

*Реструктуризация суверенного долга в странах с
формирующейся рыночной экономикой и развивающихся
странах:
прошлое, настоящее, перспективы и постскрипумы*

*Марсело Джугале
МСДФ – Урумчи, Китай – 21 ноября 2024 г.*

Содержание

Прошлое: Брэди, HIPС, MDRI и два (очень) контрастных примера

Настоящее: беспорядок после принятия общей структуры

Перспективы: что, скорее всего, произойдет?

Постскриптум: Шквал идей — некоторые хорошие, некоторые нет (если позволит время)

Прошлое

Прошлое: Брэди (1989 -1998)

- 1. Национальная первопричина: «убийственный» макромикс*
- 2. Внешний шок*
- 3. Суверенное домино: Мексика прежде всего*
- 4. Первая международная реакция: отрицание и ликвидность*
- 5. Вторая международная реакция: страх и платежеспособность*
- 6. Ядро Брэди: безрисковые облигации для невозвращенных кредитов*
- 7. Пусть рынки, а не МВФ, принимают решение о дефолте и смягчении бремени задолженности*

Прошлое: Брэди (1989 -1998)

8. Меню инструментов для выбора кредиторами
9. COT, применяемый правительством США
10. Отсутствие COT среди должников (перечислено [здесь](#))
11. Нет DSA МВФ
12. Это заняло много времени
13. Это также дорого обошлось кредиторам
14. И это оставило стойкие системы и глубокие шрамы

Прошлое: НРС (с 1996 г. по настоящее время)

- 1. Постколониальная Африка имела мало или вообще не имела долгов*
- 2. Начиная с 1980-х и до середины 1990-х годов, она ушла в марафон заимствований*
- 3. Кредиторами были колониальные двусторонние организации (и многосторонние организации, которые они контролировали)*
- 4. К концу 1980-х годов социальные издержки «сверхнормативной задолженности» стали причиной невыносимого внутреннего политического давления на кредиторов.*
- 5. Первоначальная международная реакция: ликвидность через условия по названию городов*
- 6. К 1996 году вторая международная реакция: платежеспособность через прощение*
- 7. Основная идея: Все сводятся к общему фактору*
- 8. Только два условия: право на получение помощи от МАР, 3 года в рамках «страновой» программы снижения уровня бедности*
- 9. СОТ для кредиторов: самостоятельные двусторонние соглашения; Многосторонние организации исключены*

Прошлое: HIPC (с 1996 г. по настоящее время)

10. COT для должников: все должники сведены к одному целевому показателю — несправедливо?
11. Расстояние до целевого показателя варьировалось, чистая приведенная стоимость сократилась с 20% (Уганда) до 63% (Мозамбик)
12. Нет DSA: МВФ (расчеты долга; до 2005 г. не было LIC DSF) и ВБ (PRSP)
13. Поэтапное облегчение долгового бремени: от пунктов «Решение» до «Завершение», предположительно 3 года
14. Потребовалось много времени: сначала Уганда (1996), Судан и Эритрея все еще ожидают
15. 37 из 39 стран с низким уровнем дохода (LIC) завершили HIPC; общее номинальное сокращение составило 76 млрд долл США.
16. Очень хорошие и очень плохие результаты

Прошлое: MDRI (с 2005 г.)

- 1. К началу 2000-х годов НРС (в политическом плане) была недостаточна без многосторонних соглашений.*
- 2. В 2005 году МВФ, ВБ, АфБР и позднее МАБР в одностороннем порядке простили 100% претензий странам, завершившим НРС.*
- 3. Многосторонние организации должны были быть «целостными» за счет доноров, чтобы защитить кредитоспособность, но они не совсем это сделали.*
- 4. СОТ по всем кредиторам: все многосторонние организации простили в одинаковой пропорции — 100%!*
- 5. СОТ по всем должникам: должники, которые имели больше многосторонних активов, получили больше льгот.*
- 6. Совместная координация была простой: технические группы в многосторонних компаниях работали под руководством одних и тех же владельцев.*
- 7. Сроки: решение принято в 2005 году, начато в начале 2006 года, реализовано в качестве точек завершения НРС.*
- 8. Номинальная стоимость прощения достигла около 50 млрд долл США (64% МАР; по 14% МВФ и АфБР; 8% ИБР).*
- 9. МАР так и не получила полной компенсации, поэтому прощение могло произойти за счет будущих кредитов.*
- 10. Возобновление акцента на управлении государственным долгом (новые целевые фонды от доноров).*
- 11. Вместе с НРС это могло бы еще больше способствовать новому заимствованию (с 2010 года и далее).*

Прошлое: два контрастных примера — Аргентина (2001)

