Организация Объединенных Наций A/C.2/64/12

Генеральная Ассамблея

Distr.: General
18 November 2009
Russian
Original: Spanish

Шестьдесят четвертая сессия
Второй комитет
Пункты 51(c) и 52 повестки дня

Вопросы макроэкономической политики: внешняя задолженность и развитие: на пути к выработке долгосрочного решения долговых проблем развивающихся стран

Последующая деятельность по итогам Международной конференции по финансированию развития 2002 года и Конференции по обзору 2008 года и осуществление их решений

Письмо Постоянного представителя Никарагуа при Организации Объединенных Наций от 9 ноября 2009 года на имя Генерального секретаря

Имею честь обратиться к Вам в связи с запиской, которая подготовлена секретариатом Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД) и озаглавлена «Влияние финансово-экономического кризиса на приемлемость уровня задолженности развивающихся стран» и которая была представлена государствам-членам на неофициальном заседании (см. приложение).

Вышеупомянутая записка была подготовлена во исполнение просьбы бывшего Председателя Генеральной Ассамблеи Мигеля д'Эското Брокмана о подготовке документа о влиянии кризиса на приемлемость уровня задолженности, с которой он обратился к ЮНКТАД. Предполагается, что этот документ будет содействовать проведению прений в рамках специальной рабочей группы открытого состава Генеральной Ассамблеи, которая будет работать над выполнением решений Конференции Организации Объединенных Наций по вопросу о мировом финансово-экономическом кризисе и его последствиях для развития.

Буду признательна Вам за распространение вышеупомянутого документа в качестве документа Генеральной Ассамблеи по пунктам 51(c) и 52 повестки дня ее шестьдесят четвертой сессии.

(*Подпись*) Мария **Рубьялес де Чаморро**
Постоянный представитель

09-61178 (R) 111209 171209

Просьба отправить на вторичную переработку

Приложение к письму Постоянного представителя Никарагуа при Организации Объединенных Наций от 9 ноября 2009 года на имя Генерального секретаря

[Подлинный текст на английском языке]

Влияние финансово-экономического кризиса на приемлемость уровня задолженности развивающихся стран

Записка секретариата Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию

Сентябрь 2009 года

Содержание

		Стр.
I.	Введение	3
II.	Последние тенденции	3
III.	Приемлемый уровень задолженности в развивающихся странах и странах с развитой экономикой	11
IV.	Как сделать задолженность менее опасной	16
V.	Выводы	22
Добавление		
	Приемлемый уровень внешнего и внутреннего долга	26

I. Введение

1. Настоящий документ подготовлен во исполнение просьбы бывшего Председателя Генеральной Ассамблеи Мигеля д'Эското Брокмана о подготовке документа о влиянии финансово-экономического кризиса на приемлемость уровня задолженности, с которой он обратился к Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД) 6 июля 2009 года. Кроме того, этот документ является вкладом в осуществление решений Конференции Организации Объединенных Наций по вопросу о мировом финансово-экономическом кризисе и его последствиях для развития, состоявшейся в июне 2009 года.

2. В разделе II настоящего документа рассматриваются последствия кризиса для развивающихся стран. В ней показано, что этот кризис вновь продемонстрировал уязвимость развивающихся стран перед внешними потрясениями и что мировой спад порождает опасения относительно способности развивающихся стран пережить эту стихию, не создавая основы для преодоления кризисов в будущем. В этой связи необходима осведомленность руководства стран о ключевых факторах, определяющих приемлемость уровня задолженности, и их изменении за прошедшие два года. Вместе с тем к приемлемости уровня задолженности не следует относиться просто как к способности продолжать выполнять долговые обязательства без учета того факта, что увеличение суммы обслуживания долга неизменно ведет к сокращению объема средств, имеющихся для борьбы с нищетой и достижения целей в области развития, сформулированных в Декларации тысячелетия.

3. В разделе III продемонстрировано, что развивающиеся страны переживают долговой кризис при уровнях задолженности, которые по меркам стран с развитой экономикой являются относительно низкими (явление часто называемое идеосинкразией к задолженности). В настоящем документе отвергается традиционная посылка о том, что данное явление обусловлено результатом плохой политики или неэффективности институтов, и выдвигается утверждение о том, что ключевыми факторами, определяющими идеосинкразию к задолженности, является структура экономики и задолженности развивающихся стран.

4. В разделе IV обсуждается международная и национальная долгосрочная политика, направленная на уменьшение вероятности возникновения долговых кризисов. В этом разделе подчеркивается также то, что даже при проведении более эффективной политики долговые кризисы и государственные дефолты неизбежны и что издержки, связанные с такими кризисами, могут быть уменьшены благодаря наличию международного механизма урегулирования задолженности, который обеспечил бы быстрый, справедливый, транспарентный процесс реструктуризации задолженности.

II. Последние тенденции

5. Финансовый кризис, спровоцированный ростом числа дефолтов по неперворазрядным ипотечным кредитам в Соединенных Штатах Америки в 2007 году, вылился в самый серьезный мировой экономический спад за последние 70 лет. В течение 2008 года этот кризис из финансового сектора рас-

пространился на реальный сектор экономики и значительно усилился после банкротства компании «Лехман Бразерс» в сентябре 2008 года. В 2008 году обсуждение вопроса о том, насколько развивающиеся страны будут затронуты разворачивающимся экономическим кризисом в развитых странах, так и не принесли определенных результатов, однако к концу 2008 года имеющиеся данные со всей очевидностью указывали на то, что перспективы роста развивающихся стран значительно ухудшатся, и это будет сопровождаться ухудшением ряда ключевых экономических и социальных показателей.

6. Ожидается, что темпы роста в бедных странах с крупной задолженностью (БСКЗ) в 2009 году составят в среднем 2,7 процента, в то время как в 2007 и 2008 годах они составят, соответственно, 5,8 и 5,6 процента. В развивающихся странах, не относящихся к числу БСКЗ, ожидается замедление темпов роста объема внутреннего валового продукта (ВВП) до 0,7 процента в 2009 году, в то время как в 2007 году они составляли 8,1 процента, а в 2008 году — 5,7 процента. За этими цифрами скрываются значительные различия в показателях по отдельным странам, поскольку, как ожидается, в развивающихся странах, не относящихся к числу БСКЗ, за исключением Китая, ВВП в 2009 году сократится на 1,8 процента по сравнению с его объемом в 2008 году, и примерно в 62 развивающихся странах (из в общей сложности 166 стран, по которым имеются данные) в 2009 году ожидается спад объема производства, а в еще большем числе стран — отрицательные темпы роста в пересчете на душу населения.

7. В 2007 году в развивающихся странах в целом сальдо по счету текущих операций было положительным и составляло 3,5 процента от объема их валового национального дохода (ВНД), однако к 2008 году это сальдо сократилось до 2,5 процента от объема ВНД, и в 2009 году ожидается его сокращение до 1,6 процента. Этот средний показатель для данной группы стран в значительной степени определяется наличием положительного сальдо у небольшого числа стран; если исключить Китай, то соответствующие показатели будут выглядеть еще более тревожно. В развивающихся странах, не относящихся к числу БСКЗ, положительное сальдо по счету текущих операций в 2007 году составляло всего лишь 0,8 процента от объема ВНД, а уже в 2008 году оно стало отрицательным и составило 0,3 процента от объема ВНД. Кроме того, более половины развивающихся стран имели в 2008 году дефицит по счету текущих операций, превышающий 6 процентов от объема ВНД, а в группе БСКЗ в целом дефицит по счету текущих операций в 2008 году составлял 6,8 процента от объема их ВНД.

8. Ухудшение сальдо по счетам текущих операций развивающихся стран было в основном обусловлено резким падением объема экспорта и в меньшей степени сокращением объема денежных переводов. Падение объема экспорта, обусловленное сокращением мирового спроса, привело за период с сентября 2008 года по март 2009 года к снижению стоимостного объема мирового товарооборота на 30 процентов. Это сокращение объясняется одновременным падением физического объема экспорта и снижением экспортных цен, особенно на товары сырьевого сектора. Хотя в ходе кризиса из-за резкого сокращения объема промышленной деятельности в развитых странах в период с конца 2008 года по середину 2009 года, вероятно, в наибольшей степени пострадают страны с низким уровнем дохода, зависящие от экспорта единственного сырьевого товара, в развивающихся странах со средним уровнем дохода также на-

блюдалось значительное сокращение объема экспорта, обусловленное резким спадом в торговле готовыми изделиями в результате сокращения расходов потребителей в развитых и развивающихся странах.

9. Поскольку на денежные переводы приходится относительно небольшая доля дохода мигрантов, их поступление, как правило, является достаточно стабильным даже в периоды экономического спада. Это объясняет, почему последний кризис сказался на денежных переводах в меньшей степени, чем на других финансовых потоках, хотя в некоторых странах и наблюдалось резкое снижение их объема. Ожидается, что объем денежных переводов в развивающиеся страны, который достиг максимальной величины в 2008 году, составившей 328 млрд. долл. США, сократится в 2009 году на 7,3 процента, в то время как объем чистых частных финансовых потоков в тот же период упал более чем на 50 процентов. Сокращение объема денежных переводов напрямую связано со спадом в развитых странах с рыночной экономикой и сокращением совокупного заработка рабочих-мигрантов, которые зачастую заняты в секторах, в наибольшей степени пострадавших от кризиса, как то строительство и производство автомобилей. Наиболее значительное снижение объема денежных переводов будет зафиксировано в странах Африки, расположенных к югу от Сахары, — 8,3 процента; за ними следует Латинская Америка, где снижение соответствующего показателя составит 6,9 процента. Денежные переводы работников считаются важным фактором, оказывающим стабилизирующее влияние на динамику изменения счета текущих операций во многих развивающихся странах, а также резервным доходом, спасающим от нищеты получающие денежные переводы домашние хозяйства. Именно этот последний аспект вызывает озабоченность у многих развивающихся стран, поскольку вялость экономики и сокращение государственных поступлений уже ставят под угрозу ряд социальных программ.

10. Ввиду общего сокращения других финансовых потоков относительная важность денежных переводов для небольших развивающихся стран заметно возросла. В БСКЗ денежные переводы в 2009 году превзойдут по объему чистые прямые инвестиции, которые за период 2008–2009 годов в результате финансового кризиса сократились более чем на 30 процентов (см. диаграммы I и II). Ожидается, что снижение объема денежных переводов в 2008 и 2009 годах в наибольшей степени затронет Гаити, Гайану, Гондурас, Лесото, Республику Молдова и Таджикистан.

