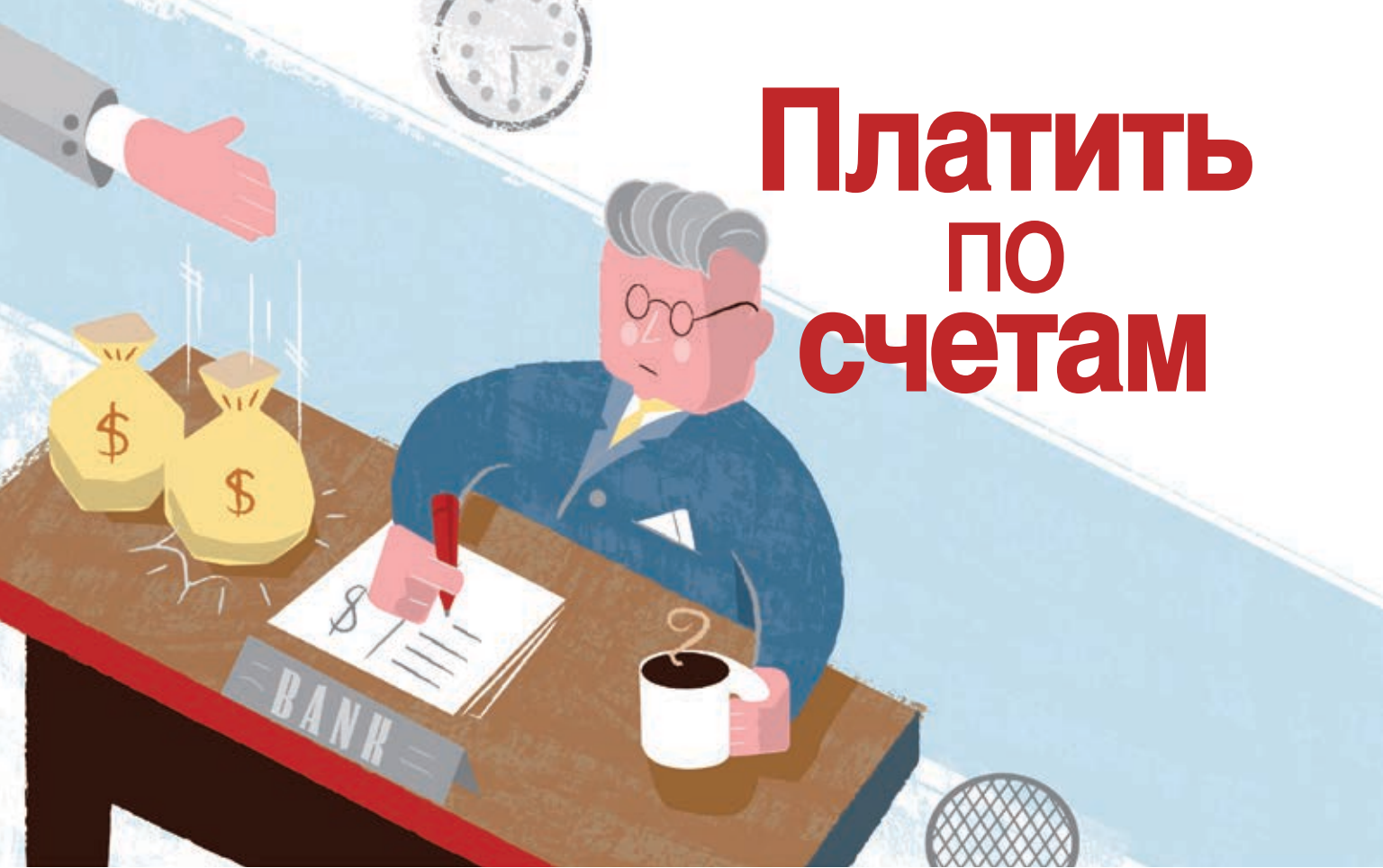


# Платить по счетам



Луис А.В. Катан и Руй С. Мано

**Страны сталкиваются со значительно более высокими надбавками к процентным ставкам за дефолт по своим суверенным долгам, чем считалось ранее**

