надеяться, что на этот раз ситуация

сложится иначе, однако существующий опыт не внушает оптимизма.

В условиях высоких, синхронизированных потребностей в финансировании, имеющих в большом числе стран, одновременно назревает растущая потребность в реструктуризации долга в количествах, не наблюдавшихся со времен долгового кризиса 1980-х годов. Официальные кредиторы должны быть готовы к принятию необходимых мер.

При этом им будут препятствовать две тенденции, установившиеся независимо от кризиса пандемии COVID-19. Назовем их «уже имеющимися заболеваниями».

Во-первых, частным кредиторам все чаще удается получить непомерно большую долю погашения задолженности при реструктуризации долга. Хотя в теории официальный сектор считается привилегированным кредитором, имеющим приоритет перед частным сектором, значительная часть исторического опыта свидетельствует об обратном.

Во время кризиса задолженности 1980-х годов в странах с формирующимся рынком частным кредиторам удавалось достаточно успешно выводить свои средства, в то время как официальные кредиторы продолжали увязать все глубже (Bulow, Rogoff, and Bevilacqua, 1992). Похожая ситуация наблюдалась во время европейского долгового кризиса, в ходе которого инвесторы понесли некоторые убытки в Греции; при этом им удалось вывести немалую часть своих средств, выплатам которых способствовало крупномасштабное кредитование со стороны правительств стран зоны евро (Zettelmeyer, Trebesch, and Gulati, 2013). Данная закономерность прослеживается на протяжении двухсотлетней истории частного и официального кредитования: когда частные инвесторы сокра-

щают финансирование, на помощь нередко приходят официальные кредиторы (Horn, Reinhart, and Trebesch, 2020, ссылака на рис. 1).

Результаты недавно проведенного анализа, в ходе которого были сопоставлены размеры убытков («стрижек»), понесенных официальными и частными кредиторами, вызывают дополнительные сомнения в предполагаемой приоритетности кредитов официального сектора (Schlegl, Trebesch, and Wright, 2019).

Эти результаты не должны вызывать удивления. Ведь правительства исторически предоставляют защиту отечественным кредиторам, ссужающим средства иностранным заемщикам (в случае Греции в качестве примера можно привести североевропейские банки), и в то же время заинтересованы в поддержании стабильности и социального благополучия в стране-заемщике. Такой альтруизм, в свою очередь, ослабляет позицию официального сектора на переговорах, в особенности по отношению к частным кредиторам. В результате официальные кредиторы могут быть вынуждены решать проблему в одиночку, взяв на себя большую часть убытков, даже если изначально доля непогашенного долга таких кредиторов была незначительной, как в случае Греции.

Еще одна проблема связана с применением новой тактики несогласия и судебной тяжбы со стороны частных инвесторов, направленной на противодействие крупномасштабному списанию и реструктуризации долга. По мере того, как количество случаев реструктуризации долга сокращается, среди них увеличивается доля случаев, связанных с судебными исками (см. рис. 3, взятый из работы Schumacher, Trebesch, and Enderlein, 2018;). Хотя полностью объяснить успехи частного сектора в получении максимальной доли при реструктуризации долга этим фактом нельзя, он все же вызывает обеспокоенность.

Вторым «уже имеющимся заболеванием» является затяжной характер долговых кризисов. Во время долгового кризиса 1980-х годов бывший председатель Ситибанка Уильям Роудс произнес свои ставшие известными слова: «Ввести мораторий на выплату задолженности легко. Трудно его отменить».

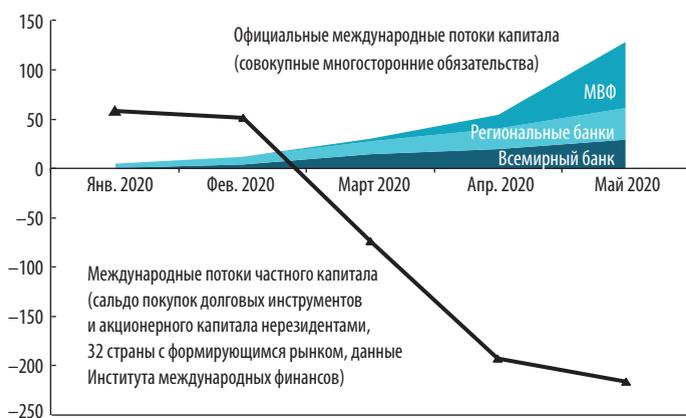
На преодоление эпизода дефолта в среднем уходит семь лет, и при этом, как правило, имеют место несколько раундов реструктуризации (см. рис. 4). К сожалению, реструктуризация долга может превратиться в игру с торгом, в которой страна-должник зачастую (не без оснований) готова принять более высокую задолженность в будущем в обмен на более низкие выплаты в настоящем, с полным намерением затем снова реструктурировать долг по мере необходимости. Отсрочки также помогают обеим сторонам в ведении переговоров о более крупных вливаниях средств от официальных кредиторов (Bulow and Rogoff, 1989). А кредиторы зачастую готовы неоднократно возобновлять (или «продолжить») кредит ради временного улучшения картины своего баланса. При наименее благоприятном развитии событий кризис пандемии COVID-19 может привести к очередному «потерянному

Рисунок 1

Многосторонняя экстренная поддержка

Оперативное финансирование, предоставленное многосторонними организациями, помогло компенсировать падение государственных доходов и отток частного капитала.