Диаграмма I

Приток финансовых средств в бедные страны с крупной задолженностью

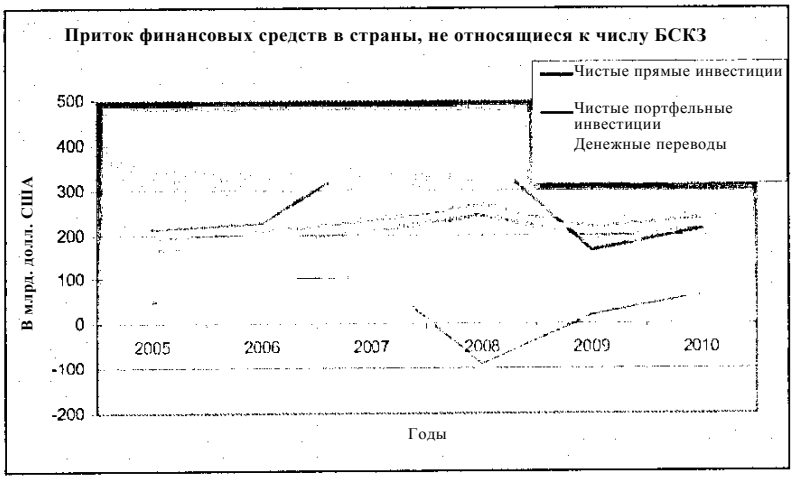


Источник: расчеты ЮНКТАД на основе данных из издания Международного валютного фонда “International Financial Statistics” и доклада ЮНКТАД “World Investment Report” и национальных источников и на основе оценок компании «Экономист интеллидженс юнит».

Примечание: на основе имеющихся данных.

Диаграмма II

Приток финансовых средств в страны, не относящиеся к числу бедных стран с крупной задолженностью



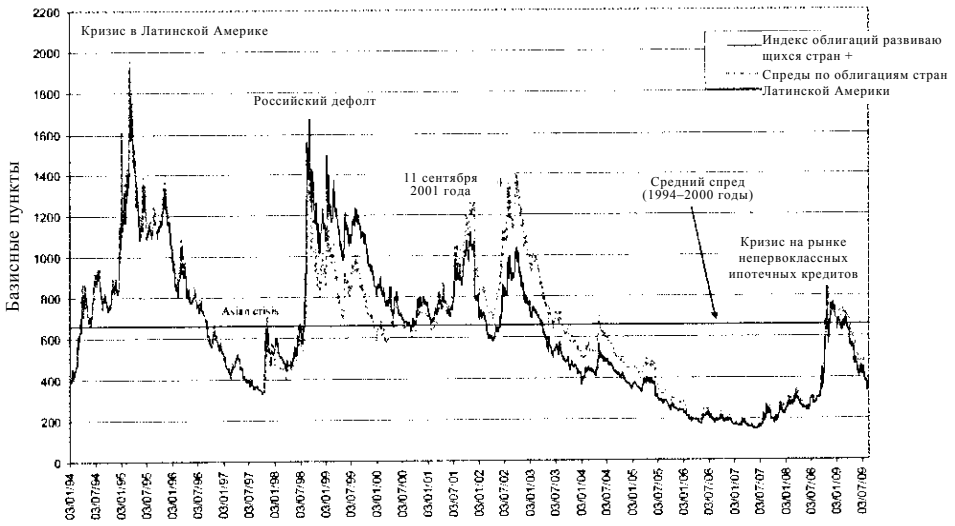
Источник: расчеты ЮНКТАД на основе данных из издания Международного валютного фонда “International Financial Statistics”, доклада ЮНКТАД “World Investment Report” и национальных источников и на основе оценок компании «Экономист интеллидженс юнит».

Примечание: на основе имеющихся данных.

11. Следует признать, что некоторые развивающиеся страны могут оказаться в выигрыше, если вместо дефицита они будут иметь положительное сальдо по счету текущих операций, и что развивающиеся страны, имеющие положительное сальдо по счету текущих операций, могут получить ограниченные выгоды или не получить никаких выгод от финансовой глобализации и связанного с этим притока частного капитала[1], однако верно также и то, что изменения должны происходить постепенно. Поэтому резкая остановка притока частного капитала может стать источником значительного шока по крайней мере в краткосрочном плане. Справиться с ситуацией, обусловленной таким прекращением притока частного капитала и его оттоком, является одной из главных задач политики для ряда развивающихся стран в 2009 году. Это особенно касается тех стран, которые имеют дефицит по счету текущих операций, хотя и не только их. Объем чистых потоков частного капитала, который превысил 900 млрд. долл. США в пике предыдущего цикла в 2007 году, упал до 465 млрд. долл. США в 2008 году и, как ожидается, составит менее 200 млрд. долл. США в 2009 году. За последние два года не только сократился объем предложения внешних частных финансовых ресурсов, но и в результате углубления финансового кризиса для развивающихся стран возросли издержки, связанные с заимствованием средств на международном рынке капитала. Мировой финансовый кризис и сопровождавшее его растущее нежелание инвесторов принимать на себя риски, в частности после краха компании «Лехман Бразерс» в сентябре 2008 года, привели к резкому увеличению спредов по государственным облигациям группы стран с формирующимся рынком в целом. Спред по отношению к сопоставимым казначейским ценным бумагам возрос с примерно 200 базисных пунктов в середине 2007 года до более чем 850 базисных пунктов в пике кризиса в конце 2008 года и начале 2009 года (см. диаграмму III). После принятия ряда мер денежно-кредитными и бюджетно-финансовыми органами по всему миру и распространения мнения о том, что крушения мировой финансовой системы не произойдет, размеры спредов стали сокращаться с конца февраля 2009 года и в настоящее время упали до уровней, которые существовали до банкротства компании «Лехман Бразерс». Вместе с тем нынешние спреды в размере 350 базисных пунктов по-прежнему означают более высокие издержки заимствования средств для группы стран с формирующимся рынком в целом по сравнению с уровнями, существовавшими до кризиса, и для стран, которые в 2009 году отсрочили уплату долга, — более значительное бремя для их экономики в связи с обслуживанием задолженности в предстоящие годы.

[1] Конференция Организации Объединенных Наций по торговле и развитию, *Доклад о торговле и развитии за 2008 год* (издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № R.08.II.D.21).

Диаграмма III
Совокупный индекс облигаций развивающихся стран и спреды по облигациям стран Латинской Америки



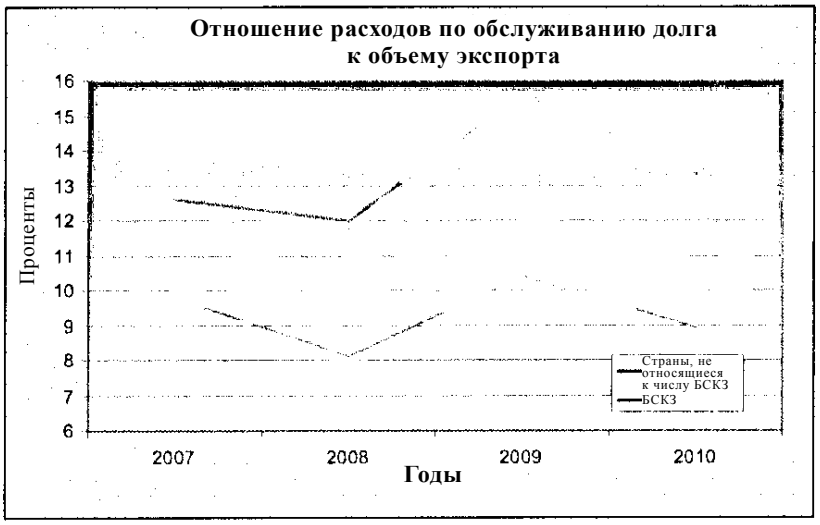
Источник: Bloomberg.

12. Во время повсеместного финансового кризиса и обусловленного этим резкого прекращения предоставления кредитов Международный валютный фонд выступал в качестве кредитора последней инстанции. Поэтому примером, подтверждающим серьезность связанных с платежным балансом проблем, с которыми сталкиваются развивающиеся страны, является то, что среднее число стран, запрашивающих займы у МВФ не по линии Фонда развития и снижения бедности[2], составляло 6 в год до кризиса, в то время как лишь за период с октября 2008 года по август 2009 года число стран, обратившихся к таким фондам, возросло до 24. Кроме того, средняя сумма фактически выделявшихся МВФ средств по всем не относящимся к Фонду развития и снижения бедности программам составляла 2 миллиарда специальных прав заимствования (СДР) в год в период с 2003 по 2007 год, помощь же 24 странам за период с конца прошлого года составила более 100 миллиардов СДР. Сокращение совокупного объема задолженности, связанное с осуществлением Инициативы в отношении БСКЗ и Инициативы по облегчению бремени задолженности на многосторонней основе, наряду с устойчивым ростом мировой экономики в предыдущие годы привели к впечатляющему улучшению показателей задолженности за период с 2003 по 2007 год. В 2008 году совокупный государственный долг развивающихся стран вырос на 176 млрд. долл. США, однако по-прежнему наблюдалось умеренное сокращение базовых коэффициентов задолженности, поскольку последствия снижения объема экспорта и темпов роста ВНД проявились в развивающихся странах еще не в полной мере. Вместе с тем снижение

[2] Фонд развития и снижения бедности МВФ. В настоящем докладе рассматриваются программы, не относящиеся к Фонду развития и снижения бедности, поскольку они отражают изменения в экономических условиях, не охватывающие осуществляемые БСКЗ мероприятия, которые проводятся в соответствии с их собственным графиком.

мирового спроса и обусловленное этим падение темпов роста и показателей экспорта развивающихся стран приведут к частичному снижению тех значительных объемов сокращения внешней задолженности, которые были достигнуты до конца 2008 года. Например, в 2009 году ожидается ухудшение показателя отношения объема расходов по обслуживанию долга к объему экспорта как для БСКЗ, так и для стран, не относящихся к этой группе (см. диаграмму IV).

