

Точка НАТИСКОМ ДОЛГОВОЙ ВОЛНЫ

Прошлые долговые кризисы могут научить развивающиеся страны преодолевать последствия финансовых потрясений, вызванных пандемией COVID-19

М. Айхан Кёсе, Франциска Онсorge, Питер Нэйгл и Наотака Сугавара



Пандемия COVID-19 нанесла удар и без того шатким перспективам развития мировой экономики. Кризис в сфере здравоохранения, резкий спад экономической активности и нестабильность мировых финансовых рынков застали страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны в неблагоприятной ситуации. Последнее десятилетие в этих странах было отмечено наиболее значительным, быстрым и широким по охвату ростом долга за последние 50 лет. С 2010 года их совокупный объем долга вырос на 60 процентных пунктов ВВП и в 2019 году достиг исторического максимума в размере более 170 процентов ВВП (см. рис. 1). Основная часть этого роста пришлось на Китай (отчасти просто в силу размера его экономики), но наращивание долга было повсеместным: примерно в 80 процентах этих стран совокупный объем долга в 2018 году превысил уровень 2010 года. Даже если исключить Китай, уровень долга в 2019 году увеличился на 20 процентных пунктов ВВП, до 108 процентов. В период борьбы этих стран с пандемией их уровни долга будут только расти.

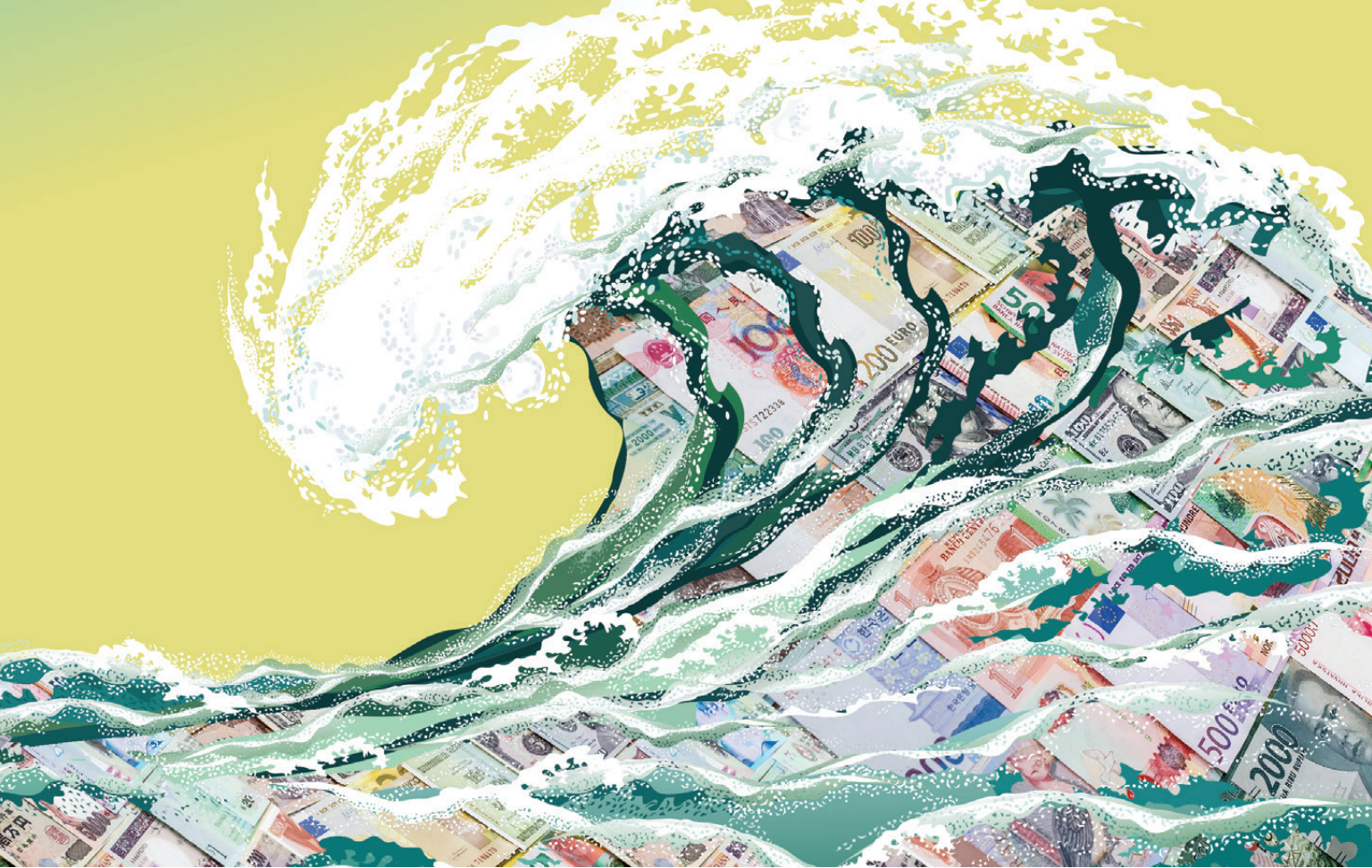
Текущая глобальная рецессия является необычно тяжелой. Как и в периоды предыдущих кризисов, страны и компании с высоким уровнем задолженности подвергаются проверке на прочность.