1. Убийственный макромикс на стероидах.
2. И снова внешний шок (бразильская Замба).
3. Крупнейший в истории дефолт по облигациям становится катастрофой в экономическом, социальном и политическом плане.
4. Размеры и сложность были ошеломляющими.
5. Четыре года сложных переговоров («возможности» против «готовности»)
6. В июне 2005 года был проведен своп облигаций с ставкой 75% (средний мировой показатель – 50%).
7. Меню инструментов, снова: три варианта, все с двумя «инновационными» функциями: ордер, привязанный к ВВП, и RUFO.
8. Часть держателей облигаций, представляющих 25% требований по облигациям (20 млрд долл США), отказалась от свопа и начала судебные разбирательства.
9. Никакой программы МВФ до сентября 2003 года (на сумму 12 млрд долл США) в рамках спорного, поддерживаемого США применения политики LIA
10. Но Аргентина в одностороннем порядке выплачивает (10 млрд долл) МВФ в январе 2006 года (платежеспособность?)
11. Свop возобновился в 2010 году, что сократило число несогласных с 25% до 7%. 7% продолжают судебные тяжбы.
12. Аргентина еще трижды объявляла дефолт после реструктуризации 2005 года: pari-passu плюс RUFO, ВВП-варранты, пандемия.
13. На сегодняшний день все еще наблюдается дефолт без доступа к рынку и спредом более 1000 (список 9 дефолтов Аргентины [здесь](#)).
14. Итак, 23 года спустя дефолт 2001 года все еще не полностью урегулирован; потеряно 2 десятилетия!

Прошлое: два контрастных примера – Уругвай (2002)

1. Массовое заражение от аргентинского кризиса 2001 года
2. Банковский кризис становится платежным балансом (отток К) и долговым кризисом
3. Немедленное соглашение с МВФ
4. Правительство призывает к добровольной реструктуризации внешних облигаций в марте 2003 года на сумму 5 млрд. долл США
5. Спустя два месяца происходит реструктуризация путем «обмена облигациями».
6. Без сокращения основного долга или купона; срок погашения продлен на 5 лет; сокращение текущей стоимости на 13% постфактум
7. Меню: с более длительным сроком погашения (тот же самый номинал и купоны) или даже более долгим, но «эталонного размера»
8. Уровень участия держателей облигаций составил 98%.
9. Реструктуризация проводилась под руководством правительства при поддержке МВФ для успокоения кредиторов.
10. От призыва к обмену долга до урегулирования в Уругвае прошло 45 дней.
11. Уругвай, который никогда технически не объявлял дефолта, начал восстановление экономики в 2004 году
12. К 2004 году доступ на рынок был восстановлен.
13. Сегодня он имеет инвестиционный уровень, а его спред относительно казначейских векселей США составляет менее 100 базисных пунктов.

Избранные прошлые реструктуризации в странах с формирующимся рынком и развивающихся экономиках: резюме

| Инициатива/Страна | Меню | | | Приблизительное сокращение чистой приведенной стоимости (%) обработанного долга | Примерная стоимость стрижки (млрд долл США) |
|-------------------|--|----------|--------------|---|---|
| Брэди | Дисконт | Паритет | Наличные | 35-50 | 60 |
| НIPC | Долг прощается до соотношения долга к экспорту 150% или долга к фискальным доходам 250%, в зависимости от того, что является наиболее обязательным | | | 20-63 | 76 |
| MDRI | Все долги прощены (после завершения НIPC) | | | 100 | 50 |
| Аргентина | Дисконт | Паритет | Квази-аритет | 75 | 58 |
| Уругвай | Расширение | Бенчмарк | | 13 | 0 |

Настоящее

Настоящее: после принятия общей структуры (CF)

- **Контекст:** пандемия (март 2020 г.) и давление со стороны G20 с целью оказания помощи – частный сектор не участвует
- **Первоначальная реакция – ликвидность:** в апреле 2020 года DSSI, отсрочка официального обслуживания до декабря, нейтральная по текущей стоимости, для 73 клиентов MAP
- **Затем следует платежеспособность:** в ноябре 2020 г. — «Общая структура для урегулирования задолженности за пределами DSSI»
- **Неисполнимое обязательство** – отсутствие директив, расходящиеся стимулы.
- **Плохой результат:** только четыре получателя, длительная задержка, неясная приемлемость долга при выходе

Настоящее: Почему CF не оправдала ожиданий? Восемь причин:

1. **Искаженный сигнал** – Лучше быть последним
2. **Раздробленность агентов** – «трагедия общин» из-за платежеспособности
3. **Отсутствующие данные** – некоторые из-за практики кредитора, некоторые из-за логистических проблем
4. **Спор о допущениях, лежащих в основе DSA** – коренится в стимулах
5. **Аннулирование многосторонними организациями:** проблема капитала и права голоса?
6. **Сопоставимость между кредиторами:** споры по методологии, охвату и, что особенно важно, по принудительному исполнению
7. **Сопоставимость между заемщиками:** нет общей цели для облегчения бремени задолженности; каждый случай рассматривается индивидуально в соответствии с DSA МВФ
8. **Финансовые гарантии:** сроки и неизвестные потери, логистика координации, полномочия LIOA, если заемщик хочет платить