**П**РЕДСТАВИМ себе правительство, которое объявляет дефолт по своим долгам перед иностранными инвесторами, а через несколько лет после этого проводит переговоры об уменьшении исходного долга и готовы к возобновлению заимствования на рынках капитала. Перед ним встанет целый ряд вопросов. Должно ли оно ожидать штрафа за дефолт и выплачивать более высокие проценты по новым займам, чем оправдано ее текущими фундаментальными экономическими показателями? Если да, каков будет размер этой «надбавки за дефолт»? И сколько времени потребуется стране, чтобы восстановить свою кредитоспособность и добиться устранения такой премии за дефолт?

Эти вопросы важны по нескольким причинам. Размеры и сроки действия любой надбавки за дефолт определяют бремя обслуживания долга, которое страна будет нести в будущем. Эта премия может также сказываться на программах корректировки, которые может проводить перенесшая дефолт страна с многосторонними организациями, такими как МВФ, чтобы поддержать экономическую активность после потери доступа на рынки. Если надбавка за дефолт является высокой и стойкой, стране потребуется определенное время, пока она сможет уменьшить свою зависимость от многосторонних кредитов. А если надбавка за дефолт сохраняется в течение длительного времени,

это означает, что инвесторы не склонны с легкостью забывать долг, который они простили.

Однако уже в течение длительного времени ставится под сомнение тот факт, что объявившие дефолт суверенные заемщики действительно платят значимые премии к процентным ставкам. С появлением более обширных данных за прошлые периоды начиная с 1980-х годов некоторые исследователи попытались получить на этот вопрос эмпирический ответ. Значительная часть этих исследований указывает на то, что страны либо платят относительно незначительные премии за дефолт по своим долгам, либо эти премии действуют лишь в течение короткого времени. Например, в частности, в работах Eichengreen and Portes (1986), Lindert and Morton (1989) и Ozler (1993) обнаружены лишь минимальные различия в ставках, по которым платили проценты страны, объявившие дефолт в 1930-х годах, и страны, которые дефолта не объявляли. Эти различия составляли не более 25–30 базисных пунктов (один базисный пункт — это 1/100 одного процента). И наоборот, в исследованиях, полностью опирающихся на данные по странам с формирующимся рынком за период 1990-х и 2000-х годов (таких как Borensztein and Panizza, 2009), обнаружены крупные премии к процентным ставкам в размере в среднем до 400 базисных пунктов, когда страны снова начинали привлекать займы на частных рынках, но также сделан вывод о том, что в течение

двух лет эти премии практически исчезали. Только в небольшом количестве случаев, когда убытки, понесенные кредиторами (так называемая «стрижка» долга), были исключительно крупными, премии сохранялись в течение значительного времени (Cruces and Trebesch, 2013).

И все же большинство правительств прилагают все усилия к тому, чтобы избежать дефолтов, что представляется неуместным, если ущерб от отказа погасить займы на исходных условиях является относительно незначительным. Очевидно, что есть и другие потенциальные риски, связанные с дефолтом, помимо премий к процентным ставкам, такие как международные санкции, нарушения финансирования торговли и потеря репутации, но многие исследования сходятся на том, что эти другие негативные факторы редко ведут к серьезным последствиям. Наши заключения указывают на то, что общее стремление не допускать дефолта может объясняться более значительными и продолжительными премиями к процентным ставкам, чем считалось ранее (см. Catão and Mano, 2015). Поэтому поведение правительств не следует считать странным.

