

Что такое устойчивость долговой ситуации?

Оценка безопасного для экономики уровня долга включает много факторов

Даля Хакура



СОВЕРШАЯ ЗАИМСТВОВАНИЯ, страны принимают на себя долговые обязательства. Заимствования могут обеспечить странам возможность финансировать важные программы и проекты в области развития, но при злоупотреблении ими погашение задолженности может сильно обременить финансовую систему страны, что в худшем случае приведет к дефолту.

В последние годы повышенный уровень долга в странах с низкими доходами и формирующимся рынком вызывает опасения относительно способности стран справляться с такими уровнями задолженности. COVID-19 увеличивает необходимость расходов, поскольку страны стараются сократить последствия кризиса для здоровья людей и экономики. Возникающий в итоге рост уровня государственного долга, скорее всего, усилит дилемму между выполнением важных задач в области развития и сдерживанием факторов уязвимости долговой ситуации.

Когда долговая ситуация считается устойчивой

Долговой инструмент представляет собой финансовое требование о выплате дебитором процентов, основной суммы долга или и того, и другого кредитору в будущем. Страны принимают долговые обязательства перед широким кругом кредиторов, включая частных держателей облигаций, банки, другие страны и их официальные кредитные учреждения, а также многосторонних кредиторов, таких как Всемирный банк.

Уровень государственного долга страны считается устойчивым, если правительство в состоянии выполнить все свои текущие и будущие платежные обязательства, не прибегая к чрезвычайной финансовой помощи или не объявляя дефолт. Аналитики изучают возможность реализации мер политики, необходимых для стабилизации уровня долга, и их соответствие поддержанию потенциального темпа экономического роста или развития. Когда страны

осуществляют заимствования на финансовых рынках, важное значение также приобретают риски, связанные с рефинансированием.

Определение государственного долга меняется в зависимости от его цели. Широко используемое узкое определение государственного долга распространяется на бюджетное центральное правительство. Более широкое определение включает сектор государственного управления (бюджетное центральное правительство, региональные и местные органы управления, внебюджетные единицы и фонды социального обеспечения).

Самое широкое определение долга государственного сектора включает сектор государственного управления с государственными нефинансовыми организациями и государственными финансовыми организациями, включая центральный банк. Оно также охватывает долг, гарантированный государством (долг, который не принадлежит государственному сектору, но который он обязан покрывать), и внешний государственный долг (долговые обязательства, которыми владеют нерезиденты страны).

Для правильной оценки устойчивости долговой ситуации в стране важно учитывать все виды задолженности, представляющие риск для государственных финансов страны.

Рассмотрение понятия *государственного* долга только в узком определении может обернуться его неожиданным увеличением. Например, если убыточное государственное предприятие не может обслуживать свой долг, его бремя в конечном итоге падает на центральное правительство, поскольку такой долг *гарантирован государством*, что ведет к неожиданному ослаблению устойчивости долговой ситуации страны.

В странах с развитой экономикой и формирующимся рынком анализ устойчивости долговой ситуации часто сконцентрирован на центральном правительстве, хотя и не только на нем. Однако в странах с низкими доходами стандартом является практически полный анализ как *государственного*, так и *гарантированного государством* долга.

Также важное значение имеют держатели государственного долга. Оценки устойчивости долговой ситуации, которые осуществляют МВФ и Всемирный банк, проводятся в отношении как внутреннего, так и внешнего долга государственного сектора. Однако агентства, оценивающие суверенный кредитный рейтинг, которые уделяют основное внимание риску развития долгового кризиса, обычно сконцентрированы на внешнем рыночном долге государственного сектора.

Чем хорош долг

Как отмечено выше, государственный долг является одним из способов привлечения денежных средств на цели раз-

вития. Есть и другие способы мобилизации финансирования, такие как увеличение внутренних доходов, повышение эффективности расходов, сокращение коррупции и улучшение делового климата. Однако реализация этих мер требует времени и может оказаться недостаточной.

Страны должны быть готовы поддерживать устойчивость долговой ситуации и следить, чтобы она не угрожала экономическому росту и стабильности. Неустойчивая долговая ситуация может привести к долговому кризису, когда страна не может выполнять свои финансовые обязательства и требуется реструктуризация долга. Вследствие дефолтов страны-заемщики могут лишиться доступа на рынок и столкнуться с повышением стоимости заимствования в дополнение к негативному влиянию на экономический рост и инвестиции.