Диаграмма IV
Отношение расходов по обслуживанию долга к объему экспорта

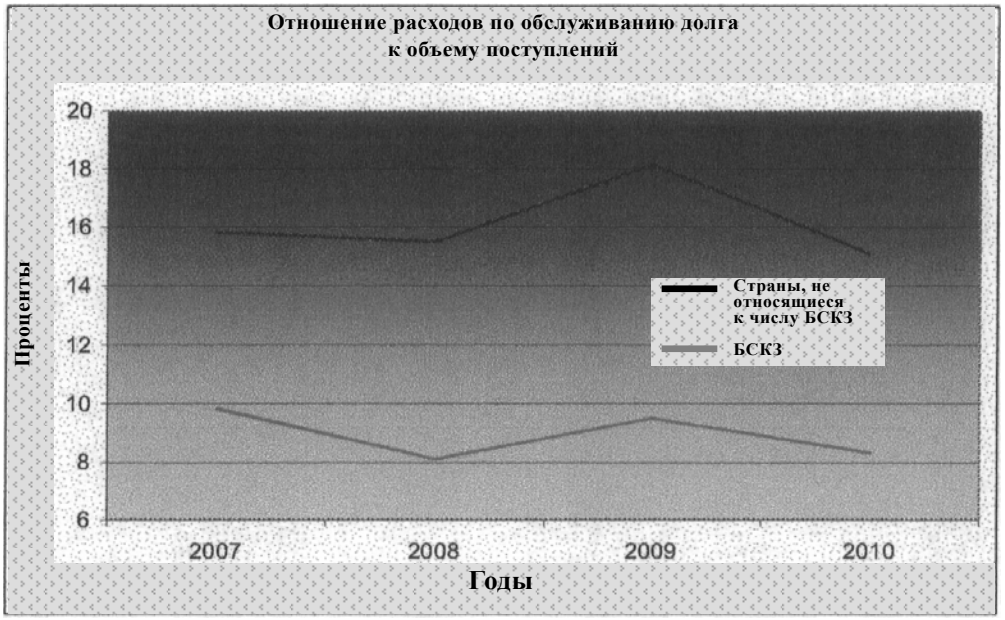


Источник: Расчеты ЮНТАД на основе данных из издания Всемирного банка "Global Development Finance" и оценок компании «Экономист интеллидженс юнит».

13. Вероятно, что отношения объема расходов по обслуживанию долга как к объему экспорта, так и к сумме государственных поступлений в процентах, будут оставаться более высокими в 2009 году и на протяжении значительной части 2010 года, чем в предкризисные годы. В 2009 году отношение объема расходов по обслуживанию долга к объему государственных поступлений увеличится более чем на 17 процентов как для БСКЗ, так и для стран, не относящихся к этой группе (см. диаграмму V). Для БСКЗ это увеличение обусловлено как ростом абсолютной суммы расходов по обслуживанию долга, так и значительным сокращением объема государственных поступлений. Даже до кризиса возможности многих развивающихся стран по достижению целей в области развития, сформулированных в Декларации тысячелетия, ограничивались нехваткой внутренних ресурсов, и увеличение доли государственных поступлений, направляемых на обслуживание задолженности, вызывает обеспокоенность, поскольку большее число стран, вероятно, будет отставать от графика осуществления запланированных программ сокращения масштабов нищеты. Согласно докладу об осуществлении целей в области развития, сформулированных в

Декларации тысячелетия[3], ожидается, что численность населения, живущего в условиях крайней нищеты, превысит, по оценкам, показатели, существовавшие до кризиса, на 55–90 миллионов человек. В этой связи секретариат ЮНКТАД предложил временно заморозить платежи по официальной задолженности для стран с низким уровнем дохода, что составит примерно 26 млрд. долл. США для 49 стран с низким уровнем дохода за 2009 и 2010 годы.

Диаграмма V
Отношение расходов по обслуживанию долга к объему поступлений



Источник: Расчеты ЮНКТАД на основе данных из издания МВФ “Government Finance Statistics” и национальных источников и оценок компании «Экономист интеллидженс юнит».

14. В ходе недавно проведенного по заказу ЮНКТАД исследования было установлено, что мировой финансовый кризис привел к значительному ослаблению банковского сектора в ряде развивающихся стран с низким уровнем дохода[4]. В ходе анализа в рамках исследования коэффициентов капитализации, рассчитываемых как отношение общего объема обязательств к суммарной капитализации на основе информации, содержащейся в банковских балансовых ведомостях, выявлен рост этого показателя в послекризисный период. Кроме того, в послекризисный период совокупные коэффициенты капитального покрытия банков большинства стран сократились по сравнению с прекризисными показателями. Интересно отметить, что соответствующие коэффициенты как правило хуже у отечественных банков, находящихся во владении иностранных банков, что подкрепляет все шире распространяющееся мнение о том, что раз-

[3] *The Millennium Development Goals Report 2009,* United Nations publication, Sales No. E.09.I.12.

[4] Amar Gande and Lemma W. Senbet, “The impact of the global economic crisis on debt sustainability of low-income countries”, UNCTAD informal paper, 2009.

вивающиеся страны пострадали несоразмерно в результате эксцессов, порожденных действиями международных центров частного финансирования. Если мировой кризис продлится после 2010 года, в ряде развивающихся стран возрастет риск банкротства банков, в результате чего еще больше ухудшится и их без того стесненное бюджетное положение, поскольку правительства будут вынуждены спасать некоторые из крупных банков, банкротство которых грозит системными рисками для экономики. Даже при более оптимистичном сценарии, в котором рост мировой экономики возобновится в начале 2010 года, ослабленный внутренний банковский сектор может помешать быстрому возобновлению экономической активности в развивающихся странах и, таким образом, еще больше отсрочит достижение целей в области развития, сформулированных в Декларации тысячелетия. Ослабление банковского сектора в развивающихся странах, вызванное финансовым кризисом, вновь показывает, как развивающиеся страны, являясь невинными свидетелями кризиса, тем не менее вынуждены преодолевать последствия кризиса, который подорвал или замедлил рост их экономики. Это также свидетельствует о разных путях развития финансового кризиса в различных странах. В развитых странах экономический кризис был спровоцирован финансовым сектором, во многих же развивающихся странах проблемы в финансовом секторе были вызваны мировым экономическим кризисом. Несмотря на отставание во времени, негативные последствия для роста, сокращения масштабов нищеты и возможностей обслуживания задолженности могут, тем не менее, оказаться значительными.

III. Приемлемый уровень задолженности в развивающихся странах и странах с развитой экономикой

15. Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой подвержены частым долговым кризисам, которые характеризуются низкими кредитными рейтингами и высокими спредами по государственным облигациям.

16. Разумеется, перед различными развивающимися странами стоят разные проблемы. Страны с низким уровнем дохода фактически не в состоянии справиться с высоким уровнем задолженности. Это вряд ли объясняется, как зачастую утверждают, неэффективностью институтов и политики. Высокая идиосинкразия по отношению к задолженности определяется тем фактом, что эти страны имеют слабо диверсифицированную экономику и чрезмерно полагаются на доходы от экспорта небольшого ассортимента товаров. Это порождает порочный круг. Странам с низким уровнем дохода необходимы кредиты для развития их производительного сектора и диверсификации их экономики, однако заимствование средств заканчивается для них тем, что они страдают от опустошительных и дестабилизирующих последствий долговых кризисов. Решением этой дилеммы является предоставление финансовых ресурсов на более льготных условиях.

17. Страны со средним уровнем дохода, которые имеют возможность заимствования средств на международных рынках капитала, сталкиваются с проблемами иного рода. В среднем неправильно утверждать, что в этих странах кризис возникает из-за того, что они заимствуют «слишком много» (хотя такое утверждение и верно в отношении некоторых из них). Вместо этого причиной часто возникающих кризисов является недостаточно оптимальная структура

задолженности, что частично является следствием наличия недостатков в международной финансовой архитектуре.

18. Правильность этого последнего утверждения можно проследить на примере кредитных рейтингов, спредов по государственным облигациям и уровней задолженности[5]. За период 1995–2009 годов медиана рейтинга государственных долговых обязательств большого числа развивающихся стран колебалась в пределах от BB- до BBB, а медиана кредитного рейтинга для стран с развитой экономикой оставалась на уровне выше AA+ (см. диаграмму VI). Низкий кредитный рейтинг ведет к высоким и нестабильным затратам на заимствование средств. В 1994–2009 годах спреды по деноминированным в долларах государственным долговым обязательствам в среднем составляли 650 базисных пунктов и доходили максимум до 1920 базисных пунктов (см. диаграмму III). В связи с этим возникают следующие вопросы: чем обусловлена эта ситуация? Почему развивающиеся страны имеют низкие рейтинги и высокие и нестабильный спреды?

Диаграмма VI
Медиана величины кредитных рейтингов «Стэндарт энд пурз» для развитых и развивающихся стран



Источник: расчеты ЮНКТАД на основе данных компании «Блумберг».

19. Ответ экономиста на вышеуказанные вопросы будет, естественно, следующим: «плохие базовые экономические показатели». Вместе с тем чрезмерная волатильность спредов по облигациям стран с формирующимся рынком ставит под сомнение любые объяснения, основанные исключительно на «базо-

[5] Спреды по государственным облигациям рассчитываются как разница между стоимостью облигаций правительства Соединенных Штатов и стоимостью деноминированных в долларах долговых инструментов, выпускаемых странами с формирующейся экономикой. Разница в стоимости кредитов вытекает из оценки предполагаемых рисков дефолта и ожидаемых потерь.

вых экономических показателях». Такое объяснение волатильности было бы обоснованным, если бы она была вызвана выбором внутренней политики: маленькие размеры спредов при эффективной политике и большие размеры спредов как наказание за плохую политику; вместе с тем имеются исчерпывающие доказательства того, что зачастую волатильность определяется внешними факторами[6]. Сложно определить те изменения в базовых экономических показателях, которые бы являлись основанием для столь резких перепадов в размерах спредов, указанных на диаграмме III.

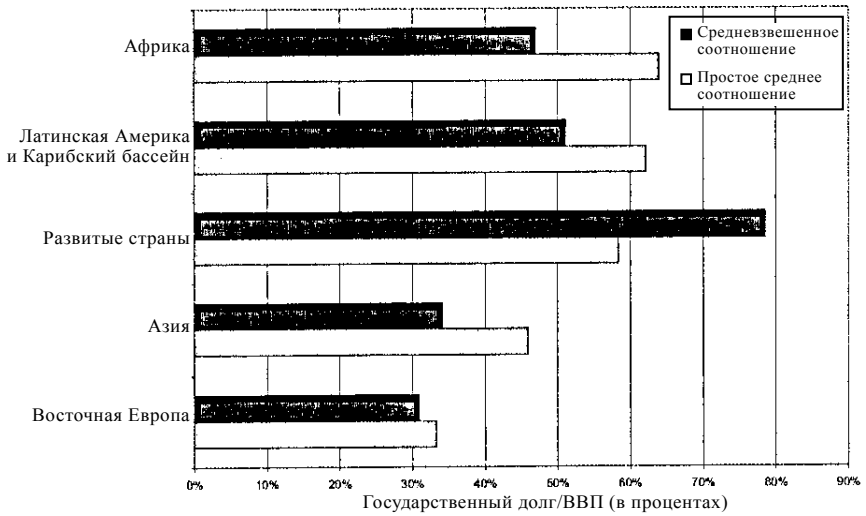
20. То же самое можно утверждать и в связи с размером отношения государственного долга к ВНД, который является одним из наиболее широко используемых показателей способности страны погашать свои обязательства. На диаграмме VII показано, что в среднем размеры государственного долга развивающихся стран не намного превышают размеры государственного долга развитых стран. Анализ простых средних показывает, что лишь страны Африки и Латинской Америки имеют объем задолженности, который превышает величину долга развитых стран, однако эта разница относительно невелика (6 процентов для стран Африки и 4 процента для стран Латинской Америки). Страны же Азии и Восточной Европы, напротив, имеют средние размеры задолженности, которые значительно меньше средней величины долга развитых стран[7].