### Новые свидетельства

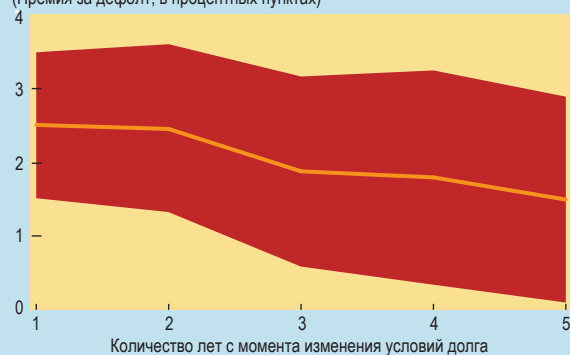
Процентные ставки могут быть выше их ожидаемого уровня, основанного на экономических детерминантах страны, по многим причинам, таким как политическая нестабильность страны-заемщика или всплески неприятия риска на финансовых рынках. Однако когда такая надбавка является исключительно следствием прошлого дефолта или дефолтов, для надлежащего измерения величины этой премии необходимо принимать во внимание три основных аспекта: как рассчитать рейтинг кредитной истории страны, как получить репрезентативные данные и как выделить все значимые экономические детерминанты (такие как отношение долга к ВВП и экономический рост), которые могли бы объяснять действующие для страны процентные ставки.

Другие исследователи избирали различные показатели кредитной истории, анализировали разнообразные периоды времени и использовали в своих работах разные наборы фундаментальных экономических показателей. Решения исследователей по каждому из этих аспектов могут исключительно сильно сказываться на получаемых оценках надбавок за дефолт. Например, надбавки за дефолт могут меняться с течением времени вследствие временных внешних факторов. Примером служат 2002–2007 годы, когда цены на биржевые товары были высокими, а степень неприятия риска — низкой. Аналогичным образом, сосредоточение внимания на менее глобализованном и менее ликвидном мире 1960-х и 1970-х годов (как это делалось в некоторых более ранних исследованиях) может вести к получению нереалистично низких надбавок за дефолт. Это означает, что любые оценки средних надбавок за дефолт в течение краткого временного интервала могут характеризоваться систематическим смещением. В самом деле, заманчиво предполагать, что надбавки за дефолт просто исчезали, когда существенно сокращались спреды по суверенным займам, даже для стран с неоднократными дефолтами. Однако узкие спреды по суверенным займам могут объясняться временными факторами (в том числе низкой степенью неприятия риска) и не должны считаться представительной величиной для фундаментальной надбавки за дефолт. Надлежащий показатель надбавки за дефолт должен предусматривать устранение из спреда влияния текущих экономических детерминант страны и мировых рынков капитала. В любом анализе чрезвычайно важно вводить поправки на эти факторы. И наконец, исследователь может недооценивать истинную величину надбавка за дефолт, используя показатели того, как инвесторы *помнят* прошлое, — такие индикаторы являются специфично узкими и не позволяют данным в более полной мере проявить собственные внутренние характеристики.

Рисунок 1

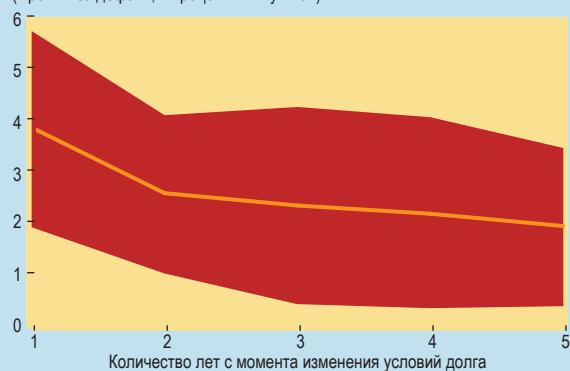
### Высокая цена

Страны, объявившие дефолт в период между 1870 и 1938 годом, в среднем платили премию за дефолт по новому долгу в размере 2,5 процентного пункта, а через пять лет эта премия уменьшалась до 1,5 процентного пункта, (Премия за дефолт, в процентных пунктах)



... тогда как объявление дефолта в период между 1970 и 2011 годом вело к премии за дефолт в размере 4 процентных пунктов, уменьшавшейся затем до примерно 2 процентных пунктов.