(В миллиардах долларов)



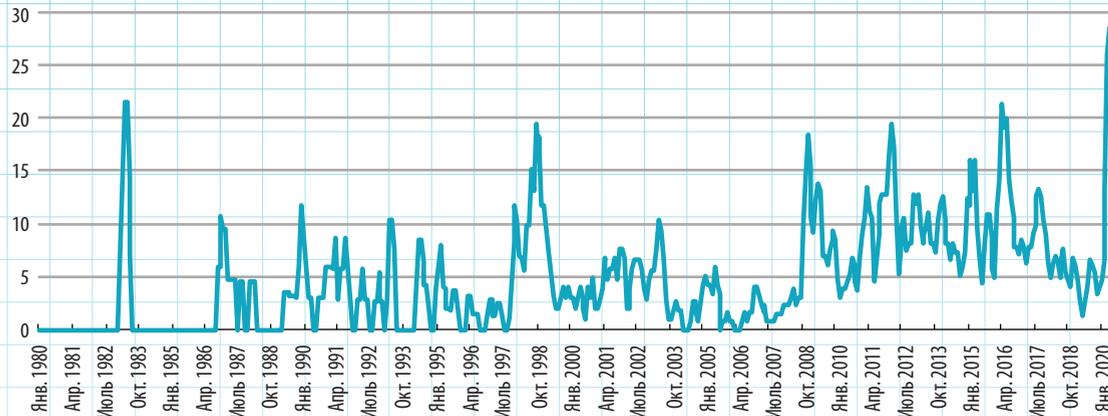
Источник: Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christian Trebesch. 2020. "Coping with Disasters: Two Centuries of International Official Lending," NBER Working Paper 27343, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Рисунок 2

Понижение рейтингов суверенного долга

Волна понижения рейтингов 2020 года превзошла пиковые значения предыдущих кризисов.

(Суммы долевых значений понижения рейтингов суверенного долга за трехмесячный период, 1980–2020 годы)



Источники: Fitch, Moody's, Standard and Poor's и Trading Economics.

десятилетию» в развитии и длительным задержкам в урегулировании долга.

Какие меры могли бы предпринять правительства и многосторонние кредиторы для того, чтобы новое финансирование приносило пользу гражданам стран-должников, пострадавших от пандемии, а не пополняло карман кредиторов? И как сделать реструктуризацию долга более целесообразной? Предлагаем три практические идеи:

- *Повышение прозрачности данных о задолженности и долговых контрактах*

Крайне важно, чтобы Всемирный банк, МВФ и Группа 20-ти продолжали настаивать на повышении прозрачности статистики долга.

Одно из новых, серьезных осложнений, возникающих при оценке внешней задолженности многих развивающихся стран, связано с Китаем, который в последние годы стал крупнейшим кредитором, предоставляющим средства на двусторонней основе. К сожалению, предоставляемые Китаем кредиты зачастую сопровождаются оговорками о неразглашении, и установить полную картину о них не удастся. В случае кризиса задолженности наличие более подробных данных о сумме кредитов, предоставленных кредиторами частного сектора, могло бы способствовать более эффективному ведению переговоров между кредитором и должником и позволить как кредиторам, так и правительствам определять, какие облигации подвержены риску применения тактики несогласия или судебной тяжбы. Так, всеобъемлющая инициатива по повышению прозрачности могла бы предусматривать полное раскрытие информации о держателях суверенных облигаций, а также свопах кредитного дефолта, способных мгновенно изменять состав кредиторов. Информация об участвующих сторонах и суммах задолженности

позволила бы международному сообществу и гражданам пострадавших стран более эффективно отслеживать, как ограниченные ресурсы используются во время кризиса. Счета самой страны необходимо сделать более комплексными, повысив качество данных о внутреннем долге и долге государственных предприятий. Все более важное значение приобретает также учет пенсионного бремени, о чем наглядно свидетельствуют недавно предпринятые меры по урегулированию проблемы долга в Детройте и Пуэрто-Рико.

- *Реалистичные экономические прогнозы, учитывающие риски снижения темпов роста*

Реалистичные прогнозы темпов экономического роста необходимы во избежание недооценки краткосрочных потребностей страны в финансировании и переоценки ее потенциала по обслуживанию долговых обязательств. Историк МВФ Джеймс Боутон отмечал, что на протяжении большей части долгового кризиса 1980-х годов сохранялись чрезмерно оптимистичные ожидания в отношении экономического роста, в особенности в Латинской Америке. Реалистичные прогнозы, которые, в частности, учитывают уязвимость стран с высокой задолженностью, могут ускорить урегулирование любого кризиса. Раннее выявление неплатежеспособности и ситуаций, в которых необходимо списание крупных сумм, не гарантирует ускоренного урегулирования, но является шагом в этом направлении.