Настоящее: Общая структура – сравнение с НРС

| Проблема | НРС | Общая структура |
|--|--|---|
| Сигнализация рынка | Ограниченное беспокойство по поводу кредитного рейтинга и доступа к рынку. У заемщиков был стимул подавать заявку, и подавать заявку первыми. | Кредитные рейтинги и доступ к рынку – главная проблема. У заемщиков был стимул откладывать и ждать, пока другие подадут заявку. |
| Дробление кредиторов | Доминирующую роль играли многосторонние организации и кредиторы Парижского клуба. | Были добавлены другие типы кредиторов, в частности кредиторы, не входящие в Парижский клуб, и частные держатели облигаций, которые теперь играют доминирующую роль. |
| Дробление заемщиков | Заемщиком почти исключительно было центральное правительство. | Заимствования осуществлялись центральными правительствами, а также субнациональными органами, государственными предприятиями, гарантированными проектами и т. д. |
| Отсутствующие данные | Необходимая информация по кредиту была доступна в системе DRS Всемирного банка. | Для значительной части общей задолженности информация не была собрана или обнародована. Некоторые реструктуризации могли уже произойти. |
| Связь между реформами и стрижкой | Кредиторы одобрили реформы, перечисленные в разработанных правительством Стратегических документах по сокращению бедности, с упором на сохранение социальных расходов. | У кредиторов есть стимул откладывать и добиваться от правительства дополнительных усилий, особенно в налогово-бюджетной сфере. |
| Исключение многосторонних соглашений | Для двусторонних соглашений проблем не возникло. Многосторонние соглашения присоединились почти десятилетие спустя через MDRI. | Двусторонние организации сейчас обсуждают, следует ли исключить многосторонние организации и согласиться на более существенную «стрижку» или включить многосторонние организации, а затем рекапитализировать их. |
| Сопоставимость обращения с кредиторами | Переговоры были совместными и одновременными. Парижский клуб использовал один из трех показателей для оценки облегчения бремени каждым кредитором. | Переговоры не являются ни совместными, ни одновременными. Неясно, будут ли использоваться показатели Парижского клуба для расчета помощи, и если да, то какие. |
| Сопоставимость обращения с заемщиками | Все заемщики были приведены к одному и тому же показателю приемлемости долга (одинаковому соотношению обслуживания долга к экспорту или к бюджетным доходам). | Каждому заемщику будет предоставлено освобождение от долга в индивидуальном порядке, пока долг не будет признан приемлемым. Освобождение может варьироваться от 100 процентов до нуля. |
| Сроки финансовых гарантий МВФ | Не вопрос. МВФ и Парижский клуб кредиторов работали рука об руку. | Ситуация «курица или яйцо». Кредиторы могут использовать свои гарантии, чтобы добиться уступок от должников. Отдельных кредиторов просят предоставить гарантии, не зная, какой убыток понесет каждый из них. Логистика координации кредиторов также является проблемой. |
| Внутренний долг | Менее значимая проблема. Страны с низким уровнем дохода еще не начали развивать свои внутренние рынки капитала. | Внешним кредиторам необходимо знать, как будет решаться вопрос внутреннего долга без инфляционных скачков или крупных обесцениваний валюты. Иностранцы могут иметь внутренние долговые обязательства. |
| Лимиты нельготного заимствования | Подано заявление и принято. МАР была основным источником финансирования стран с низким уровнем дохода. | Неясно, как долго и будет ли это в рамках новой политики финансирования устойчивого развития МАР или навязано программами МВФ. МАР больше не является основным финансистом стран с низким уровнем дохода. |

Перспективы

Перспективы: что, скорее всего, произойдет?

1. Недовольство MAC SRDSF и LIC DSF будет изменено (обзор продолжается).
2. Важный (не)прецедент Замбии – сколько, кто входит/не входит, классы кредиторов, PDI.
3. Непредвиденных обстоятельств будет предостаточно, и они вызовут всевозможные проблемы.
4. Нефинансовые положения в новых биржевых облигациях (а-ля Замбия) также будут обычным явлением.
5. Больше использование положений о приостановке платежей.
6. Свop долгов на развитие – много попыток, не решение, не для всех.
7. Пост-реструктуризация I: TA для PDM.
8. Пост-реструктуризации II: упражнения по моделированию фискального риска и долгового кризиса.
9. Пост-реструктуризации III: как будет выглядеть возвращение на рынок, если МВФ не выплатит долг?

Перспективы: будет ли волна долговых проблем, аналогичных НРС?