Какие меры в области политики требуется принять в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, имеющих высокий уровень задолженности, чтобы смягчить наносимый пандемией ущерб и поддержать надежное восстановление экономики? Обращаясь к истории, директивные органы смогут найти несколько полезных подсказок.

Долговые волны

Согласно данным нашего недавнего исследования «Долговые волны в мировой экономике», до текущего периода страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны прошли через три волны масштабного накопления долга в промежутке с 1970 по 2009 год.

- **1970–1989 годы.** Сочетание низких реальных процентных ставок и быстро растущего рынка синдицированных займов на протяжении большей части 1970-х годов побудило правительства латиноамериканских стран и стран с низкими доходами, особенно в регионе Африки к югу от Сахары, обратиться к массивным заимствованиям, что спровоцировало череду финансовых кризисов в начале 1980-х годов. Затем последовал продолжительный период мер по облегчению бремени задолженности и ее реструктуризации — в рамках Плана Брейди, Инициативы в отношении долга бедных стран с высоким уровнем задолженности и Инициативы по облегчению бремени задолженности на многосторонней основе (последние две инициативы — при поддержке МВФ и Всемирного банка). Тем не менее, это было потерянное десятилетие для экономического роста и сокращения бедности.
- **1990–2001 годы.** Либерализация финансовых рынков и рынков капитала позволила банкам и предприятиям в Восточной Азии и Тихоокеанском регионе, а также правительствам стран Европы и Центральной Азии привлекать значительные объемы заимствований, особенно в иностранной валюте, но с ухудшением настроений инвесторов этот процесс обернулся кризисами 1997–2001 годов.



Реструктуризация частного долга потребовала оказания экстренной финансовой помощи крупным банкам и компаниям — во многих случаях при участии Всемирного банка и МВФ.

- **2002–2009 годы.** Рост заимствований частного сектора в Европе и Центральной Азии у крупнейших банков, базирующихся в ЕС, последовал за либерализацией нормативного регулирования — когда мировой финансовый кризис 2007–2009 годов нарушил систему банковского финансирования, — ввергнув экономику нескольких стран этих регионов в рецессию. Урегулирование долговой ситуации потребовало общеевропейских усилий и, опять же, спасения банков и международной помощи.

У всех трех исторических долговых волн есть несколько общих характеристик. Все они начинались в периоды низких реальных процентных ставок и часто стимулировались финансовыми инновациями или изменениями на финансовых рынках, которые способствовали росту заимствований. Эти волны завершились широкомасштабными финансовыми кризисами и совпали с глобальными рецессиями (в 1982, 1991, 2009 годах) или экономическими спадами (в 1998 и 2001 годах). Эти кризисы, как правило, происходили под воздействием потрясений, которые приводили к радикальным скачкам неприятия риска инвесторами, премий за риск или стоимости заимствования, вслед за чем резко прекращался приток капитала и наступала глубокая рецессия. За финансовыми кризисами обычно следовали реформы, призванные ограничить факторы уязвимости

(в том числе путем более активного накопления резервов) и укрепить основы политики. По завершении финансовых кризисов многие страны с формирующимся рынком начали применять таргетирование инфляции, перешли к более гибкому обменному курсу, внедрили бюджетные правила или усиленный надзор над финансовым сектором.