(Премия за дефолт, в процентных пунктах)



Источник: Catão and Mano (2015).

Примечание. Затененная область представляет диапазон большинства премий за дефолт, которые выплачивались странами, отказывавшимися от выполнения своих обязательств. Страны, объявившие дефолт более одного раза, как правило, в среднем выплачивали существенно большие премии, чем страны с одним дефолтом. Отражаемые на рисунке показатели начинаются с момента через один год после завершения переговоров об изменении условий исходного долга.

Нами были рассмотрены все три ключевых аспекта по отдельности и применены общие методологические подходы к различным выборкам. Мы обнаружили, что надбавки за дефолт являются более значительными, чем получалось по расчетам других исследователей, и это объясняется следующими причинами.

- Мы использовали более общий показатель кредитной истории, который характеризует восприятие кредитоспособности заемщика инвесторами. Надбавка за дефолт измерялась как сумма трех показателей кредитной истории: совокупное время, в течение которого страна была в состоянии дефолта, количество лет со времени последнего дефолта и то, приходится ли год пересмотра условий долга на первый, второй, третий, четвертый или пятый год после дефолта. Это позволяет учесть вероятность того, что память инвесторов быстро ухудшается в первые годы после дефолта и более постепенно — в последующие годы.

- Мы построили значительно более широкий набор данных, охватывающий страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком за два активных периода на мировых

рынках облигаций: 1870–1938 годы и 1970–2011 годы. Наш набор данных расширяет исторический охват имеющихся рядов данных о спредах по суверенным займам за счет исследований на базе первичных и вторичных источников. Новый набор данных включает 68 стран и содержит примерно 3000 годовых наблюдений, не включая годы дефолта, что существенно больше, чем отмечалось в предыдущих исследованиях.

• Мы ввели в рассмотрение факторы, помимо кредитной истории, которые могут сказываться на величине надбавок за дефолт. Эти факторы включают многие фундаментальные макроэкономические показатели, такие как отношение долга к ВВП, доля долга в иностранной валюте и темпы роста ВВП (расширив тем самым, например, набор данных за прошлые периоды, использованный в работе Reinhart and Rogoff, 2009), а также показатели, описывающие состояние мировых финансовых рынков, такие как изменчивость фондовых цен, контрольные процентные ставки, сказывающиеся на склонности инвесторов к принятию риска, а потому — на том, насколько терпимы инвесторы к более низкой кредитоспособности заемщиков. И наконец, мы включили в набор данные о величине прошлых дефолтов.

На рис. 1 показаны надбавки за дефолт в тех случаях, когда страны возобновляли заимствование на рынках частного капитала в периоды 1870–1938 годов и 1970–2011 годов. В период до Второй мировой войны средняя начальная премия составляла 250 базисных пунктов, что существенно выше более ранних оценок, и сохранялась в течение значительно более продолжительного времени — через пять лет она по-прежнему составляла в среднем 150 базисных пунктов. Во втором рассматриваемом периоде премии были выше — 400 базисных пунктов в первое время и 200 базисных пунктов даже через пять лет. Стойкость премий определяется количеством лет, в течение которых страна была в состоянии дефолта, и тем, сколько лет прошло со времени дефолта.

В целом на надбавку за дефолт приходилось до 60 процентов спреда между ставкой, по которой выплачивали проценты страны, пережившие дефолт, и контрольной ставкой (см. рис. 2). Это означает, что значительная часть совокупной процентной ставки, действующей для суверенного заемщика при его возвращении на рынки частного капитала, определяется не состо-

янием его экономики, а недостатками его кредитной истории. Поэтому надбавка за дефолт может иметь исключительную важность в определении процентных расходов, с которыми могут сталкиваться страны при полном возвращении на рынки частного капитала.

