

Кирилл РУДЫЙ,

зам. декана факультета финансов
и банковского дела ВГЭУ,
кандидат экономических наук

УПРАВЛЕНИЕ ДЕФОЛТОМ: САНКЦИИ И КОМПРОМИССЫ

Государственный долговой кризис по ряду причин считается наиболее опасным для функционирования экономики. Во-первых, объявление суверенного дефолта демонстрирует неспособность, а не нежелание властей проводить эффективную экономическую политику. Данный факт снижает доверие к государству не только со стороны зарубежных инвесторов, но и в целом мирового сообщества и населения самой страны. Во-вторых, государственный долговой кризис может привести к возникновению полноценной долговой нестабильности с кризисом платежеспособности корпоративного и кредитного секторов. В случае наличия гарантированного государством частного долга надежность этой гарантии встанет под сомнение при суверенном дефолте. При негарантированном частном долге опасность возникновения кризиса также высока из-за отсутствия поддержки своих корпораций и кредитных институтов со стороны государства.

Процесс урегулирования долгового кризиса включает в себя два этапа: предотвращение и преодоление. Первый характеризуется также двумя этапами: 1) выбор заемщика; 2) формирование определенных мотиваций у заемщика для осуществления платежей.

Период выбора заемщика имеет свои особенности. Эмпирические исследования М. Дулей и С. Вермы в 2001 г. свидетельствуют о том, что кредиторы при выборе страны заемщика уделяют внимание его отношению с международными финансовыми организациями¹. И дело здесь отнюдь не в кредитной репутации государства. Положительным со стороны кредиторов является даже улучшение отношения с международными финансовыми организациями для открытия будущего финансирования. Инвесторы рассчитывают, что финансовая поддержка, полученная от международного института, станет для них дополнительной гарантией и материальной ба-

зой для выплаты должником своих обязательств. Кроме внешней помощи, кредиторы оценивают валютные резервы, которые власти готовы потратить на погашение долгов. Однако здесь велика вероятность наступления стратегического кризиса, когда центральный банк откажется расходовать весь объем валютных запасов. В этой связи более надежным показателем возврата долга, нежели размер международных резервов, является положительное сальдо текущего счета платежного баланса, обеспечивающего поступление валюты в страну. И все же главный параметр, на который ориентируются кредиторы при выдаче займов другому государству, – это размер ВВП. В указанном исследовании американские ученые установили, что именно ВВП является доминирующим детерминантом размера выплат государственного долга или государственных гарантий по частному долгу.

Второй этап предотвращения долгового кризиса включает в себя создание мотиваций у заемщика по выплате долга. Среди инструментов, используемых кредитором для стимулирования должника по выполнению своих обязательств, выделяют следующие.

Отстранение от международного рынка капитала. В монографии А. Вавилова достаточно детально проанализирован вопрос, может ли сама угроза возможного отстранения от этого рынка удержать страну от объявления дефолта²? Ответ оказался не столь очевидным. Существует несколько вариантов, при которых власти готовы потерять доступ к международному рынку капиталов. Во-первых, при стандартных предположениях относительно несклонности заемщика к риску, соотношений процентной ставки и дисконта стране выгодно в какой-то момент отказаться от выплат по долгу и перейти на самообеспечение. Во-вторых, у страны-заемщика может быть альтернативный безрисковый инвестицион-

ный проект, выплаты по которому не зависят от того, был ли объявлен дефолт по долговому обязательству или нет. При этом доходность проекта совпадает с мировой рыночной ценой капитала.

Асимметрия информации. С точки зрения долговой нестабильности преодоление проблем, связанных с асимметрией информации, является действенным инструментом предотвращения долгового кризиса. Асимметрия информации грозит следующими последствиями: во-первых, страна-заемщик берет в долг слишком много или слишком мало, во-вторых, суверенный дефолт приводит к социально неэффективному распределению мировых ресурсов.

Угроза санкций. Декларация угроз санкций со стороны кредитора в случае наступления момента невыполнения обязательств со стороны заемщика является реальным инструментом мотивации по возврату долга. Между тем важно отметить, что в данном случае кредитор использует лишь угрозу штрафных санкций, а не сами санкции.

Применение санкций. Использование угрозы штрафных санкций применяется кредитором для сбора максимально возможного объема платежей от заемщика. Однако на практике сбор частичных платежей не так просто осуществить. С одной стороны, некоторым кредиторам сложно контролировать санкции, вводимые вместе с дефолтом. Так, если издержки дефолта выражаются в потере доверия к стране-заемщику, то, по сути, санкции вводит весь международный рынок капитала. С другой стороны, даже если кредитор контролирует систему «наказаний», то он может и не знать полных издержек дефолта для заемщика, а это необходимо для того, чтобы собрать максимум средств. Перед самым платежом страна-должник будет пытаться максимально снизить потенциальные издержки дефолта, заявляя о своей готовности выплатить не больше той суммы, в кото-

¹ Dooley Michael P., Verma Sujata. *Rescue Packages and Output Losses Following Crises. - Working Paper No. 8315. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA. June 2001. - 27 p.*

² Вавилов А. *Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. - М.: Городец-издат, 2001. - 304 с.*

рую она оценивает свои возможные потери от отказа от обязательств.