- *Новое законодательство в поддержку упорядоченной реструктуризации суверенного долга*

Принятие правовых мер в юрисдикциях, определяющих регулирование международных облигаций (в этом отно-

Рисунок 3

Юридические риски

С судебными исками связана растущая доля случаев реструктуризации суверенного долга.



Источник: Schumacher, Julian, Christoph Trebesch, and Henrik Enderlein. 2018. "Sovereign Defaults in Court." CEPR Discussion Paper 12777, Centre for Economic Policy Research, London.

Примечание: С.м. за 5 л. = среднеемесячная за пять лет.

со значительной скидкой. В 2010 году Соединенное Королевство приняло такой закон в отношении стран, участвующих в Инициативе по облегчению бремени долга бедных стран с высоким уровнем задолженности (ХИПК), а Бельгия в 2015 году приняла так называемый Закон по противодействию фондам-хищникам, который не позволяет полагающимся на судебные иски кредиторам блокировать платежи через систему Euroclear. Это также активизировало бы разработку законодательства о реструктуризации по решению большинства, которое позволило бы государству и квалифицированному большинству кредиторов достичь соглашения, обязательного для всех кредиторов, к которым применима реструктуризация.

Глобальная пандемия — это такой вид шока, с которым мир сталкивается раз в столетие и который заслуживает щедрого отклика со стороны официальных и частных кредиторов по отношению к странам с формирующимся рынком и развивающимся странам, включая меры по сохранению мировой системы торговли и помощь странам в преодолении проблем задолженности.

Поддержка должна предоставляться независимо от того, какой прогресс может быть достигнут в сфере совершенствования урегулирования долга. Однако для того, чтобы граждане страны-должника получили максимально возможный объем помощи, необходимо обеспечить равные условия и справедливое распределение бремени между кредиторами, в особенности между официальными и частными кредиторами. Чем больше официальной помощи и льготных кредитов будет направлено в поддержку нуждающихся граждан во всем мире, и чем меньше — на выплату задолженности неуступчивым кредиторам, тем лучше. **ФР**

Джереми Бьюлоу — профессор экономики фонда Ричарда А. Степпа в Стэнфордской школе бизнеса; **Кармен М. Рейнхарт** — вице-президент и главный экономист Группы Всемирного банка; **Кеннет Рогофф** — профессор государственной политики и экономики фонда Томаса Д. Кабота в Гарвардском университете; **Кристоф Требеш** — профессор международных финансов Кильского института мировой экономики.

Литература

Bulow, Jeremy, and Kenneth Rogoff. 1989. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt." *Journal of Political Economy* 97 (February): 155–78.

———, and Afonso Bevilacqua. 1992. "Official Creditor Seniority and Burden Sharing in the Former Soviet Bloc." *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 195–222. Washington, DC: Brookings Institution.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Schlegl, Matthias, Christoph Trebesch, and Mark L. J. Wright. 2019. "The Seniority Structure of Sovereign Debt." NBER Working Paper 25793, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

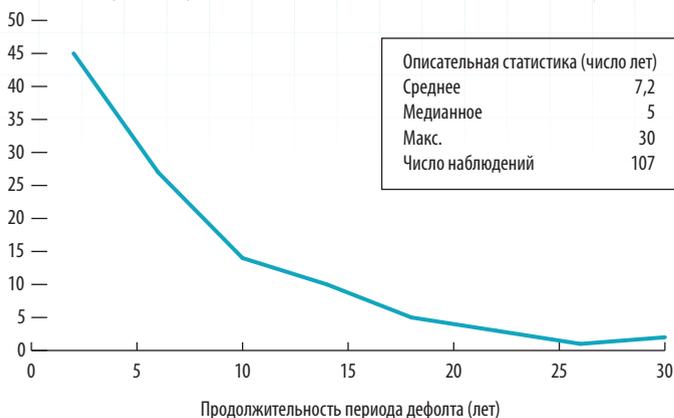
Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch, and Mitu Gulati. 2013. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy." *Economic Policy* 28 (75), 513–63.

Рисунок 4

Длительные процессы урегулирования суверенной задолженности

Процедуры дефолта продолжают в среднем более семи лет.

(количество периодов дефолта, 1970–2015 гг.)



Описательная статистика (число лет)

Среднее	7,2
Медианное	5
Макс.	30
Число наблюдений	107

Источник: Meyer, Josefin, Carmen M. Reinhart, Christoph Trebesch, and Clemens von Luckner. 2020. "Serial Sovereign Debt Restructurings and Delay: Evidence from the 1930 and 1980s Default Waves." Unpublished, Harvard University, Cambridge, MA.

шении Нью-Йорк и Лондон — важные, но не единственные юрисдикции) или в которых производится обработка платежей, могут способствовать более упорядоченной реструктуризации за счет обеспечения более равных условий между суверенными должниками и кредиторами. Так, на законодательном уровне могут устанавливаться максимальные пределы сумм, которые могут быть получены при продаже государственных облигаций, приобретенных