## Серии дефолтов

На рис. 1 показано, что имел место широкий разброс надбавок за дефолт, причем как в сторону выше средних, так и ниже средних. Это объясняется, прежде всего, различиями между странами, объявлявшими дефолт один раз, и странами, имевшими серии дефолтов. Страны, несколько раз пережившие дефолты, как правило, выплачивают надбавки за дефолт выше средних, поскольку они остаются за рамками рынка, накапливая просроченные платежи в течение более продолжительных периодов, — этот эффект отражается в построенном нами индикаторе кредитной истории, которым измеряется срок нахождения в состоянии дефолта. Инвесторы, как правило, воспринимают эти периоды «вне рынка», особенно если они недавние, как указывающие на более низкую кредитоспособность, даже если стандартные экономические детерминанты, такие как отношение долга к ВВП и темпы экономического роста, являются благоприятными. Кроме того, чем меньше у кредиторов уверенности в точности статистики, которую представляет объявившая дефолт страна, тем в большей степени кредиторы обычно обращают внимание на действия правительства, такие как отказ от погашения долга, задержки с реоформлением долга, как правило, ведущие к увеличению ожидаемой надбавки за дефолт.

В наших показателях кредитной истории не проводится различий между крупными и мелкими дефолтами. Такое разделение представляется логичным, поскольку инвесторы несут большие убытки в одних дефолтах и меньшие в других, и, соответственно, они устанавливают более крупные надбавки за дефолт в качестве наказания для стран, в которых они понесли более значительные убытки.

Однако есть трудности с определением величины влияния, которое оказали прошлые убытки по долгу на надбавки за дефолт. Во-первых, все дефолты являются крупными событиями, обычно ведущими к заметному сокращению величины долга, который может быть впоследствии возмещен кредиторам. Во-вторых, на конкурентных рынках цены на облигации и стоимость кредитов определяются кредиторами на основе риска будущих дефолтов. Прошлые сокращения сумм долга имеют значение в том случае, если кредиторы последовательно принимают решения о том, чтобы компенсировать свои убытки за счет взимания дополнительной премии. Однако на конкурентных рынках (какими обычно являются типичные рынки суверенных облигаций) любые попытки компенсировать таким образом убытки с большой вероятностью будут подрываться новыми кредиторами. Кроме того, почти 90 процентов существенных расхождений в скидках с сумм долга при его реоформлении объясняется переменными, уже включенными в нашу модель надбавки за дефолт, такими как отношение долга к ВВП и продолжительность периода дефолта.

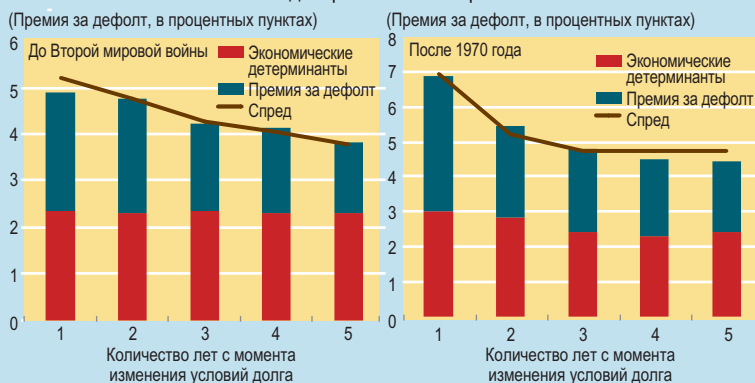
## Четкое основание

Таким образом, можно заключить, что оценки типичной премии к процентным ставкам в прошлых дефолтах были заниженными. Это отчасти объясняется тем, что в предыдущих исследованиях принимались во внимание недостаточные индикаторы кредитной исто-

Рисунок 2

### Козыри кредитной репутации

В целом в течение первых пяти лет после изменения условий долга в результате дефолта на надбавку за дефолт приходилось порядка 60 процентов спреда между ставкой, по которой выплачивали проценты страны, пережившие дефолт, и контрольной ставкой. Остальная часть расхождения объяснялась экономическими детерминантами страны.