---

[6] Например, спреды по государственным облигациям достигали в пике 1700 базисных пунктов после российского кризиса 1998 года, при том что у Латинской Америки не было экономических связей с Российской Федерацией. Это было примером «финансового заражения», вызванного тем, что те инвесторы на Уолл-стрит, которые являлись держателями российских облигаций, владели также облигациями стран Латинской Америки. Когда Российская Федерация в 1998 году объявила дефолт, эти инвесторы без разбора продали весь этот класс активов. Еще более ярким примером экзогенного характера волатильности является резкое повышение спредов после того, как были совершены террористические акты 11 сентября 2001 года, и после того, как разразился нынешний финансовый кризис. Оба эти события были завязаны с центром мировой финансовой системы, однако оказали значительное негативное воздействие на стоимость кредита для стран с формирующимся рынком.

[7] Фактически, средневзвешенные показатели, — при составлении которых больший вес придан странам с крупной экономикой, — свидетельствуют о том, что развитые страны имеют наибольший уровень задолженности. В связи с этим можно возразить, что вышеприведенный анализ, в рамках которого основное внимание уделяется общему объему государственного долга, вводит в заблуждение, поскольку внешняя задолженность у развитых стран гораздо ниже, чем у развивающихся. На эту критику есть два возможных ответа. Первый заключается в том, что оценка приемлемости уровня задолженности исходя лишь из размеров внешнего долга неверна. Многочисленные данные свидетельствуют о том, что одним из существенных факторов, обусловливающих уязвимость, является внутренний государственный долг, и что во многих случаях долговой кризис зарождается на рынках внутренних долговых обязательств (Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, “The forgotten history of domestic debt”, National Bureau of Economic Research working paper 13946, 2008). Кроме того, в условиях, когда несколько стран с формирующимся рынком имеют открытые счета движения капитала и заимствуют средства путем выпуска облигаций, различие между внешней и внутренней задолженностью становится несколько искусственным. Второй ответ заключается в том, что сопоставление размеров внешней задолженности развивающихся стран с величиной внешнего долга Соединенных Штатов свидетельствует об отсутствии доказательств того, что внешний долг Соединенных Штатов меньше, чем в среднем у развивающихся стран. Хотя и существуют определенные опасения по поводу возможного обесценения доллара США, вопрос о дефолте правительства Соединенных Штатов не вызывает серьезной озабоченности, при этом облигации казначейства Соединенных Штатов по-прежнему имеют кредитный рейтинг AAA, и процентные ставки по ним находятся на весьма низком уровне.

Диаграмма VII
Объем государственного долга в процентах от ВВП (2004–2008 годы)



Источник: "Public debt around the world: a new dataset of central Government debt", Ugo Panizza and Dany Jaimovich, *Applied Economics Letters* (March 2008).

21. Этот относительно низкий уровень задолженности не означает, что перед развивающимися странами не стоит проблема долга. Напротив, это означает, что задолженность представляет собой гораздо более серьезную проблему для развивающихся, чем для развитых стран. Отношение размера государственного долга Японии к ВВП существенно превышает 150 процентов, однако при этом не возникает серьезных опасений относительно платежеспособности Японии. В то же время во многих случаях развивающиеся страны сталкиваются с долговым кризисом при уровнях задолженности, составляющих лишь 30 процентов от размера ВВП. Что-то обусловливает более высокую степень долгового риска в развивающихся странах. Что же это? Почему задолженность представляет собой серьезную проблему для развивающихся стран и является гораздо менее серьезной проблемой для развитых стран?

Стандартное объяснение

22. Согласно общепринятой точке зрения, это положение вызвано плохой политикой и неэффективными институтами. Что касается рецептов в отношении политики, то, согласно данному мнению, развивающиеся страны смогут выдержать более высокий уровень задолженности лишь при условии улучшения их институциональной системы. Вместе с тем далее утверждается, что улучшение институтов потребует времени и усилий, а пока развивающиеся страны должны обеспечивать сохранение низкого уровня задолженности. Этот подход лежит в основе разработанных МВФ и Всемирным банком Рамочных принципов оценки приемлемости уровня задолженности стран с низким уровнем дохода, в соответствии с которым размеры приемлемой задолженности увязыва-

ются с величиной индекса механизма оценки страновой политики институтов Всемирного банка.

23. Выводы, основанные на этой позиции, которую можно назвать как «институциональный фундаментализм», представляются слишком категоричными и не согласуются с показанным выше высоким уровнем волатильности. Такая волатильность величины стоимости кредита зачастую обусловливается тем фактом, что иностранные инвесторы могут очень быстро менять свое мнение. Одни и те же подходы и институты, которые в один момент считаются разумными и «вознаграждаются» массированным вливанием капитала и установлением низких размеров спредов, могут внезапно превратиться, по мнению инвесторов, в безответственные, и в связи с этим следует «наказание» в виде значительного оттока капитала и установления высоких размеров спредов[8].

Роль структуры задолженности

24. В рамках альтернативного и более перспективного набора объяснений основное внимание уделяется структуре задолженности. Согласно этим объяснениям, важное значение имеют характеристики долгового контракта. Например, в литературе о «первородном грехе»[9] основное внимание уделяется анализу валютной структуры внешнего долга и утверждается, что наличие долга в иностранной валюте играет ключевую роль в снижении уровня приемлемости задолженности[10]. Сроки погашения задолженности также имеют важное значение, поскольку наличие краткосрочной задолженности создает риск переноса платежей и, таким образом, повышает уязвимость по сравнению с ситуацией, когда задолженность является долгосрочной. В ходе мексиканского кризиса 1994/95 года и российского кризиса 1998 года со всей очевидностью проявилась связь между степенью уязвимости и асимметрией по срокам погашения задолженности (см. добавление).

25. Принятие за основной фактор валютной структуры задолженности позволяет объяснить, почему в развивающихся странах часто возникают долговые

---

[8] Конференция Организации Объединенных Наций по торговле и развитию, *Доклад о торговле и развитии за 2009 год* (издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № R.09.II.D.16).

[9] См. Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, “Exchange rates and financial fragility”, National Bureau of Economic Research working paper 7418 (1999); Eichengreen, Hausmann and Ugo Panizza, “The pain of original sin”, in *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economics*, Eichengreen and Hausmann (eds.), (Chicago, Illinois, University of Chicago Press, 2005).

[10] Рассмотрим пример, в котором две страны имеют одинаковые размеры долга, но структура их задолженности различна: весь долг страны D представляет собой обязательства в национальной валюте, а весь долг страны F представляет собой обязательства в иностранной валюте. Предположим далее, что в обеих странах начинается спад и они принимают решение проводить макроэкономическую политику увеличения денежной массы, что ведет к снижению курса их валют. В стране D политика увеличения денежной массы, вероятно, приведет к стимулированию экономики и повышению степени приемлемости как внешней задолженности, так и совокупного долга. В стране F снижение курса иностранных валют приведет к росту размера задолженности, выраженной в национальной валюте (часто это называют негативным эффектом для платежного баланса), и может привести к росту коэффициента задолженности и, возможно, к долговому кризису. В результате, страны, со значительными размерами задолженности в иностранной валюте могут испытывать серьезные трудности в проведении макроэкономической политики, направленной на сглаживание цикла.

кризисы, а у такой страны, как Соединенные Штаты, не возникает проблем с обслуживанием своего долга. Разница объясняется не тем, где они заимствуют средства, поскольку и те, и другие заимствуют их за рубежом, и в среднем развивающиеся страны заимствуют средства за рубежом меньше, чем Соединенные Штаты. Они даже заимствуют средства за рубежом в той же валюте, что и Соединенные Штаты (главным образом в долларах США); разница заключается в том, что Соединенные Штаты могут печатать доллары, а развивающиеся страны нет.

IV. Как сделать задолженность менее опасной

26. Вопрос о том, почему разные страны имеют различные структуры долга и можно ли придумать такие новые инструменты, которые позволят добиться приемлемого уровня задолженности, является предметом жарких споров.

27. Одни, не отрицая роли надлежащих институтов и стратегий, утверждают, что тот набор долговых инструментов, которым в настоящее время пользуются развивающиеся страны, сложился главным образом под воздействием исторических случайностей и инертности. Из этого следует, что можно, хотя и непросто, разработать новые и более совершенные долговые инструменты, которые позволят обеспечить приемлемый уровень задолженности. Противники этой точки зрения утверждают, что имеющийся набор инструментов является всего лишь отражением институциональных просчетов, ведущих к ненадлежащему исполнению контрактов и отсутствию доверия к политике. По их мнению, легких путей не существует и ничего нельзя сделать, не устранив институциональные недостатки.

28. Такая позиция представляется слишком экстремальной. Хотя маловероятно, что новые финансовые инструменты сами по себе позволят развивающимся странам поддерживать задолженность на таком уровне, который по силам многим развитым странам, незначительное совершенствование структуры долга может привести к уменьшению вероятности возникновения долгового кризиса при любом заданном уровне задолженности[11]. Более того, большинство развивающихся стран располагают такими инвестиционными возможностями, потенциальный доход от использования которых превышает стоимость привлечения средств. Поэтому в теории заимствование в целях финансирования таких проектов может привести к повышению благосостояния страны. В некоторых случаях развивающиеся страны могут быть в состоянии финансировать такие инвестиционные проекты за счет мобилизации внутренних ресурсов. В других случаях единственно возможным выходом является получение внешних займов.

---

[11] В ответ на это обычно указывается, что, если бы такие новые инструменты работали, не было бы необходимости в стратегических мерах реагирования, поскольку в действие вступали бы рыночные силы. При этом не учитывается тот факт, что разработка нетрадиционных инструментов ведет к появлению позитивных экзогенных факторов и поэтому снижает рыночную потребность в применении таких инструментов (Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati and Ugo Panizza, *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance* (Boston, Harvard University Press; Washington, D.C., Inter-American Development Bank, 2006)).

