

# ДОЛГОВАЯ СЕТЬ

В исследовании периода между войнами показано, как сложная сеть суверенного долга может усугубить финансовые кризисы, и содержатся выводы, актуальные для сегодняшнего дня

**Марк Де Брук, Эра Дабла-Норрис, Николас Энд и Марина Маринков**

**В** начале 1930-х годов, когда наступила Великая депрессия, международные потоки капитала, крайне важные для функционирования мировой экономики, иссякли. Причины этого все еще обсуждаются: среди предполагаемых причин обычно называют безрассудное поведение спекулянтов и банков, ошибочную денежно-кредитную политику и чрезмерную несбалансированность валютных курсов. Мало кто утверждает, что главными причинами обвала рынков активов и глобальных финансовых потоков были неустойчивая налогово-бюджетная политика и списание суверенного долга. Вместе с тем, в 1920-е годы и начале 1930-х годов правительства в Европе часто получали

более крупные притоки капитала, чем частный сектор (рис. 1).

Используя составленный МВФ новый уникальный набор данных, отражающий суверенный долг на уровне инструментов, мы внимательно изучали сеть долга (который в основном возник из-за Первой мировой войны), связывавшую ведущие экономики мира в период между войнами. Мы обнаружили, что опасения инвесторов относительно надежности налогово-бюджетной политики и обслуживания суверенного долга усиливали глубину и продолжительность финансовых потрясений, связанных с Великой депрессией, даже если они не были их причиной.

Наше исследование периода между войнами показывает, каким образом внешние суверенные долги могут усугублять глобальные финансовые циклы, особенно когда они образуют узлы сложной финансовой сети. Как в случае глобального кризиса 2008 года и кризиса зоны евро 2010 года, утрата доверия инвесторов, потрясения на рынке суверенного долга, обусловленные нехваткой ликвидности, и государственное вмешательство в финансовом секторе увеличивали бремя внешнего долга. Таким образом, период между войнами является поучительным не только для понимания кризиса 2008 года, но и для выявления и интерпретации современных факторов уязвимости.

## Важную маркетинговую роль и роль принятия на себя риска играли андеррайтеры и банки.

В годы после Первой мировой войны страны сталкивались с весьма высокими уровнями суверенного долга и суровыми макроэкономическими условиями. Большинство стран принимали меры по сокращению дефицита и стимулированию роста. Соединенное Королевство проводило ограничительную налогово-бюджетную и денежно-кредитную политику, с тем чтобы снизить цены для возвращения к золотому стандарту по довоенному паритету. Австрия и Германия, напротив, вначале не добились налогово-бюджетных и денежно-кредитных реформ и шли по пути гиперинфляции. Италия, Япония и, в некоторой мере, Франция экспериментировали с мерами контроля за операциями с капиталом и сдерживанием развития финансовой сферы — доминированием государства в банках и манипуляциями на денежном рынке.

Параллели с такими стратегиями прослеживались в годы после кризиса 2008 года: Греция реструктурировала свой государственный долг, а Исландия и Кипр принимали меры контроля за операциями с капиталом. Банки Греции, Италии, Португалии и Испании резко увеличивали авуары долга своих правительств. Хотя подобное так называемое «предпочтение отечественных активов» сокращает издержки, связанные с государственным заимствованием, и обеспечивает фискальную передышку во времена стресса, оно также затушевывает цену риска, как это было в период между войнами.

### Сложные сети

В период между войнами взаимосвязанность суверенного долга была теснее, чем можно было заключить только на основе чистых позиций (рис. 2). Она принимала различные формы.

- *Кредитование во время и после войны между правительствами и центральными банками союзников:* официальный внешний долг также включал репарации, установленные для Германии и некоторых других стран. Это создавало дополнительный уровень взаимосвязанности, как и попытки обусловить обслуживание межсоюзнического долга выплатами репараций Германией.
- *Продажи суверенных долговых обязательств частным инвесторам на внешних рынках, которые в 1920-е годы значительно возросли:* важную маркетинговую роль и роль принятия на себя риска в этих эмиссиях играли андеррайтеры и банки. Например, JP Morgan & Co. играл важную роль в размещении иностранных суверенных ссуд на рынке США.
- *Продажи долга за рубежом заемщиками, кроме суверенных, особенно инвесторам США, также возросшие*

*в 1920-е годы:* Германия поощряла внешнее заимствование частным сектором и региональными и местными органами управления, чтобы получать иностранную валюту для выплаты репараций.