- 1. МВФ сказал в АМ 2023: «Возможно, нет»; Всемирный банк не согласился.** Некоторые отдельные страны находятся в худшем или равном положении по сравнению с НРС, но ландшафт кредиторов более сложный. Смотрите **графики**.
- 2. Ограниченное политическое давление:** на данный момент не похоже на НРС; Франция пытается это изменить (Франция провела «Саммит по новому глобальному финансовому пакту» 22–23 июня 2023 года и оказала помощь Замбии)
- 3. Но внутренний долг и климатический риск** (и связанные с ним фискальные издержки и трудности реструктуризации при наличии этого риска) могут быстро ухудшить ситуацию в ближайшем будущем. Возможно, Всемирный банк должен стать институтом, определяющим условия для климатических расходов после реструктуризации (особенно адаптации).
- 4. Долгосрочным решением является фискальная консолидация:** она снижает соотношение долга к ВВП, но только если это делается за счет расходов, сопровождаемых структурными реформами и улучшением институтов. (ПМЭ МВФ от апреля 2023 г., глава 3)

Но помните: социальные издержки суверенного дефолта огромны...

По данным Фараха-Якуба и др., на основе 131 суверенного дефолта с 1900 года (см. список современных дефолтов [здесь](#)):

- В первые два года в среднем темпы роста ВВП теряют 3,6 и 2,4 процентных пункта по сравнению с предполагаемыми.*
- Спустя десятилетие ВВП на душу населения в среднем на 17 процентов ниже предполагаемого.*
- В течение года после дефолта численность бедного населения увеличивается в среднем на 30 процентов и остается выше в последующие годы. (1 из 6 в России в 1998 году; 1 из 5 в Аргентине в 2001 году)*
- Спустя десятилетие детская смертность в среднем на 13 процентов выше, а ожидаемая продолжительность жизни на 1,5 процента ниже предполагаемой.*

Постскриптумы

Разнообразие предложений

1. «Типа Брэди» с облигациями ВБ (Бухейт и Леррик)
2. «Типа Бредди» вариант с облигациями, гарантированными G20, в рамках «Новой общей структуры» (GDPC BU)
3. Больше никаких внешних суверенных облигаций – вот и всё
4. Множество идей по обеспечению «обязанности сотрудничать»
5. Обязательства заемщика – если они заслуживают доверия
6. Наднациональный SDRM и/или глобальный реестр долга
7. «Картель» должников

Ссылки

Ссылки

Агияр, Марк, 2024, Отравленная чаша долга, Финансы и развитие МВФ, июнь. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2024/06/The-Poisoned-Chalice-of-Debt-Mark-Aguiar>

Асонума, Т., Требеш, К., 2016. Реструктуризация суверенного долга: упреждающая или последефолтная. Журнал Европейской экономической ассоциации, том 14, выпуск 1, 1 февраля 2016 г., страницы 175–214, <https://doi.org/10.1111/jeea.12156>

Бротигам, Д. и И. Хуан, 2023, Интеграция Китая в многостороннее облегчение бремени задолженности: прогресс и проблемы в DSSI G20, Информационный документ CARI 8, апрель.

Боренштейн, Э., Паницца, У., 2009. Издержки суверенного дефолта. Документы сотрудников МВФ, 56:683–741. <https://link.springer.com/article/10.1057/imfsp.2009.21>

Бухейт, Ли С. и Леррик, Адам, Современный шаблон для реструктуризации долгов бедных стран (30 января 2023 г.). Capital Markets Law Journal, готовящийся к публикации, доступен на SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4339103> или <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4339103>

Кассимон, Дэнни, Деннис Эссерс и Андреа Пресбитеро, 2023 г., (Не)участие должника в облегчении бремени суверенного долга: подход реального опциона, Рабочие документы МВФ, том 2023 г.: выпуск 187, сентябрь

Чуку К., П. Самал, Дж. Сайто, Д. Хакура, М. Шамон, М. Церисола, Г. Шаберт и Дж. Зеттельмейер, 2023, Мы направляемся к новому долговому кризису в странах с низким доходом? Долговая уязвимость: сегодня по сравнению с эпохой до НРС, рабочие документы МВФ WP/23/79, апрель.

Служба исследований Конгресса (Библиотека Конгресса) 2006, Реструктуризация государственного долга Аргентины, отчет CRS для Конгресса RL32637, май.

Дас, У., М. Папаиоанну и К. Требеш, Реструктуризация суверенного долга: уроки недавней истории, у Классенс С., А. Козе, Л. Лаевен и Ф. Валенсия, 2014, Финансовые кризисы: причины, последствия и ответные меры политики, МВФ: Вашингтон.

де ла Пласа, Луис и Сиртейн, Софи, Анализ банковского кризиса в Уругвае 2002 года (декабрь 2005 г.). Рабочий документ Всемирного банка по исследованию политики № 3780, доступно на SSRN: <https://ssrn.com/abstract=872776>

Ссылки

Фарах- Якуб, Дж., К. Граф фон Люкнер, Р. Рамальо и К. Рейнхарт, 2022, Социальные издержки суверенного дефолта, Рабочий документ Всемирного банка по исследованию политики 10157, август.