Как избежать чрезмерного заимствования

29. Применение нетрадиционных долговых инструментов может уменьшить риск возникновения долгового кризиса при любом уровне задолженности. Вместе с тем при использовании любого набора долговых инструментов риск возникновения долгового кризиса может быть снижен за счет уменьшения объема заимствования. Из этого следует, что первым шагом в направлении достижения приемлемого уровня долга является заимствование на разумных основаниях и отказ от чрезмерного заимствования в периоды благоденствия. Это вовсе не означает, что странам необходимо отказаться от привлечения заемных средств. Им, скорее, не следует прибегать к практике чрезмерного заимствования. Заимствование на разумных основаниях означает, что привлечение заемных средств должно осуществляться только для финансирования проектов, отдача от которых будет выше процентных платежей по займам. Кроме того, займы в иностранной валюте следует привлекать только для тех проектов, которые могут непосредственно или косвенно генерировать иностранную валюту, необходимую для обслуживания долга[1, 12].

30. Одним из способов поддержания задолженности на допустимом уровне является дополнение макроанализа приемлемого уровня задолженности тщательной оценкой приемлемости долга в рамках каждого проекта. Прежде чем обращаться к внешнему заимствованию, стране следует проанализировать проект, ответив на следующие три вопроса: a) позволит ли проект обеспечить такую общественную отдачу, которая будет больше стоимости привлеченных средств? b) позволит ли проект генерировать такой объем иностранной валюты, который необходим для обслуживания долга? c) будут ли поступления соответствовать графику выплат, предусмотренному соглашением о займе? Только те проекты, в отношении которых на все три вопроса был дан положительный ответ, следует финансировать на основе стандартных соглашений о внешних займах. Вполне вероятно, что в странах с низким уровнем дохода имеется ряд проектов с высокой общественной отдачей, которые не отвечают второму и третьему требованиям. Такие проекты должны финансироваться с помощью субсидий и льготных займов.

31. Довольно часто государство прибегает к чрезмерному заимствованию из политических или предвыборных соображений, а также в силу того, что политики могут ставить собственную выгоду выше благосостояния электората. К настоящему времени накоплены обширные эмпирические данные, указывающие на то, что чрезмерное заимствование государством можно ограничить путем повышения прозрачности бюджетного процесса и достоверности фискальной и долговой статистики (см. ниже), а также за счет создания должным образом функционирующей системы автоматической фискальной стабилизации. Очевидно, что при этом не уменьшается важность дискреционных мер фискальной политики, особенно в периоды кризиса, однако при этом должны соблюдаться правила, которые позволяют ограничить дефицитообразующее воз-

[12] Поскольку деньги относятся к заменимым вещам, сказанное не следует понимать буквально. Получая внешний заем, страна должна, тем не менее, быть уверена в том, что ее экономика сможет генерировать необходимый для обслуживания долга объем внешних ресурсов.

действие таких мер (подробное обсуждение этих вопросов см. в главе 7 «Доклада о торговле и развитии» за 2008 год[13].

32. Это указывает на важную роль ответственного заимствования и кредитования. Несмотря на отсутствие согласованного набора определений или принципов, совместная ответственность заемщиков и кредиторов имеет решающее значение для предотвращения непомерного (а в некоторых случаях и фальсифицированного) нарастания задолженности. ЮНКТАД приступила к осуществлению проекта, направленного на решение некоторых из этих проблем и предусматривающего разработку руководящих принципов и критериев для оценки легитимности государственного долга.

33. Чрезмерное заимствование, особенно заимствование из внешних источников, представляет собой проблему и для частного сектора[14]. Так, во многих случаях не представляется возможным разграничить государственные и частные обязательства. Это касается прежде всего банковской задолженности. Наличие имплицитного или явного страхования депозитов подразумевает, что при возникновении банковского кризиса обязательства банков будут покрываться государством. Таким образом, внешний долг частных банков представляет собой условное внешнее обязательство государственного сектора.

34. Кроме того, имеются обстоятельства, при которых частный внешний долг может привести к чрезмерному заимствованию и в конечном счете к возникновению значительно более неустойчивого положения по сравнению с внешним долгом государственного сектора. Например, в большинстве развивающихся стран стоимость заемных средств связана с совокупным (государственным и частным) внешним долгом. В силу этого внешнее заимствование ведет к возникновению негативных экзогенных факторов, поскольку действия каждого заемщика приводят к увеличению стоимости средств для всех остальных заемщиков. Если единственным заемщиком является правительство, то, принимая решение о привлечении средств, оно будет учитывать влияние этой тенденции к удорожанию внешних займов. В противоположность этому частные заемщики не учитывают повышательное воздействие своих решений на стоимость займов для других заемщиков и поэтому осуществляют заимствование в масштабах, превышающих социально допустимые.

35. Еще один источник уязвимости связан с присутствием риска недобросовестности. Частные заемщики могут стремиться свести к минимуму стоимость заемных средств и не препятствовать росту показателей несовпадения валют и срочности в том случае, когда они знают, что при возникновении валютного кризиса или кризиса ликвидности им будет оказана помощь. В частности, причиной многих долговых кризисов, включая азиатский кризис 1997/98 года и нынешние проблемы, с которыми сталкиваются ряд стран в Восточной Европе

---

[13] Необходимость увеличения расходов и сокращения налогов в тяжелые времена зачастую вовсе не равноценна желанию или способности сокращать расходы или увеличивать налоги в периоды благоденствия.

[14] Согласно доктрине Лоусона-Робичека, любая проблема расчетов, связанная с частным внешним долгом, затрагивает только те стороны, которые являются непосредственными участниками долговых отношений, и не будет иметь таких макроэкономических последствий, которые обычно ассоциируются с кризисом государственного долга. Этот взгляд был опровергнут долговым кризисом 1982 года и азиатским кризисом 1997/98 года, охватившими ряд стран, имевших значительный дефицит по текущим счетам при высоких показателях частных инвестиций и общей сбалансированности бюджета.

и Центральной Азии, является несовпадение валют, связанное с наличием обязательств в иностранной валюте и активов в национальной валюте. Эту проблему нельзя решить просто путем предъявления банкам требования обеспечить совпадение валют, в которых выражены их обязательства и активы. Даже если банку удастся добиться совпадения валюты его активов и обязательств, при обесценении этой валюты у банка возникнут проблемы с балансом, если у его клиентов будет наличествовать несовпадение валют (это происходит в случаях, когда компании, производящие товары, не являющиеся объектами международной торговли, берут займы в иностранной валют или при наличии у домашних хозяйств ипотечных кредитов, деноминированных в иностранной валюте). Так, деятельность некоторых частных агентов, занимающихся валютным арбитражем и спекуляциями с производными финансовыми инструментами, ведет к усилению потенциальных несовпадений, связанных с удовлетворением их обычных потребностей в заемных средствах. В конечном счете такая деятельность может привести к возникновению у них колоссальных убытков. Известны случаи, когда закрытие таких спекулятивных позиций приводило к дестабилизации рынков иностранной валюты[15].

36. Пруденциальное регулирование должно быть направлено на предотвращение возникновения таких несовпадений, однако реализация такого пруденциального регулирования на практике затрудняется тем фактом, что внешнее заимствование частным сектором является значительно менее прозрачным по сравнению с внешним заимствованием государственным сектором, и тем, что общий объем внешних займов частного сектора оценить и измерить значительно труднее, чем объем внешних займов, полученных государственным сектором. Эта проблема отсутствия прозрачности усугубляется тем, что субъекты частного сектора берут валютные риски, прибегая к использованию сложных производных финансовых инструментов. Учитывая эти проблемы, в ряде случаев для ограничения чрезмерного заимствования и предотвращения снижения внешней конкурентоспособности весьма целесообразно использовать меры регулирования притока капитала.

Совершенствование регулирования задолженности

37. Нынешний кризис вновь подчеркнул важность эффективного регулирования задолженности в целях поддержания приемлемого уровня задолженности в развивающихся странах. Как и в ходе предыдущих кризисов, эффективное регулирование государственного долга страны оказывалось ценным подспорьем в смягчении последствий внешних потрясений. Эффективное регулирование задолженности способствует достижению и поддержанию приемлемого уровня долга по трем основным направлениям: подача информации в рамках принятия решений, проведение в жизнь выработанной политики и обеспечение надлежащего покрытия национального долга.

38. Влияние регулирования задолженности на процесс принятия правительственных решений в первую очередь связано с предоставлением данных о за-

---

[15] Более подробно о валютном арбитраже см. UNCTAD *Trade and Development Report, 2007*, chapter I. Обсуждение вопроса о торговле производными финансовыми инструментами в корпоративном секторе см. Alejandro Jara, Ramon Moreno and Camilo Tovar “The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses”, *BIS Quarterly Review*, June 2009.

долженности и выработкой стратегических предложений. Наличие достоверных и своевременных данных о задолженности имеет решающее значение для осмотрительного анализа рисков и выработки правительственных стратегий, направленных на обеспечение приемлемого уровня задолженности. Ключевыми факторами в этой связи являются предоставление достаточного числа подготовленных сотрудников, результативный обмен информацией и применение действенных систем управления информацией. Кроме того, правительство должно быть готово к использованию той информации и рекомендаций, которые являются продуктом деятельности по регулированию задолженности. В странах, где эти условия выполняются, становится возможным использование точных данных для анализа приемлемого уровня задолженности и укрепление вырабатываемой по его результатам политики. Там же, где эти условия не соблюдаются, аналитическая деятельность и основанный на ее результатах процесс принятия решений не достигают своей цели.

39. Для проведения в жизнь выработанной политики решающее значение имеет надлежащая нормативно-правовая база, организационные структуры и оперативные процедуры. Когда имеется надлежащая нормативно-правовая и организационная база и четко определены функции организационных структур, обусловленное этим повышение подотчетности и прозрачности способствует эффективной реализации на практике правительственной политики, направленной на достижение приемлемого уровня задолженности. На макроэкономическом уровне регулирование задолженности должно рассматриваться в качестве неотъемлемой части общей макроэкономической стратегии правительства, связанной с укреплением процесса принятия решений и обеспечением согласованности с другими макроэкономическими задачами и направлениями политики. На уровне микроуправления функции регулирования задолженности должны быть встроены в более широкий процесс государственного финансового регулирования и управления, включая комплексные системы финансового управления. Страны, в которых эти условия выполняются, оказываются в состоянии использовать регулирование задолженности для смягчения последствий финансовых кризисов. Вместе с тем в тех случаях, когда такая база, структуры и ресурсы отсутствуют или развиты слабо, нет достаточного потенциала для эффективного проведения в жизнь правительственной политики, связанной с обеспечением приемлемого уровня задолженности, что ведет к возникновению расхождений между целями правительства и фактическими результатами.