Эти проявления взаимосвязанности усиливали друг друга и делали глобальную финансовую систему уязвимой для стресса суверенных заемщиков. Последовательные раунды многосторонних и двусторонних переговоров по пересмотру долга увеличивали число взаимосвязей. Каждое соглашение сопровождалось прощением крупной доли долга и предусматривало рефинансирование большей части обязательств, повышая тем самым сложность сети. Здесь прослеживаются важные параллели с кризисом 2008 года, когда вследствие увеличения доли заемных средств у государств — обслуживания долга путем увеличения долга — глобальная финансовая система становилась более уязвимой для шоков.

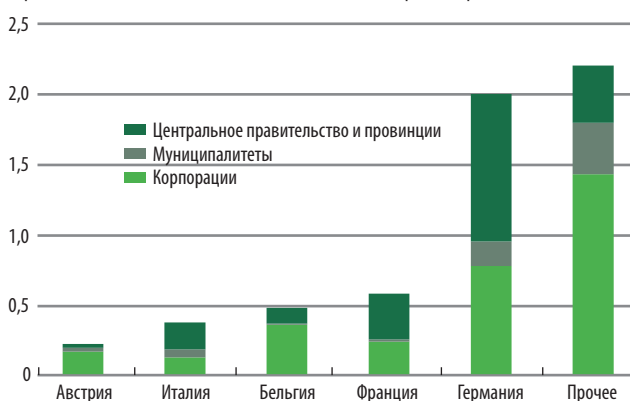
В период между войнами многие страны также были вынуждены выпускать долговые обязательства в иностранной валюте за рубежом, поскольку внутри страны отсутствовали развитые финансовые рынки. Это делало их уязвимыми по отношению к риску того, что в случае ослабления их валюты стоимость их долга увеличится, что повысит вероятность дефолта. Можно провести параллели между такой ситуацией и примерами внезапного прекращения притоков капитала в недавних кризисах в странах с формирующимся

Рисунок 1

### Огромная сумма

Правительства большинства стран Европы заимствовали за рубежом больше денежных средств, чем частный сектор.

(Притоки долговых обязательств в 1919–1932 годы, в млрд долларов)

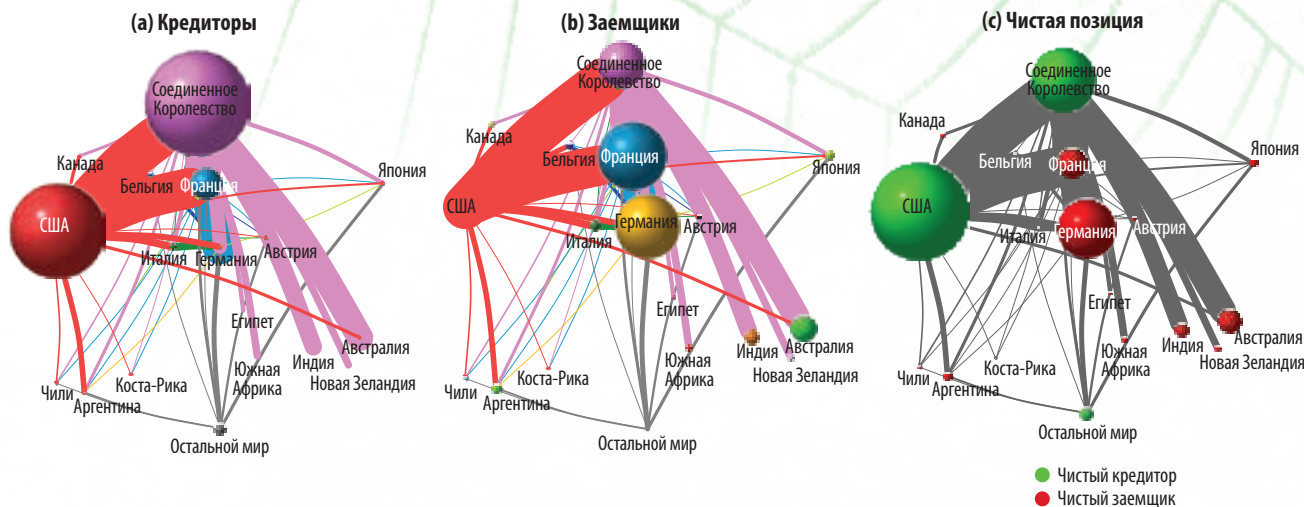


Источники: League of Nations (1943) *Europe's Capital Movements 1919–1932: A Statistical Note* (Geneva, League of Nations); расчеты авторов.