Феррарини, Б.; М. Джугале; и Дж. Праделли, ред. 2022. Устойчивость долга Азии, стр. 269-298: Челтнем, Великобритания: Эдвард Элгар.

Граф фон Люкнер, К., Мейер, Дж., Рейнхарт, К. и Требеш, К. (2021). Внешние реструктуризации суверенного долга: задержка и повтор. VoxEU <https://voxeu.org/article/external-sovereign-debt-restructurings-delay-and-replay>

Джугале, М., ред., 2023, Устойчивое финансирование развития и инфраструктуры: Справочник для заемщиков и кредиторов, АБИИ: Пекин, Китай.

Грунд, Себастьян и Фонтана, Стефани, Обмен долгов на охрану природы: сделка Белиза 2021 года и будущее зеленого суверенного финансирования (4 мая 2023 г.). Доступно на SSRN: <https://ssrn.com/abstract=>

Хатчондо, Дж., Л. Мартинес, К. Ондер и Ф. Рох, 2022, Sovereign Co-Cos, Рабочий документ МВФ WP/22/78, апрель

Хорн, С., Б. Паркс, К. Рейнхарт и К. Требеш, 2023, Китай как кредитор последней инстанции, рабочий документ AidData 124, март

МВФ (2022) Обзор политики и периметров Фонда в отношении суверенной задолженности, май. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/05/18/Reviews-of-the-Fund-s-Sovereign-ARREARS-Policies-and-Perimeter-517997>

Карнпфмейер, Т. (1989) «План Бреди: выход из долгового кризиса». Немецкий институт развития (июль).

Кругман, П. (1989) «Рыночные схемы сокращения задолженности». Рабочий документ NBER № 1323. Кембридж, Массачусетс.

Кругман, П. (1994) «Политика в отношении долга наименее развитых стран». В М. Фельдштейне (ред.) Американская экономическая политика в 1980-х годах: 691—722. Чикаго: Издательство Чикагского университета.

Ссылки

Леви-Йейати, Э., Паницца, У., 2011. Неуловимые издержки суверенных дефолтов. Журнал экономики развития 94(1): 95-105. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:devec:v:94:y:2011:i:1:p:95-105>

Монтеагудо М. (1994) «Проблема долга: план Бейкера и инициатива Бреди: латиноамериканская перспектива». Международный юрист 28(1): 59—81. Родс, У.Р.

Цянь, И. (2021) Облигации Бреди и потенциал реструктуризации долга в эпоху после пандемии, Центр политики глобального развития, рабочий документ GIC 018, сентябрь.

Рамос, Л., Рэй, Р., Бхандари, Р.Р., Галлахер, К.П. и В.Н. Кринг (2023). Списание долгов для зеленого и инклюзивного восстановления: гарантия устойчивого развития. Бостон, Лондон, Берлин: Центр политики глобального развития Бостонского университета; Центр устойчивого финансирования, SOAS, Лондонский университет; Фонд Генриха Бёлля.

Рейнхарт, К., К. Рогофф и М. Савастано, «Нетерпимость к долгу», Национальное бюро экономических исследований, август 2003 г.

Сандлерис, Г., Райт, М.Л.Дж., 2014. Издержки финансовых кризисов: нерациональное распределение ресурсов, производительность и благосостояние в аргентинском кризисе 2001 года. Scand. J. Econ. 116,

Саввопулу, Э., 2023, Глобальная дискуссия об архитектуре реструктуризации долга и предложение о механизме реструктуризации суверенного экологического долга, тiмео.

Симс, Дж. и Дж. Ромеро. 2013. Латиноамериканский долговой кризис 1980-х годов, История Федеральной резервной системы, Вашингтон, округ Колумбия <https://www.federalreservehistory.org/essays/latin-american-debt-crisis> (дата обращения: 6 апреля 2023 г.)

Письмо держателей облигаций Шри-Ланки в МВФ: <https://www.prnewswire.com/news-releases/sri-lanka-bondholder-group-letter-to-the-imf-301738080.html>

Штурценеггер Ф. и Дж. Зеттельмейер. 2005. Стрижки: оценка потерь инвесторов при реструктуризации суверенного долга, 1998–2005 гг. Рабочий документ МВФ WP/05/137

Томас, М. и М. Джугале, Африканский долг и облегчение бремени задолженности, в Лин, Джастин и Селестин Монга, ред. 2015. Оксфордский справочник по Африке и экономике, том 2: Политика и практика, стр. 186-203. Оксфорд, Великобритания: Oxford University Press.