40. Еще одним необходимым условием для того, чтобы регулирование задолженности обеспечивало поддержание задолженности на приемлемом уровне, является полное покрытие государственных и гарантированных государством долговых обязательств страны, а также наблюдение за негарантированным и краткосрочным долгом частного сектора. Азиатский кризис особо подчеркнул необходимость поддержания правительствами всестороннего покрытия таких обязательств. Вместе с тем во многих странах по-прежнему нет полного покрытия задолженности, причем учет задолженности ведется только по некоторым категориям долга центрального правительства. Отсутствие такой полной информации ведет к ослаблению способности осуществлять всесторонний анализ рисков и приемлемого уровня задолженности.

Разработка новых долговых инструментов

41. Развивающиеся страны могут снизить опасность возникновения кризиса задолженности за счет последовательного поддержания положительного сальдо бюджета и счета текущих операций. Вместе с тем, даже если страна решит сделать это (есть целый ряд причин, по которым это может оказаться неоптимальным или нецелесообразным), ей все равно придется иметь дело с уже имеющейся задолженностью. Поскольку в основе финансовых кризисов зачастую лежат проблемы с ликвидностью, а не проблемы платежеспособности (причем даже проблемы платежеспособности иногда являются следствием кризиса ликвидности), ключевое значение в качестве гарантии приемлемого уровня долга имеет обеспечение такой структуры задолженности, которая позволяет снизить опасность возникновения подобного кризиса.

42. В разделе III выше говорилось о рисках, связанных с заимствованием в иностранной валюте. Некоторым развивающимся странам и странам с переходной экономикой удалось добиться успехов в снижении этих рисков за счет перехода с международного на внутренний рынок заемных средств. Вместе с тем этот вариант доступен не всем странам, и некоторые развивающиеся страны по-прежнему вынуждены полагаться на международный рынок капитала, на котором возможности для получения займов в национальной валюте крайне ограничены. Международные финансовые учреждения могут расширить базу инвесторов для долгосрочных инструментов в местной валюте путем выпуска своих собственных облигаций в валютах стран-заемщиков. В прошлом многосторонние банки развития выпускали облигации, деноминированные в валютах стран с переходной экономикой, в целях сведения к минимуму затрат этих стран на привлечение заемных средств. В последнее время они активизировали этот процесс, признав, что, предоставляя займы в местных валютах, они могут поддержать создание рынков для таких инструментов и тем самым способствовать процессу развития, используя одновременно активы (предоставленные ими займы), и пассивы (привлеченные средства) своих балансов[16]. Проводить такую политику станет, безусловно, легче в том случае, если международная финансовая система будет в меньшей степени ориентироваться на доллар США (о предложениях в этой связи см. «Доклад о торговле и развитии» за 2009 год).

43. Добиться более приемлемого уровня задолженности можно также за счет выпуска условных долговых инструментов. Например, особый интерес в этой связи представляют индексированные по ВВП облигации, поскольку они предусматривают уменьшение размера платежей при снижении показателей платежеспособности[17]. Вместе с тем создание рынка таких ценных бумаг сопряжено с целым рядом проблем, особенно в связи с тем, что кому-то придется оплачивать фиксированные издержки, связанные с разработкой и выпуском нового инструмента. Кроме того, в этом случае международное сообщество мог-

---

[16] В работе Eichengreen and Hausmann “Original sin: the road to redemption”, in *Other People's Money* (см. сноску 9) авторы предложили, чтобы многосторонние банки развития выпускали облигации с привязкой к индексу, отражающему совокупный риск по диверсифицированной группе стран с переходной экономикой.

[17] Обсуждение вопроса об индексируемых по ВВП облигациях см. Eduardo Borensztein and Paolo Mauro, “The case for GDP-indexed bonds”, *Economic Policy*, vol. 19, No. 38, pp. 165-216, April 2004; see also Stephany Griffith-Jones and Krishnan Sharma “GDP-indexed bonds: making it happen” Department of Economic and Social Affairs working paper No. 21, ST/ESA/2006/DWP/21, April 2006.

ло бы сыграть важную роль, оказывая техническую помощь и способствуя повышению качества и надежности статистических данных, необходимых для установления цены на новые инструменты. В крайнем случае первыми эмитентами нетрадиционных и условных долговых инструментов могли бы стабильность международные финансовые учреждения.

44. Учитывая требуемые размеры рынка, экзогенные факторы и необходимость разработки международных стандартов, создание новых инструментов может потребовать вмешательства на международном уровне. При этом международное сообщество могло бы также способствовать решению и более фундаментальной проблемы. Выпуск долговых инструментов в местной валюте или условных долговых инструментов можно сравнить с выплатой страхового взноса. Для принятия долговых инструментов с более переменной доходностью международные инвесторы, вполне вероятно, потребуют определенной компенсации. Такой своего рода страховой взнос может оказаться дорогостоящим с политической точки зрения, и руководство страны может не пойти на приобретение такого страхового полиса, который может пойти на благо будущим правительствам[18]. Если бы международные финансовые учреждения создали критическую массу таких инструментов и продемонстрировали их выгоды, то своекорыстным политикам было бы гораздо труднее отвергнуть использование этих инструментов.

V. Выводы

45. Финансово-экономический кризис последних двух лет со всей очевидностью подчеркнул необходимость принятия дополнительных стратегических мер на национальном и международном уровнях для генерирования таких темпов экономического роста в развивающихся странах, которые позволят сохранить приемлемый уровень задолженности и достичь целей в области развития, сформулированных в Декларации тысячелетия. В этой связи важно проводить различие между короткосрочными мерами, направленными на сведение к минимуму последствий нынешнего кризиса, и более долгосрочными стратегиями, которые необходимо будет осуществить в целях оздоровления глобальной экономики и уменьшения глобальных диспропорций.

46. В условиях кризиса страны с низким уровнем дохода располагают значительно меньшими возможностями для маневра, чтобы противодействовать внешним потрясениям. Поэтому одной из первоочередных краткосрочных мер,

---

[18] Высокую оценку получили недавно действия министра финансов Мексики по проведению осмотрительной политики, предусматривающей страхование от риска колебаний цен на нефть. Такая политика была осмотрительной и правильной, и она была бы осмотрительной и правильной даже в том случае, если бы цены на нефть выросли, а не упали (как осмотрительным и правильным является приобретение страхового полиса человеком, который не попадает в аварии). Вместе с тем вполне можно представить, какой критике подверглось бы правительство Мексики в том случае, если бы цены на нефть стали расти, а не падать. Подобный политический риск является одной из главных причин того, что руководители не горят желанием участвовать в подобных планах страхования. Так, даже в тех статьях, где действиям мексиканского министра Агустина Картенса давалась высокая оценка, такая политика именовалась «авантюрной», а не осмотрительной политикой страхования (Javier Blas, “Mexico’s big gamble on oil pays off”, *Financial Times*, September 8, 2009).

которые должны приниматься при возникновении кризиса, является предоставление кредиторами странам с низким уровнем дохода возможностей для более гибкого реагирования на внешние потрясения. В контексте нынешнего экономического кризиса ЮНКТАД в апреле 2009 года призвала ввести мораторий на государственный долг стран с низким уровнем дохода, с тем чтобы дать им необходимое послабление для смягчения пагубных последствий глобального кризиса. Еще одним обнадеживающим шагом стало объявление МВФ в июле 2009 года о введении в отношении стран с низким уровнем дохода на период до конца 2011 года чрезвычайной меры, предусматривающей невзимание процентных платежей по займам, предоставленным в рамках механизмов льготного кредитования.

47. На саммите Группы восьми в Гленеглзе и на Саммите тысячелетия Организации Объединенных Наций страны приняли решение об увеличении к 2010 году объема официальной помощи в целях развития до 130 млрд. долл. США. Несмотря на обнадеживающие признаки того, что ряд стран идут к достижению своих целевых показателей, некоторые страны урезали свои бюджеты на цели помощи как раз в тот момент, когда официальная помощь в целях развития является как никогда важной для смягчения негативных последствий глобального финансово-экономического кризиса. Важно, чтобы все страны-доноры выполнили существующие обязательства по предоставлению средств и даже перевыполнили их с учетом тех трудных условий, в которых находятся развивающиеся страны. Дополнительная помощь будет иметь решающее значение для достижения целей в области развития, сформулированных в Декларации тысячелетия, поскольку нынешние целевые показатели были согласованы еще до того, как финансовый кризис привел к резкому снижению темпов экономического роста и правительственных поступлений в развивающихся странах и к возникновению ситуации, в которой целый ряд стран вынуждены сокращать расходы на социальные нужды в интересах сохранения макроэкономической стабильности и поддержания задолженности на приемлемом уровне.

48. Некоторые бедные страны с крупной задолженностью могут оказаться в таком положении, когда уровень их долга перестанет быть приемлемым. За последние 12 месяцев число относящихся к группе высокого риска стран, прошедших момент завершения процесса, возросло с четырех до пяти[19]. Это явление вызывает тем большее беспокойство с учетом того, что возможностей для дальнейшего списания задолженности этой группы стран нет. Сохранение и расширение доступа к крайне льготному финансированию необходимы в этой связи для поддержания приемлемого уровня долга в период, следующий за моментом завершения процесса.

49. Что касается более долгосрочных мер, то за отправную точку стратегий, направленных на обеспечение приемлемого уровня долга в странах с низким уровнем дохода, необходимо взять признание того, что эти страны, имея огромные потребности в инвестициях в социальную и физическую инфраструктуру, располагают ограниченными возможностями в плане обслуживания внешних займов, необходимых для финансирования таких инвестиций. Это ставит перед такими странами дилемму. Они могут либо поддерживать прием-

[19] “Heavily Indebted Poor Countries Initiative and Multilateral Debt Relief initiative: status of implementation”, доклад, подготовленный Международной ассоциацией развития и МВФ, сентябрь 2009 года.