Рисунок 2

### Долговые узлы

В 1931 году в сети внешнего долга доминировало несколько крупных стран, в частности Германия, Соединенное Королевство, США и Франция.



Источник: De Broeck et al., готовится к печати.

Примечание. Ширина каждой взаимосвязи отражает сумму непогашенного долга, а размер узлов означает непогашенную сумму долга, заимствованного суверенными заемщиками, на рисунке (а), кредитованного суверенам, на рисунке (б), и в чистом выражении на рисунке (в) (на основе сумм, конвертированных в доллары США, с одинаковым параметром масштаба на всех рисунках). Чистый кредитор (заемщик) — это страна, которая кредитует (заимствует) остальному миру больше (меньше), чем заимствует у него.

рынком, таких как кризисы 1980-х и 1990-х годов в Аргентине, Бразилии и Мексике.

### Общая структурная открытая позиция

Когда все участники зависят от единого узла, как было в 1920-е годы, повышаются риски цепной реакции в сети. Большая часть чистой открытой позиции сети приходилась только на Германию. В годы после Первой мировой войны становилось все понятнее, что без облегчения бремени задолженности в той или иной форме Германия не сможет обслуживать свои обязательства, в том числе по выплате репараций. Это не остановило Италию, Соединенное Королевство и Францию от увязки своего обслуживания долга с выплатами репараций Германией.

В последовательных раундах переговоров по сокращению долга Германии делались чрезмерно оптимистичные экономические предположения и не учитывалась возможность серьезного спада, такого как Великая депрессия. Иными словами, в международной финансовой сети риски, связанные с репарациями Германии, становились системными. Германия была «слишком большой, чтобы позволить ей обанкротиться». Накопление уязвимости суверенного долга достигло апогея, когда внезапное прекращение в 1931 году международных потоков капитала отрезало доступ к новому финансированию. Некоторые суверенные заемщики более не могли обслуживать внешний долг за счет нового заимствования и прекращали платежи. К 1933 году

они списали большую часть своих внешних обязательств и стали использовать продажу внутреннего долга отечественным банкам. Сегодня высокий суверенный долг и крупные глобальные и региональные узлы финансовых систем также могут передавать шоки системе и усиливать их.

Последствия общей открытой позиции по отношению к одному крупному должнику в период между войнами распространялись на частный сектор по нескольким каналам. Во-первых, двусторонние и многосторонние переговоры в 1920-е годы касались новых ссуд странам-дебиторам, которые приобретали, как правило, частные инвесторы. Следовательно, участвовавшие в них государства были заинтересованы в том, чтобы защитить этих инвесторов от суверенного дефолта.

Во-вторых, то, что важнейшую роль играли как государственные, так и частные андеррайтеры, только ухудшало эту сложную ситуацию. В еще большей мере, чем сегодня, сбыт и размещение внешних суверенных облигаций были тонким искусством. В период между войнами правительства часто нанимали частных андеррайтеров (таких как JP Morgan и Rothschild), с тем чтобы они организовывали эмиссию и гарантировали минимальный уровень ее приобретения, тем самым принимая на себя финансовый риск. В некоторых случаях андеррайтерами выступали центральные банки и банки, контролируемые государством. Германия, Италия, Соединенное Королевство, Франция и Япония — все они активно использовали

## Отсутствовала эффективная международная система для предотвращения скатывания к протекционизму.

органы, осуществляющие эмиссию денежных средств, с тем чтобы те влияли на курсы облигаций, рекламировали суверенные ценные бумаги внутри страны и за рубежом, выступали в качестве андеррайтеров и совместно с государством принимали на себя некоторые риски.