Унал, Х.; Демиргук-Кунт, А.; и Леунг, К. (1992) «План Бреди, Соглашение о сокращении мексиканского долга 1989 года и доходность банковских акций в Соединенных Штатах и Японии ». Рабочий документ Всемирного банка. Вашингтон, округ Колумбия

Васкес, И. (1996) План Брэди и рыночные решения долговых кризисов, Cato Journal, т. 16, № 2, осень.

Уикс-Браун, Р. и М. Мюлейзен (2019) МВФ 30 лет после Брэди, блог МВФ, апрель <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2019/04/11/blog-the-imf-30-years-after-brady>

Ссылки

Томас, М. и М. Джугале, Африканский долг и облегчение бремени задолженности, у Лин, Джастин и Селестин Монга, ред. 2015. Оксфордский справочник по Африке и экономике, том 2: Политика и практика, стр. 186-203. Оксфорд, Великобритания: Oxford University Press.

Унал, Х.; Демиргук-Кунт, А.; и Леунг, К. (1992) «План Бреди, Соглашение о сокращении мексиканского долга 1989 года и доходность банковских акций в Соединенных Штатах и Японии ». Рабочий документ Всемирного банка. Вашингтон, округ Колумбия

Васкес, И. (1996) План Брэди и рыночные решения долговых кризисов, Cato Journal, т. 16, № 2, осень.

Уикс-Браун, Р. и М. Мюлейзен (2019) МВФ 30 лет после Брэди, блог МВФ, апрель <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2019/04/11/blog-the-imf-30-years-after-brady>

СПАСИБО!

E-мэйл: mg1935@georgetown.edu



@Marcelo_WB



<https://www.linkedin.com/in/marcelo-giugale/>

Приложения

Список стран для плана Брэди

*Аргентина, Бразилия, Болгария, Коста-Рика,
Доминиканская Республика, Эквадор, Кот-д'Ивуар,
Иордания, Мексика, Нигерия, Панама, Перу, Филиппины,
Польша, Россия, Уругвай, Венесуэла и Вьетнам.*



Страны, достигшие точки завершения НРС (ожидается: Эритрея и Судан)

- Афганистан
- Бенин
- Боливия
- Буркина-Фасо
- Бурунди
- Камерун
- Центральноафриканская Республика
- Чад
- Коморские острова
- Республика Конго
- Демократическая Республика Конго
- Гамбия
- Гана
- Гвинея
- Гвинея-Бисау
- Гайана
- Гаити
- Гондурас
- Либерия
- Мадагаскар
- Малави
- Мали
- Мавритания
- Мозамбик
- Мьянма
- Непал
- Никарагуа
- Нигер
- Руанда
- Сан-Томе и Принсипи
- Сенегал
- Сьерра-Леоне
- Соломоновы острова
- Сомали
- Танзания
- Того
- Уганда
- Замбия



Неполный список современных дефолтов по суверенному долгу

| 1980-е | 1990-е | 2000-е | 2010-е | 2020-е годы |
|--------------------------------|----------------|-------------------------------|------------------|----------------|
| Боливия 1980 | Ирак 1990 | Украина 2000 | Кот-д'Ивуар 2011 | Аргентина 2020 |
| Польша 1981 | Никарагуа 1990 | Кот-д'Ивуар 2000 | Греция 2012 | Ливан 2020 |
| Аргентина 1982 | Алжир 1991 | Аргентина 2001 | Белиз 2012 | Эквадор 2020 |
| Коста-Рика 1982 | Ангола 1992 | Нигерия 2001 | Аргентина 2014 | Суринам 2020 |
| Диминиканская Республика. 1982 | Венесуэла 1998 | Суринам 2001 | Украина 2015 | Замбия 2020 |
| Гватемала 1982 | Россия 1998 | Молдова 2002 | Суринам 2016 | Белиз 2021 |
| Мексика 1982 | Украина 1998 | Мадагаскар 2002 | Мозамбик 2017 | Эфиопия 2021 |
| Румыния 1982 | Эквадор 1999 | Уругвай 2003 | Пуэрто-Рико 2017 | Россия 2002 |
| Турция 1982 | Габон 1999 | Нигерия 2004 | Венесуэла 2017 | Гана 2023 |
| Венесуэла 1982 | Пакистан 1999 | Доминиканская Республика 2005 | | Шри-Ланка 2023 |
| Бразилия 1983 | | Белиз 2006 | | |
| Чили 1983 | | Эквадор 2008 | | |
| Ямайка 1983 | | Сейшельские острова 2008 | | |
| Филиппины 1983 | | | | |
| Уругвай 1983 | | | | |
| Замбия 1983 | | | | |
| Эквадор 1984 | | | | |
| Сербия 1984 | | | | |
| Египет 1984 | | | | |
| Перу 1984 | | | | |
| Марокко 1983 | | | | |
| Судан 1984 | | | | |
| Гайана 1985 | | | | |
| Либерия 1985 | | | | |
| Боливия 1986 | | | | |
| Никарагуа 1986 | | | | |
| Заир (ДРК) 1986 | | | | |
| Камерун 1987 | | | | |
| Кот Д'Ивуар 1988 г. | | | | |