лемый уровень долга и отказаться от инвестиционных возможностей с высокой социальной отдачей, либо попытаться заимствовать как можно больше средств, необходимых для инвестиций, но впоследствии столкнутся с неоднократными кризисами задолженности. В обоих случаях темпы роста будут низкими: в первом варианте — который подразумевается в концепции обеспечения приемлемого уровня долга Всемирного банка/МВФ — вследствие низкого объема инвестиций, а во втором — вследствие высокой нестабильности и циклических кризисов. Выходом из такой предполагающей отсутствие выбора ситуации будет полное списание задолженности и значительное увеличение объема помощи. Подобный «большой рывок» позволит направить события по спирали удачи, в результате чего страны, относящиеся сегодня к группе стран с низким уровнем дохода, встанут на путь стабильного роста и приемлемого уровня задолженности. Несмотря на то, что развитые страны в ряде случаев объявили о принятии обязательств по увеличению объема помощи странам с низким уровнем дохода (особенно в Африке), говорить о коренном переосмыслении международной стратегии решения долговых проблем стран с низким уровнем дохода преждевременно.

50. На момент возникновения кризиса несколько стран со средним уровнем дохода имели относительно надежные основные экономические показатели (выражающиеся в положительном сальдо по счетам текущих операций и крупных резервах иностранной валюты). Такая относительная мощь позволила избежать более глубокого экономического спада, который переживают некоторые страны со средним уровнем дохода. В отличие от предыдущих глобальных потрясений, ряду стран с переходной экономикой удалось избежать коллапса национальных валют и сохранить стабильность отечественного банковского сектора. Тем не менее в период, когда мир начинает оправляться от практически полного краха глобальной финансовой системы, вполне уместно заняться разработкой среднесрочных стратегий, которые позволят улучшить финансовые перспективы стран с переходной экономикой.

51. Уместно отметить, что нынешний кризис заставляет страны заняться пересмотром некоторых из их стратегий и, как следствие, создает возможность для осуществления перемен. Он вновь указал на опасность чрезмерного внешнего заимствования как в чистом, так и в валовом выражении (т.е. внешнего заимствования, определяющим фактором которого не является дефицит по счету текущих операций). Можно надеяться, что значительно большее число развивающихся стран извлекут из этого кризиса соответствующие уроки и начнут проводить осмотрительную политику, которая предохранит их от влияния неожиданно меняющейся международной финансовой конъюнктуры. Вместе с тем такой переход должен быть постепенным. Резкий разворот от дефицита к положительному сальдо по счетам текущих операций, источником которого является изменение направления потоков капитала, может иметь серьезные экономические издержки.

52. В настоящее время экономисты и специалисты-практики сходятся во мнении о том, что долговые кризисы связаны одновременно с уровнем и структурой долга и что между внутренним государственным долгом и внешней задолженностью существуют важные взаимосвязи. Совершенствование внутренних механизмов регулирования задолженности может привести к формированию более оптимальной структуры долга и снизить риски, связанные с чрезмерным заимствованием. В то же время международная политика может способство-

вать переходу развивающихся стран к более безопасной структуре задолженности, что позволит повысить устойчивость этих стран перед внешними потрясениями. Одной из причин высокой стоимости заемных средств для развивающихся стран является то, что отсутствие точной и своевременной информации об уровне долга и его структуре связывается с предполагаемым повышением рискованности долговых обязательств этих стран, в связи с чем международному сообществу следует направлять больше средств на цели технической помощи для подкрепления способности развивающихся стран осуществлять результативное регулирование задолженности и готовить точные статистические данные.

53. Даже при наличии более упорядоченной международной финансовой системы суверенные дефолты неизбежны. Поэтому необходимо создать такой механизм урегулирования долга, который призван гарантировать скорейшее и справедливое разрешение кризисов государственного долга. ЮНКТАД предлагает создать такой механизм уже на протяжении целого ряда лет, и нынешний кризис вновь продемонстрировал, что скорейшее и справедливое урегулирование долговых проблем принесет международной финансовой системе немалую пользу.

Добавление

Приемлемый уровень внешнего и внутреннего долга

1. При оценке приемлемости уровня задолженности развивающихся стран традиционно основное внимание уделяется внешнему долгу. Это объясняется чрезвычайной важностью проблемы переводов и тем, что до начала 90-х годов бóльшая часть внешнего долга развивающихся стран приходилась на государственный долг, а бóльшая часть государственного долга развивающихся стран являлась внешней задолженностью. Однако кризисы 90-х и 2000-х годов характеризовались либо наличием крупной частной внешней задолженности, либо большим объемом внутреннего государственного долга. В нынешних условиях примерно половина долгосрочного долга развивающихся стран приходится на частных заемщиков и более 50 процентов государственного долга является внутренним долгом.

2. Поэтому когда лица, определяющие политику, говорят о приемлемом уровне задолженности, они имеют в виду разные определения долга. Некоторые думают о приемлемом уровне внешнего долга и связанной с этим проблемой переводов, другие сосредоточивают внимание на приемлемом уровне государственного долга и связанных с этим бюджетных проблемах. Некоторые даже утверждают, что не существует проблемы переводов, связанной с наличием внешнего частного долга, и что следует беспокоиться только о внешнем государственном долге[1].

3. Тех, кто беспокоится о приемлемости уровня внешней задолженности, интересует вопрос, может ли страна обеспечить себя иностранной валютой в объеме, необходимом для обслуживания внешнего долга. Однако они не интересуются тем, способны ли разные сектора экономики генерировать ресурсы, необходимые для погашения их собственных долгов. Те, кто беспокоится о приемлемости уровня государственного долга, смотрят на динамику общего объема государственного долга, не беспокоясь о том, что для обслуживания государственного долга может потребоваться иностранная валюта, которая не имеется в достатке.

4. Обе концепции важны, однако их смешивание лишь вносит дополнительную путаницу в дискуссию о приемлемом уровне задолженности. Цель настоящего добавления заключается в том, чтобы разъяснить различия между разными видами долга с точки зрения разных видов порождаемой им уязвимости.

---

[1] Последнюю точку зрения часто называют доктриной Лоусона по имени британского министра иностранных дел Найджела Лоусона, который в своем выступлении в 1988 году, комментируя дефицит платежного баланса Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии по счету текущих операций, заявил, что: «в прошлом … дефицит платежного баланса Соединенного Королевства по счету текущих операций почти неизменно ассоциировался с большим бюджетным дефицитом, плохими экономическими показателями, низким уровнем резервов и небольшим объемом чистых зарубежных активов. Нынешняя ситуация совершенно иная». Парадоксально, что менее чем через год после этого выступления в Соединенном Королевстве начался глубокий экономический спад.

Приемлемый уровень внешней задолженности

5. Замечание о том, что для погашения своего внешнего долга стране необходимо иметь чистый приток иностранной валюты, лежало в основе критики экономиста Джона Мейнарда Кейнса в 1929 году в адрес тех, кто считал, что большой объем внешней задолженности является прежде всего бюджетной проблемой.

6. Кардинальная разница между внешним и внутренним долгом заключается в том, что способность зарабатывать иностранную валюту для выплаты процентов и погашения основного долга непосредственно не связана со способностью той или иной страны к экономическому росту или расширению ее налоговой базы. Таким образом, соотношение объема задолженности и ВВП и соотношение задолженности и государственных доходов не являются адекватными показателями способности страны погашать свою внешнюю задолженность. Даже часто используемый показатель отношения объема задолженности к объему экспорта является проблематичным, поскольку крупного экспортного сектора недостаточно для формирования необходимых ресурсов, если темпы роста объема импорта опережают темпы роста объема экспорта.

7. Если только внешние займы страны не предоставлены в ее собственной валюте, деньги, необходимые для чистого покрытия международных обязательств (т.е. без возникновения нового долга), могут быть получены только при наличии положительного сальдо на счете текущих операций. Это означает, что чистый объем внешней задолженности всегда является долгом, который должен возмещаться за счет внешней торговли товарами и услугами[2].

8. Накопление большого объема чистых иностранных обязательств всегда является результатом наличия постоянного дефицита платежного баланса по счету текущих операций. Таким образом, для оценки того, является ли данный объем задолженности приемлемым, необходимо понять механизмы, влияющие на состояние счета текущих операций. Есть данные, подтверждающие, что резкие изменения в условиях торговли, например, вызванные повышениями цен на нефть, имеют незамедлительные и в количественном выражении значительные последствия для торгового баланса и баланса счета текущих операций. Аналогичным образом, снижение объема дефицита в странах, в которых производится значительный объем промышленных товаров для внешнего рынка, обычно сопровождается снижением номинального и реального курса соответствующих валют. Более того, эмпирические данные свидетельствуют о том, что изменение фактического эффективного курса валюты может привести к уменьшению объема дефицита или к тому, что дефицит торгового баланса и баланса на счете текущих операций сменится положительным сальдо.

9. Эта информация свидетельствует о том, что большой объем дефицита на счете текущих операций, сопровождающийся повышением реальной стоимости валюты и потерей общей конкурентоспособности, является более точным показателем неприемлемости уровня возникающего в связи с этим долга, чем объем дефицита, который не сопровождается потерей конкурентоспособности.

---

[2] В теории это утверждение верно и тогда, когда внешний долг деноминирован в собственной валюте страны, однако страны, которые могут печатать валюту, в которой деноминирован их долг, имеют возможности для обесценения их долга путем печатания бóльшего количества денег.

Некоторые утверждают, что развивающиеся страны должны смириться с большим притоком иностранной валюты, вызванным этим повышением валютного курса, поскольку они не располагают собственными достаточными сбережениями, и поэтому они вынуждены ввозить капитал для инвестирования и обеспечения роста. Однако такое утверждение утрачивает свою убедительность в мире, в котором отмечаются беспрецедентно высокие темпы роста и объемы инвестиций в развивающихся странах в целом, превратившихся в чистых экспортеров капитала.

10. Более того, как говорится в докладе президента Соединенных Штатов об экономическом положении за 2004 год: «Обеспечение чистого притока капитала и дефицит платежного баланса по счету текущих операций зависят от того, на какие цели используется поступающий капитал. Можно провести уместную аналогию с долгом домашнего хозяйства, когда расходы или вложения домашнего хозяйства превышают сбережения. Долг домашнего хозяйства может представлять собой заимствование для оплаты очень дорогого отпуска, ипотечный кредит на покупку жилья или ссуду на оплату образования. Не зная цели заимствования, невозможно судить о его целесообразности. Точно также и для стран — заимствование средств за рубежом может быть продуктивным или непродуктивным» (стр. 256). Таким образом, долг, накопившийся в результате той или иной деятельности, может представляться в разном свете, а приемлемый уровень задолженности невозможно оценить только на основе макроэкономических показателей.