Государственные гарантии. Данный инструмент в большей мере относится к долговому кризису, включающему и государственную, и корпоративную составляющие, нежели исключительно к суверенному дефолту. Государство выполняет здесь роль гаранта, повышая инвестиционную привлекательность частных заемщиков. Однако на самом деле государство, гарантируя в полном объеме погашение взятых кредитов, снимает значительную долю ответственности за успешность проекта с отдельно взятой корпорации. Зачастую это приводит к тому, что непосредственные участники проекта прикладывают меньше усилий при его реализации, а это, в свою очередь, снижает вероятность успешности инвестиций в целом.

Инструменты предотвращения долгового кризиса направлены на побуждение заемщика отказаться от мысли дефолта и качественно распоряжаться полученными средствами. Однако наступление кризиса платежеспособности вызывает необходимость погашения накопившихся долгов или преодоление последствий дефолта. Операции такого рода получили название **реструктуризация долга**, т. е. принимаемые по согласию должников и кредиторов меры, направленные на поддержание платежеспособности должников в средне- и долгосрочной перспективе. Реструктуризация долга осуществляется на базе одной или комбинации следующих мер:

Перенос платежей – перенос сроков платежей основной части долга, процентов по долгу или всех платежей по обслуживанию долга на более поздний срок по сравнению с изначально согласованным. Перенос платежей включает в себя конверсию и консолидацию, которые могут проводиться вместе и по отдельности. Под конверсией понимается изменение доходности займов.

Сокращение суммы долга – снижение суммы невыплаченной задолженности путем либо прямого прощения (списания) части долга, либо продажи со скидкой на вторичном рынке, либо перевода в какие-либо национальные активы страны-должника. Прощение

долга применяется весьма ограниченно на двусторонней и многосторонней основе преимущественно по отношению к тем странам и долгам, которые не могут быть выплачены в среднесрочной перспективе ни при каких условиях. Продажа долгов на вторичном рынке со скидкой от номинальной стоимости используется активно, особенно кредиторами латиноамериканских стран, для возврата хотя бы какой-то части своих прошлых кредитов. Перевод долга в форму свопов долга на акции означает погашение невыплаченной части задолженности фирмы ее акциями, а государства – облигациями казначейства. Банки-кредиторы получают тем самым часть собственности в предприятиях стран-должников, могут получать дивиденды по таким акциям, а также продавать их на вторичном рынке. С одной стороны, такой своп позволяет одновременно решить две проблемы – уменьшить государственный долг и обеспечить приток капитала в реальный сектор экономики. Так, эта схема предусматривает изменение расписания выплат и снижает краткосрочную нагрузку на бюджет. Более того, если до свопа поток выплат по долгу был жестко задан в номинальном выражении, то после – поток доходов от компании становится зависимым от экономического состояния страны, уровня внутренней и внешней инфляции и других факторов. Таким образом, выплаты по долгу привязываются к экономическому положению страны-заемщика, что расширяет возможности компромисса. С другой стороны, инвестор, получивший акции в результате обмена, в действительности не делает реальных вложений в экономику страны. Напротив, бюджет теряет потенциальные доходы от приватизации. Говорить об уменьшении объема государственного долга в масштабах страны также не вполне правомерно. Кредиторы вместо долговых обязательств получают в собственность национальные компании, т. е. фактически обменивают госдолг на обязательства частного сектора.

Рекапитализация – обмен долгов на облигации должников или предоставление новых кредитов с целевым назначением оплаты прошлых долгов. Наиболее известным в этой группе мер сокра-

щения задолженности является одобренный в 1989 г. план министра финансов США Николаса Брейди. В соответствии с ним ряд развивающихся стран, согласовавших с МВФ программы экономических реформ, могли обменять их долги иностранным банкам на облигации, которые могли бы продаваться по рыночной цене на мировом финансовом рынке.

Выкуп долга – данная мера является менее популярной и характеризуется следующей ситуацией. Некоторые страны-должники имеют в своем активе значительные объемы золотовалютных резервов или могут достаточно быстро их нарастить за счет стимулирования экспортных отраслей. В то же время долги этих государств на рынке торгуются с большим дисконтом, что свидетельствует об опасениях инвесторов в отношении платежеспособности заемщика. В такой ситуации можно было бы разрешить заемщику самостоятельно выкупить собственные долги на открытом рынке. Это позволило бы сократить общий объем государственного долга без принятия кредиторами каких-либо согласованных решений. Из-за наличия дисконта по долгам подобная стратегия в чем-то аналогична частичному прощению. Однако, согласно стандартным условиям предоставления займов, должник не имеет права на досрочный выкуп своих долгов по крайней мере по двум причинам. Во-первых, нарушается принцип главенства кредиторов, т. е. их право на преимущественное получение любых свободных средств должника. Во-вторых, проявляется асимметрия информации через психологический риск и неблагоприятный отбор, когда фактически выигрыш получают наихудшие заемщики, долги которых торгуются с наибольшим дисконтом.

Совокупность представленных инструментов образует единый механизм урегулирования государственной задолженности, который наряду с аналогичными механизмами по управлению валютным и банковским кризисом должен стать неотъемлемым звеном финансовой политики государства. ■