Особого внимания стран, рассматривающих вопрос о принятии новых долговых обязательств, заслуживают три соображения.

- Новое заимствование должно быть согласовано с планом бюджетных расходов и бюджетного дефицита. Осуществлять новое заимствование следует осторожно, чтобы сохранить устойчивую траекторию государственного долга.
- Страны должны применять комплексный подход и сопоставлять доход от сокращения долга с издержками накопления задолженности. Долг, с помощью которого покрывается финансирование продуктивных социальных и инфраструктурных расходов, может привести к росту доходов, которые в конечном итоге покроют затраты на обслуживание долга и помогут обеспечить баланс рисков устойчивости долговой ситуации.
- Страны должны предпринимать усилия по совершенствованию отчетности и статистики по задолженности в контексте всесторонних среднесрочных стратегий управления долгом. Статистика задолженности должна максимально широко отражать государственный и гарантированный государством долг, включая долг государственных предприятий. Предоставление этих данных кредиторам может способствовать формированию ответственного подхода к кредитованию.

Какой уровень является чрезмерным?

Несколько факторов определяет, какой объем долговых обязательств страна может взять на себя, прежде чем бремя долга станет слишком велико. Долговой потенциал страны зависит от ряда факторов, который включает качество институциональной среды, потенциал для управления долгом, меры политики и основные макроэкономические показатели. Долговой потенциал страны со временем может меняться, поскольку на него также влияют глобальные экономические условия.

Основы, используемые МВФ для оценки устойчивости долговой ситуации в странах с низкими доходами и странах с доступом на рынки капитала, учитывают долговой потенциал конкретных стран. Оценки рассчитаны с учетом предыдущих долговых кризисов по группам стран

с аналогичными экономическими характеристиками. Расчеты позволяют выявить в анализе устойчивости долговой ситуации пороговые значения ключевых показателей государственного долга, которые сигнализируют о повышении уровня риска, если показатель превышает (или ожидается, что превысит) свое пороговое значение, и могут либо быть основаны на прошлом опыте, либо отражать информацию о вероятности будущего долгового кризиса.

Эти основы учитывают степень неопределенности прогнозов показателей долга и обслуживания долга. Для этого применяются веерные диаграммы и стресс-тестирования. Поскольку эти оценки основаны на прогнозах в отношении долга, процентов и ключевых макроэкономических переменных, обе основы также зависят от инструментов, которые позволяют оценить реальность этих прогнозов. Подход МВФ к устойчивости долговой ситуации также оставляет возможность для экспертного заключения.

Единственный вопрос на фоне пандемии заключается в том, достаточно ли улучшился долговой потенциал, чтобы справиться с повышенным уровнем долга. В конце концов, со времен мирового финансового кризиса низкие процентные ставки, вероятно, повысили кредитный потенциал стран.

Однако это не обязательно ведет к возможности справиться с увеличением платежей в счет обслуживания долга. Опыт показывает, что даже при низких процентных ставках и широкой доступности финансирования долговой потенциал стран имеет ограничения, и необходимо тщательно регулировать растущее бремя обслуживания долга.

Еще одним фактором, который будет играть ключевую роль, является экономический рост. При прочих равных обстоятельствах, более высокий темп роста улучшает динамику долговых показателей. Фактически, в большинстве прошлых случаев значительного снижения уровня долга без использования реструктуризации наблюдался всплеск экономического роста. Однако во многих из этих случаев росту способствовали факторы, не зависящие от страны, такие как глобальный бум, запуск экспорта природных ресурсов или улучшение условий торговли (страна получает относительно более высокие цены за свои экспортные товары и платит относительно более низкие цены за импорт).

В отсутствие подобных внешних импульсов стимулирование экономического роста с помощью внутренних ресурсов в течение продолжительного периода может быть затруднительно, а также может потребовать принятия новых долговых обязательств, например на финансирование государственных инвестиций. При текущих неопределенных перспективах роста необходимо тщательно регулировать обслуживание долга, а укрепление управления долгом и данных о долге должно стать главными приоритетами. **ФР**

ДАЛИЯ ХАКУРА — заместитель начальника отдела в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.