В-третьих, суверенный риск повышался вследствие условных обязательств. В 1920-е годы Германия поощряла заимствования местных и региональных органов управления у частных инвесторов за рубежом. Это становилось источником морального риска и обязательством суверенного заемщика, когда местные и региональные органы управления не осуществляли платежи. Австрия в 1931 году приняла часть иностранных обязательств крупнейшего банка страны *Creditanstalt*.

Можно провести параллели между этими темами и последним глобальным финансовым кризисом: частные и государственные банки и суверены напрямую и косвенно подвергались рискам дефолта, исходившим от правительств. Сложные взаимосвязи между налогово-бюджетной сферой и финансовым сектором вызывали вопросы о том, каковы оптимальные способы сокращения суверенного долга и возможно ли облегчение бремени задолженности.

### Слабые институциональные механизмы

Когда в начале 1930-х годов эта сеть распалась, урегулирование проблемы суверенного долга осложнилось отсутствием эффективной многосторонней платформы. Лига Наций не могла выступать по-настоящему глобальной организацией, отчасти потому что США не ратифицировали Версальский договор 1919 года и не участвовали в деятельности этой учрежденной новой организации. Это означало, что США не могли привлечь международное сотрудничество для устранения глобальных последствий Великой депрессии, что подчеркивало опасность, связанную с выходом крупной страны из международных соглашений и организаций.

Уязвимость повышалась из-за отсутствия глобального кредитора последней инстанции. Банк международных расчетов не располагал инструментами для вмешательства, когда страна прекращала платежи. Созданный в 1930 году для обеспечения соблюдения Германией дисциплины внешних платежей, в середине 1931 года этот банк предоставлял экстренные ссуды, но не мог выдавать долгосрочные ссуды. Кроме того, в начале 1930-х годов отсутствовала эффективная международная система для предотвращения скатывания к протекционизму, несорганизованным девальвациям и торговым войнам. Лига Наций не имела таких механизмов кредитования, кото-

рые есть сегодня в МВФ — в лучшем случае она могла помочь в разработке национальных программ стабилизации и ведении переговоров по ним и координации гарантий в отношении частного кредитования, выдаваемых правительствами стран. Поэтому, чтобы заполнить вакуум, включались видные банкиры, такие как Томас Ламонт и Джон Пирпонт Морган-младший, неформально представлявшие США. Некоторые правительства, находившиеся в критической ситуации, обращались к «денежным врачам» — международным банкирам и советникам по финансам частного сектора, которые часто являлись неофициальными эмиссарами великой державы. Распад в начале 1930-х годов этого механизма является яркой иллюстрацией выгод международного сотрудничества.

Изучая период между войнами, мы видим, как в отсутствие эффективных международных организаций сложные долговые сети с крупными общими открытыми позициями повышают риски глобальной финансовой системы. Сразу после Второй мировой войны в ответ на недостатки, обнаружившиеся в период между войнами, были созданы новые международные организации, в том числе МВФ, и новые механизмы финансовой поддержки, в частности План Маршалла. Хотя с тех пор достигнуты дальнейшие успехи в построении организаций и систем регулирования, работа по укреплению этой архитектуры должна продолжаться, чтобы кризисы периода между войнами не повторялись. **ФР**

**МАРК ДЕ БРУК** — заместитель начальника отдела, **ЭРА ДАБЛА-НОРРИС** — начальник отдела, и **НИКОЛАС ЭНД** и **МАРИНА МАРИНКОВ** — экономисты Департамента по бюджетным вопросам МВФ.

### Литература:

De Broeck, Mark, Nicolas End, Marina Marinkov, and Fedor Miryugin. Forthcoming working paper on interwar database and financial linkages, International Monetary Fund, Washington, DC.

Настоящая статья является частью более обширного проекта Департамента по суверенному долгу в период между войнами. В нем используется набор данных, отражающий суверенный долг на уровне инструментов стран-союзников и вражеских стран, а также отдельных членов Британского Содружества в 1913–1945 годы. В этом наборе данных представлены подробные временные ряды непогашенных сумм основных инструментов суверенного долга. Авторы сотрудничают по проекту с профессором Нью-Йоркского университета Томасом Дж. Сарджентом и профессором Брандейского университета Джорджем Холлом.