Между первыми тремя волнами были и важные различия. По мере появления новых инструментов и участников финансового рынка изменялись и финансовые инструменты, используемые для заимствований. Если первая волна сопровождалась быстрым накоплением суверенного долга стран с формирующимся рынком, то последующие две волны характеризовались, главным образом, заимствованиями частного сектора (хотя в период азиатского кризиса многие компании были квазигосударственными). Отдельные регионы понесли экономический ущерб в разной степени в зависимости от специфики того или иного финансового кризиса. Сокращение объемов производства было особенно крупным и продолжительным после первой волны, когда основное бремя долга скопилось у государства. С другой стороны, более надежные основы политики, заложенные во многих странах с формирующимся рынком после первых двух долговых волн, помогли смягчить ущерб от мирового финансового кризиса, ознаменовавшего конец третьей волны.

Четвертая волна

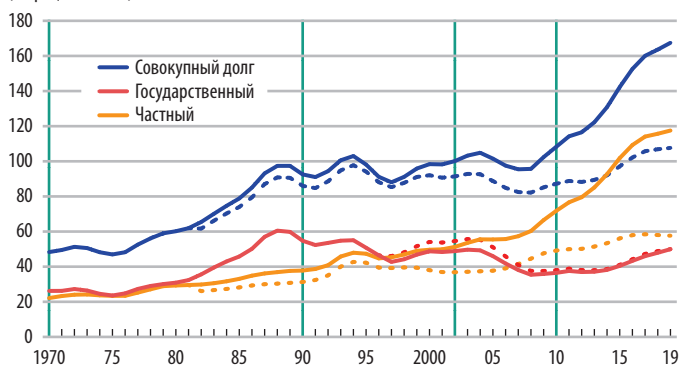
Во время текущей долговой волны, начавшейся в 2010 году, уровень долга достиг рекордных высот, причем особенно быстро нарастала задолженность частного сектора. Долг

Рисунок 1

Разрастающийся долг (1970–2019 годы)

За последнее десятилетие совокупный долг в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах повысился до исторического максимума.

(В процентах ВВП)



Источники: Международный валютный фонд; Kose et al. (2020); Всемирный банк.

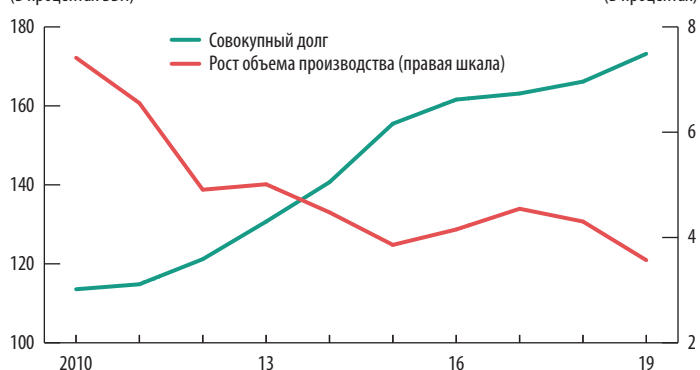
Примечание. Агрегированные показатели рассчитаны с использованием веса ВВП в текущих долларах США и показаны как трехлетнее скользящее среднее. Пунктирными линиями показан долг за исключением долга Китая. Вертикальные линии представляют начало долговых волн в 1970, 1990, 2002 и 2010 годах.

Рисунок 2

Экономический рост и долг (2010–2019 годы)

Показатели роста неоднократно отставали от прогнозов, что сопровождалось повышением уровней долга в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

(В процентах ВВП)



Источники: Международный валютный фонд; Kose et al. (2020); Всемирный банк.