11. Итак, если в стране или регионе наблюдается резкое повышение реальной стоимости валюты, сопутствующий этому чистый приток капитала не следует воспринимать как признак силы или как результат решения инвесторов «делать сбережения» в пользу данного региона. Признаком силы является приток капитала без завышения валютного курса. В противном случае, страны, где снижается курс валюты, экспортируют капитал как необходимое дополнение к их успешной торговле на рынке товаров, а не как автономный перевод ресурсов. Поскольку изменение относительных цен влияет на потоки капитала, было бы непоследовательно жаловаться на отрицательные последствия чрезмерно высокого валютного курса и в то же время положительно оценивать чистый приток капитала.

12. Эти соображения имеют определенное значение для анализа приемлемости уровня внешней задолженности. В частности, аналогия с расчетами приемлемого уровня государственного долга вводит в заблуждение, и нам следует воздерживаться от такой методики анализа. Любая попытка оценить потребности для обеспечения приемлемого уровня задолженности, должна предусматривать тщательный анализ причин возникновения задолженности.

Приемлемый уровень внутреннего долга

13. Термин «приемлемый уровень внутреннего долга» часто используется без привязки к четкому определению этого понятия. Международный валютный фонд (МВФ) определяет фискальную политику как приемлемую, если «предполагается, что заемщик сможет продолжать обслуживать свою задолженность

без необходимости внесения в будущем нереалистично большой корректировки в соотношение доходов и расходов»[3].

14. С учетом данных, необходимых для проведения официальных оценок приемлемости уровня задолженности, проведение таких проверок является проблематичной и весьма сложной задачей. В связи с этим аналитики разработали эмпирические показатели для проверки того, могут ли применяемые стратегии стабилизировать объем задолженности или обеспечить его снижение при данных показателях реальной процентной ставке, темпа экономического роста и первоначального объема задолженности. Такой показатель обычно используется для анализа первичного профицита, необходимого для стабилизации соотношения задолженности и ВВП:

> Первичный профицит = (процентная ставка – показатель роста ВВП) × государственный долг

В отношении применения данного подхода существует несколько оговорок. Во-первых, он не опирается на четкое определение уровня приемлемости и он главным образом направлен на стабилизацию конкретного соотношения уровня задолженности и ВВП, но он ничего не говорит об оптимальности этого соотношения. Во-вторых, данный показатель не устанавливает необходимые условия для обеспечения приемлемого уровня на долгосрочную перспективу. У страны могут быть убедительные доводы, объясняющие ее готовность иметь дефицит, и может быть нецелесообразно препятствовать стране в проведении антициклической политики только потому, что такая политика может привести к завышению соотношения государственных расходов и средней ставки налогообложения, при котором обеспечивается равновесие в долгосрочном плане. В-третьих, для оценки вышеупомянутого уравнения необходимо сделать предположение в отношении роста ВВП, процентной ставки и государственных расходов и доходов, и при этом имплицитно предполагается, что эти переменные являются экзогенными. Однако большинство из этих переменных, как правило, являются эндогенными и коррелированными. Нереалистично предполагать, что изменения в показателях первичного дефицита не повлияют на процентную ставку и показатель роста или что изменения в показателях роста не влияют на первичный профицит. В действительности, дефицит, который образуется в связи с финансированием государственных инвестиций, следует отличать от дефицита, который образуется в связи с финансированием текущих расходов. В соответствии с существующей практикой в стратегиях корректировки, применяемых в государственном секторе, текущие расходы и государственные инвестиции объединяются. Группа Рио (постоянный механизм политических консультаций и взаимодействия между 19 странами Латинской Америки) выдвинула предложение, направленное на исключение инвестиционных расходов из плановых показателей бюджетного дефицита. Главный аргумент в пользу этого предложения состоит в том, что, поскольку, как правило, текущие расходы корректировать сложно (так как они главным образом состоят из заработной платы и программ выплат), когда дефицит превышает плановый показатель, подвергающейся корректировке переменой обычно являются инвестиции. В этом предложении Группа Рио утверждает, что при включении инвести-

[3] IMF, “Assessing Sustainability”, policy paper prepared by the Policy Development and Review Department, 28 May 2002, Washington, D.C., p. 4.

ционных расходов в плановый показатель сальдо бюджета любое увеличение долга считается уменьшением объема государственных ресурсов, т.е. предполагается, что инвестиционные расходы не дают никакой прибавки к чистому объему ресурсов. Вместо этого Группа Рио выступает за принятие показателей приемлемости уровня задолженности, аналогичных показателю, предложенному Буитером в 1985 году[4].

15. И наконец, в упомянутом показателе не учитывается целый ряд факторов, которые характеризуют положение большинства развивающихся стран и приводят к значительному возрастанию неопределенности. В частности, в развивающихся странах часто имеется ограниченная возможность для повышения налогов (из-за большого неформального сектора), доходная база в них нестабильная, они подвержены большим внешним потрясениям (как реальным, так и финансовым), в связи с чем возрастает неопределенность в отношении роста ВВП и обслуживания долга, и для них характерно наличие значительных объемов обязательств, деноминированных в долларах. Все эти элементы осложняют проведение фискальной политики и существенно осложняют оценку приемлемости уровня задолженности.

Взаимосвязь между приемлемым уровнем внешнего и внутреннего долга

16. Существуют важные взаимосвязи между приемлемым уровнем внешнего и внутреннего долга. Наиболее очевидной из них является то, что примерно 50 процентов внешней задолженности развивающихся стран приходится на государственный долг и примерно 50 процентов государственного долга развивающихся стран приходится на внешние заимствования. Есть и менее очевидные взаимосвязи. Например, в стране, не имеющей государственного долга, однако имеющей крупную внешнюю частную задолженность, неспособность частных заемщиков обслуживать этот долг может привести к валютному и банковскому кризису, который может иметь отрицательные последствия для бюджетно-финансовой устойчивости. Однако кризис может также возникнуть и на рынке внутренних долговых обязательств. Мексиканский кризис 1994/95 годов начался на рынке CETES (федеральные казначейские сертификаты), которые являются внутренними облигациями, деноминированными в национальной валюте, а кризис 1998 года в России начался на рынке ГКО, которые также являются внутренними облигациями, деноминированными в национальной валюте.

17. Наиболее важная взаимосвязь между приемлемым уровнем внутреннего и внешнего долга имеет отношение к динамике валютного курса; к сожалению, эта взаимосвязь связана с неприятным выбором. Это видно на примере, когда реальное снижение курса валюты является необходимым условием для восстановления приемлемого уровня внешней задолженности и когда значительная доля государственного долга в развивающихся странах деноминирована в иностранной валюте, и, как следствие, значительное снижение курса валюты может привести к резкому повышению соотношения объема задолженности и ВВП (информацию об этом см. в издании: Campos, Jaimovich and Panizza

[4] Willem Buiter, “A Guide to public sector debt and deficits”, *Economic Policy: A European Forum*, vol. I, pp. 13–79.

(2006) “The unexplained part of public debt”, *Emerging Markets Review*, vol. 7/3, pp. 228–243)[5].

18. Таким образом, повышение курса валюты может одновременно иметь положительное воздействие на приемлемый уровень внутреннего долга и отрицательное воздействие на приемлемый уровень внешней задолженности. Однако, если такая ситуация связана с быстрым ухудшением положения на счете текущих операций, улучшение бюджетной ситуации будет лишь временным. Именно это и является слабым местом доктрины Лоусона, использование которой может привести к тому, что правительства будут игнорировать неустойчивость их внешних финансовых позиций, что в конечном счете приведет к валютному и финансовому кризису. Однако такой выбор также предполагает, что допущение снижения курса валюты при наличии долга в иностранной валюте может привести к долговому кризису и, возможно, к дорогостоящему дефолту по долговым обязательствам. Поэтому некоторые развивающиеся страны испытывают «страх перед свободным колебанием курса».

19. Поскольку изменение в структуре государственного долга и переключение на внутреннее заимствование может уменьшить такие асимметрии и сделать результаты обсуждавшегося выше выбора более благоприятными, несколько развивающихся стран теперь ликвидируют свой внешний государственный долг и заменяют его внутренними заимствованиями. По мнению ряда комментаторов и экономистов, такое изменение в структуре долга защитит развивающиеся страны от будущих долговых кризисов. Хотя верно то, что внутренний долг, как правило, более безопасен (с точки зрения эмитента), наблюдающийся в последнее время переход от внешних заимствований к внутренним может привести лишь к замене одного вида уязвимости стран другим. Например, страны, меняющие внешний долг на внутренний, подменяют валютную асимметрию асимметрией, связанной со сроками платежей, и чрезмерные внутренние заимствования могут отрицательно сказаться на доверии к национальной денежной единице и привести таким образом к повышению внутренних процентных ставок[6].

20. Эти взаимосвязи между приемлемым уровнем внешней и внутренней задолженности указывают на то, что внутренний долг следует включать в анализ приемлемости уровня задолженности. В настоящее время это не является обычной практикой по меньшей мере по двум причинам. Первая причина обусловлена тем фактом, что, хотя внутренний долг может сказываться на приемлемом уровне внешней задолженности, уязвимость, возникающая в связи с

---

[5] Именно поэтому в литературе, посвященной первородному греху и дисбалансу валют (Eichengreen, Hausmann and Panizza, “The pain of original sin” (см. сноску 9), утверждается, что внешние заимствования могут быть рискованными даже при отсутствии проблемы переводов. Поскольку внешняя задолженность развивающихся стран, как правило, деноминирована в иностранной валюте, способность страны погашать свой долг будет зависеть от динамики реального обменного курса, который в развивающихся странах, как правило, весьма нестабилен (Ricardo Hausmann, Ugo Panizza and Roberto Rigobon, “The long-run volatility puzzle of the real exchange rate”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 25/1, pp. 93–124, 2006). Для таких стран, как Соединенные Штаты, которые могут заимствовать за рубежом в их собственной валюте (а еще лучше в валюте, которую они могут печатать), не должно возникать проблем.

[6] См. Guillermo Calvo, “Servicing the public debt: the role of expectations”, *American Economic Review*, vol. 78/4, pp. 647-661 (1998).

внутренним долгом, отличается от уязвимости, возникающей в связи с внешним долгом. Таким образом, было бы неверно просто суммировать оба вида задолженности. Вторая причина является более прагматической и связана с тем, что сложно найти данные об объеме и структуре внутреннего долга. Еще хуже то, что у нас нет даже хорошего определения внутреннего и внешнего долга. Дело в том, что, хотя официальное определение внешнего долга исходит из того, является ли кредитор резидентом данной страны (внешний долг — это долг перед нерезидентами), большинство стран классифицирует внешний и внутренний долг на основе места эмиссии и законодательства, регулирующего долговой контракт (внешний долг — это долговые обязательства, принятые в иностранных государствах и подпадающие под юрисдикцию иностранного суда).