Девять дефолтов по суверенному долгу Аргентины – мировой рекорд?*

1. 1827 г. – Аргентина впервые объявляет дефолт по внешнему долгу вскоре после провозглашения независимости от Испании.
2. 1890 г. – Аргентина объявляет дефолт по внешнему долгу из-за резкого падения цен на пшеницу и политической нестабильности.
3. 1951 – Аргентина объявляет дефолт по внешнему долгу из-за спора с Соединенным Королевством.
4. 1956 г. – Аргентина объявляет дефолт по внешнему долгу после того, как военное правительство отказывается от долга, взятого его предшественником.
5. 1982 – Аргентина объявляет дефолт по внешнему долгу в условиях экономического кризиса и военной диктатуры.
6. 1989 – Аргентина объявляет дефолт по внешнему долгу после того, как правительство положило конец гиперинфляции, привязав песо к доллару США.
7. 2001 г. – Аргентина объявляет дефолт по внешнему долгу после тяжелого экономического кризиса.
8. 2014 г. – Аргентина объявляет дефолт по части своего внешнего долга после спора с кредиторами, не согласившимися на предыдущие реструктуризации долга.
9. 2020 г. – Аргентина объявляет дефолт по реструктуризации своего суверенного долга на сумму 65 млрд долл США.

*Некоторые из этих дефолтов были частичными или выборочными, в то время как другие были более всеобъемлющими.