Примечание. Совокупный долг (в процентах ВВП) и рост реального ВВП (взвешенный по ценам и обменным курсам 2010 года) в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

государственного сектора в странах-экспортерах сырьевых товаров значительно увеличился после падения цен на сырьевые товары в 2014–2015 годах. Текущая волна демонстрирует некоторые интересные сходства и различия по сравнению с предыдущими. Повторяя определенные исторические прецеденты, мировые процентные ставки оставались на очень низком уровне со времени мирового финансового кризиса, а последующий поиск источников доходности инвесторами — пока не разразилась пандемия — способствовал сужению спреда для стран с формирующимся рынком. До недавнего времени некоторые важные изменения на финансовых рынках вновь стимулировали привлечение заемных средств, в том числе благодаря увеличению числа региональных банков, усилившемуся интересу к облигациям в местной валюте и повышению спроса на долговые

обязательства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран со стороны растущего небанковского финансового сектора. Так же как и в случае предыдущих волн, факторы уязвимости в этих странах нарастают в ходе текущей волны на фоне замедления экономического роста.

Имеются и существенные различия. Среднегодовое увеличение долга с 2010 года, составившее почти 7 процентных пунктов ВВП для этой категории стран, значительно превышает аналогичный показатель для каждой из трех предыдущих волн. Кроме того, если предыдущие волны были преимущественно региональными, то четвертая характеризуется широким охватом: совокупный объем долга увеличился почти в 80 процентах этих стран, причем более чем в 45 процентах стран его рост составил не менее 20 процентных пунктов ВВП. После резкого падения в период с 2000 по 2010 год долг вырос также в странах с низкими доходами — с 47 процентов ВВП в 2010 году до 65 процентов ВВП в 2019 году. Наконец, долг увеличился в небанковской финансовой системе, которая, как представляется, не подлежит столь строгому надзору и менее устойчива по сравнению с банковской системой, подвергшейся радикальной реструктуризации после мирового финансового кризиса.

В ходе текущей волны накопления долга страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны перенесли несколько эпизодов волатильности, но широкомасштабная и серьезная финансовая напряженность возникла только с наступлением пандемии COVID-19. Способности противостояния этих стран финансовой напряженности также препятствуют дополнительные проблемы, включая растущие дефициты бюджета и счета текущих операций, а также сдвиг в сторону более рискованных долговых обязательств. Доля государственных долговых обязательств на счетах инвесторов-нерезидентов достигла 43 процентов в 2018 году, а корпоративные долговые обязательства в иностранной валюте выросли с 19 процентов ВВП в 2010 году до 26 процентов ВВП в 2018 году. В странах с низкими доходами более половины государственных долговых обязательств выпущено на нелюбимых условиях. Растущий объем и более рискованная структура долга сопровождали десятилетие, отмеченное неоднократными отставаниями от прогнозов роста (см. рис. 2).

Пандемия в одностороннюю положила конец безмятежности финансовых рынков и продолжает испытывать на прочность экономику, институты и политику стран с формирующимся рынком. Им приходится иметь дело с разворачивающейся глобальной рецессией, находясь в гораздо более уязвимой позиции, чем в начале кризиса 2009 года. Последние события могут свергнуть некоторые из них в широкомасштабный долговой кризис, который ознаменовал окончание предыдущих волн. Это тем более вероятно, если учесть, во-первых, исключительную серьезность текущей рецессии, которая проникла в каждый уголок мировой экономики, а во-вторых — более слабые перспективы устойчивого восстановления в свете возможных повторных всплесков и растущего недовольства глобализацией.



На гребне волны

В настоящий момент первостепенное значение имеет преодоление кризиса в сфере здравоохранения, сколько бы это ни стоило для бюджета. Дефицит бюджета в этих странах, как ожидается, увеличится в 2020 году в среднем примерно на 5 процентных пунктов ВВП (МВФ, 2020). Инвесторы с большей вероятностью примут эти шаткие бюджетные позиции, включая высокий уровень долга и крупный дефицит, если уже сегодня страны внедрят механизмы и институты, которые позволят вернуть устойчивость государственных финансов после начала восстановления.

Опыт прошлых долговых волн указывает на решающую роль выбора политики в определении результатов долговых волн. В то время как финансовые кризисы, как правило, были спровоцированы внешними потрясениями, воздействие на экономику отдельных стран в значительной степени зависело от основ внутренней политики и выбора соответствующих мер. Определение конкретных приоритетов политики в конечном итоге зависит от местной специфики, но, как показывает проведенный нами анализ, существует четыре основных направления политики, которые могут помочь странам с формирующимся рынком перенести текущую глобальную рецессию, несмотря на высокий уровень долга.