Источник: Catão and Mano (2015).

Примечание. Контрольной ставкой для доходности в период до Второй мировой войны были долгосрочные облигации правительства Соединенного Королевства (консоли), а в период после 1970 года, с небольшим количеством исключений, — доходность по 10-летним государственным ценным бумагам США. Величина спреда и верхняя граница составляющих его компонентов иногда несколько расходятся вследствие ошибок в оценках.

рии и, что принципиально важно, их наборы данных не были достаточно полными. Рассмотрение большего количества эпизодов и более продолжительных периодов времени, чем в предыдущих исследованиях, позволило обнаружить, что суверенные надбавки за дефолт обычно имели значительные размеры в течение первых лет после изменения условий долга путем переговоров, и что они уменьшались лишь постепенно, и явно медленнее, чем устанавливалось в предыдущих исследованиях.

В качестве практического приложения рассмотрим страну с умеренным отношением долга к ВВП, например 50 процентов, когда весь ее долг находится в частных руках. При средних надбавках за дефолт после 1970-х годов в размере 400 базисных пунктов дополнительные годовые выплаты процентов страной составят после реоформления долга порядка 2 процентов ВВП и уменьшатся до 1 процента ВВП через несколько лет. Даже при умеренных коэффициентах долга издержки, связанные с процентами, являются существенными, учитывая что процентные платежи по внешнему долгу часто находятся в пределах от 1 до 3 процентов ВВП страны. Эти издержки могут быть выше в случае стран с более высокой задолженностью, которые в течение многих лет не пользовались частными финансовыми рынками. Краткий вывод из этого заключается в том, что недопущение дефолта может быть весьма ценным достижением, даже если не принимать во внимание другие связанные с издержками риски, такие как потеря репутации, международные санкции и нарушения в торговом и финансовом посредничестве.

Очевидно, что абсолютная величина надбавки за дефолт для определенной страны зависит от ее конкретных условий и от оценки будущей динамики национальных и мировых экономических факторов. Однако проведенный нами анализ показывает, что надбавка за дефолт, находящаяся на уровне средней за прошлые периоды, с большой вероятностью создает доста-

точно высокие издержки, чтобы оправдать усилия по недопущению дефолта, в том числе использование жестких мер экономии для возвращения экономики к нормальному функционированию. Это тем более справедливо для стран с высокой задолженностью, историей дефолтов и продолжительными периодами отстранения от рынков частного капитала. ■

*Луис А.В. Катан — старший экономист в Исследовательском департаменте МВФ; Руи С. Мано — экономист в Управлении по региону Юго-Восточной Азии и бассейна Тихого океана.*

*Литература:*

*Borensztein, Eduardo, and Ugo Panizza, 2009, "The Costs of Sovereign Default," IMF Staff Papers 56(4), pp. 683–741 (Washington).*

*Catão, Luis A.V., and Rui C. Mano, 2015, "Default Premium," IMF Working Paper 15/167 (Washington: International Monetary Fund).*

*Cruces, Juan, and Christoph Trebesch, 2013, "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts," American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 5, No. 3, pp. 85–117.*

*Eichengreen, Barry, and Richard Portes, 1986, "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences," European Economic Review, Vol. 30, No. 3, pp. 599–640.*

*Lindert, Peter H., and Peter J. Morton, 1989, "How Sovereign Debt Has Worked," in Developing Country Debt and Economic Performance, Vol. 1, ed. by Jeffrey Sachs (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).*

*Ozler, Sule, 1993, "Have Commercial Banks Ignored History?" American Economic Review, Vol. 83, No. 3, pp. 608–20.*

*Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2009, This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).*

# iMF direct

## Точка зрения Международного Валютного Фонда на вопросы экономики и финансов

Наш блог, в котором участвуют **ведущие экономисты** и **должностные лица МВФ**, рассказывает о насущных вопросах **мировой экономики**.

<http://blog-imfdirect.imf.org>