- **Надежное управление долгом и прозрачность.** Поскольку страны испытывают острую потребность в финансировании, надежное управление долгом и прозрачность долга крайне важны, чтобы гарантировать, что сегодняшний долг завтра сможет быть погашен, что стоимость заимствований удерживается под контролем, экономическая приемлемость долга в конечном итоге будет восстановлена, а бюджетные риски будут сдерживаться. Если центральные банки принимают участие в финансировании бюджета, то основы, обеспечивающие возврат к денежно-кредитной политике, действовавшей до пандемии, могут способствовать восстановлению уверенности инвесторов. Кредиторы, в том числе международные финансовые организации, могут взять на себя инициативу в этой области, способствуя принятию общих стандартов.
- **Надлежащее управление.** Даже при широкомасштабном бюджетном стимулировании, призванном преодолеть наблюдаемый сегодня спад активности, деньги все же необходимо расходовать благоразумно. В некоторых предыдущих кризисных ситуациях, как выяснилось постфактум, заемные средства были направлены на цели, которые не способствовали увеличению поступлений от экспорта, росту производительности или потенциального объема производства. В свете резкого нарушения активности в существующей глобализованной экономике особенно необходима надежная нормативно-правовая база в сфере банкротств, чтобы предотвратить пагубное влияние чрезмерной задолженности на инвестиции в течение продолжительных периодов.
- **Эффективное регулирование и надзор.** В то время как временная либерализация нормативного регулирования

оправдана в текущей ситуации, упреждающее регулирование и надзор в финансовом секторе смогут помочь директивным органам выявлять возникающие риски и принимать соответствующие меры. С началом восстановления более развитые финансовые рынки могут способствовать мобилизации внутренних сбережений, которые могут оказаться более стабильным источником финансирования, чем внешние заимствования.

- **Надежная макроэкономическая политика.** Надежные основы денежно-кредитной, валютной и налогово-бюджетной политики смогут обеспечить способность стран с формирующимся рынком и развивающихся стран к восстановлению в крайне неустойчивых условиях мировой экономики. Наблюдающаяся в настоящее время напряженность на рынке ограничивает открытые валютные позиции, однако гибкие обменные курсы могут несколько смягчить удар по национальной экономике в ближайшее время; в более долгосрочной перспективе гибкие курсы могут сдерживать наращивание значительных балансовых несоответствий и предотвращать крупные отклонения обменных курсов от равновесного уровня. В свете сегодняшней острой потребности в финансировании политику в сфере доходов и расходов следует скорректировать с целью увеличения бюджетных ресурсов для приоритетных расходов на здравоохранение и поддержку уязвимых групп населения. Применение исключений из бюджетных правил может быть необходимым во время кризиса, однако именно эти правила помогут вернуть устойчивость государственных финансов с началом восстановления экономики. При этом по ходу восстановления важное значение будут иметь бюджетные правила и основы, обеспечивающие последующее свертывание стимулирования и возврат к устойчивости государственных финансов.

Время покажет, завершится ли текущая долговая волна так же, как предшествовавшие ей, то есть чередой финансовых кризисов. В силу своего характера и масштаба потрясение, вызванное пандемией, создаст трудности даже для стран с самой стабильной экономикой. В этом контексте как никогда важны международное сотрудничество и поддержка. Необходимо, однако, помнить самый важный урок, извлеченный из опыта прошлых долговых волн: решающую роль в предотвращении финансовых кризисов играет внутренняя политика страны. **ФР**

М. АЙХАН КЁСЕ — директор группы перспектив развития Всемирного банка, **ФРАНЦИСКА ОНСОРГЕ** — управляющий группы, **ПИТЕР НЭЙГЛ** и **НАОТАКА СУГАВАРА** — старшие экономисты группы.

Литература

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Fiscal Monitor: Policies to Support People during the COVID-19 Pandemic*. Washington, DC, April.

Kose, M. A., P. Nagle, F. Ohnsorge, and N. Sugawara. 2020. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: World Bank.