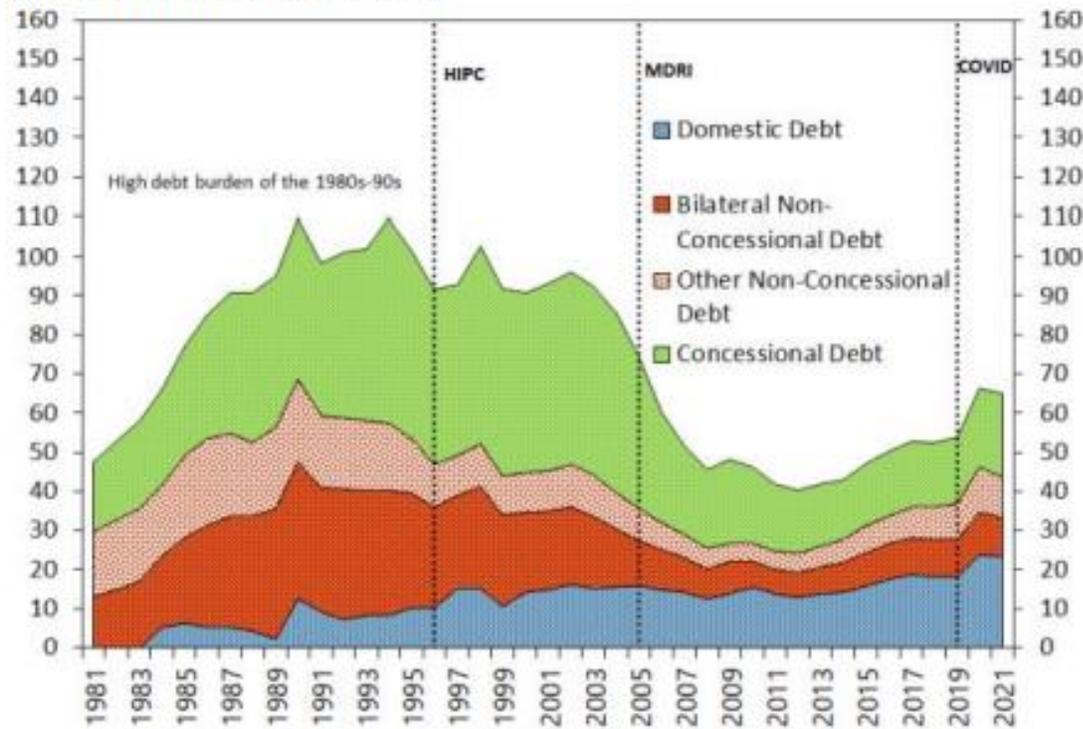


Действительно ли мы приближаемся к ситуации НРС: у МВФ есть сомнения

Figure 4. Historical Debt Stocks and Arrears Accumulation

A. Total PPG Debt

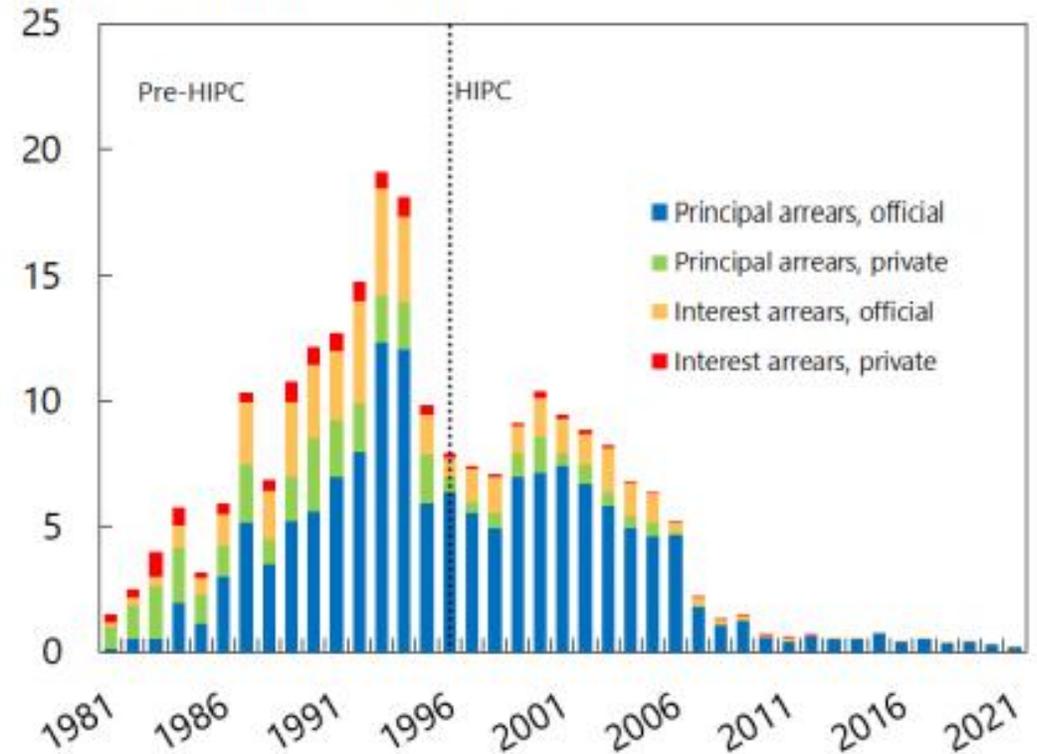
(mean, in percent of GDP)



Sources: World Bank IDS, WDI, IMF WEO and Fund Staff calculations.

B. Outstanding Arrears

(median, in percent of exports)



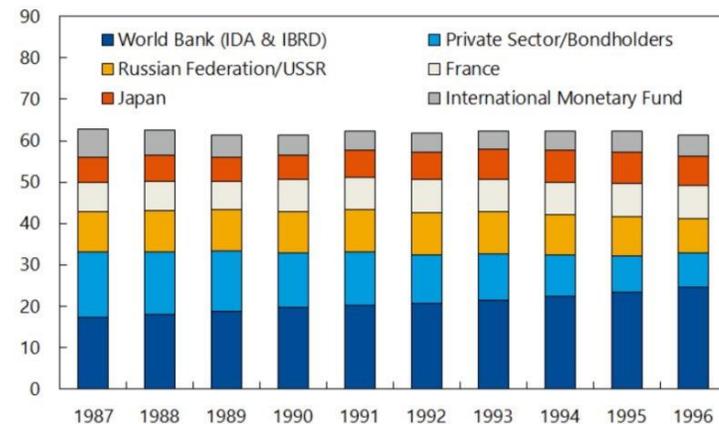
Sources: World Bank IDS and Fund Staff calculations.



Изменение в ландшафте кредиторов – 5 крупнейших кредиторов стран с низким уровнем дохода: до НРС, до CF (Чуку и др., 2023)

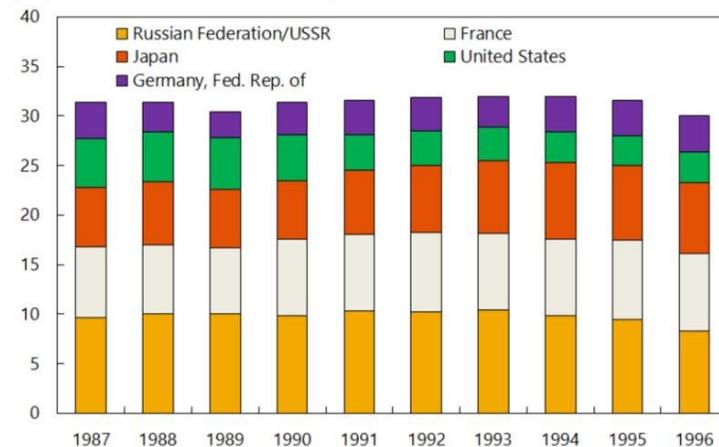
Figure 12. Concentration of Creditor Holdings

A. Top-5 LIC Creditors: 1987-96
(in percent of total PPG debt)



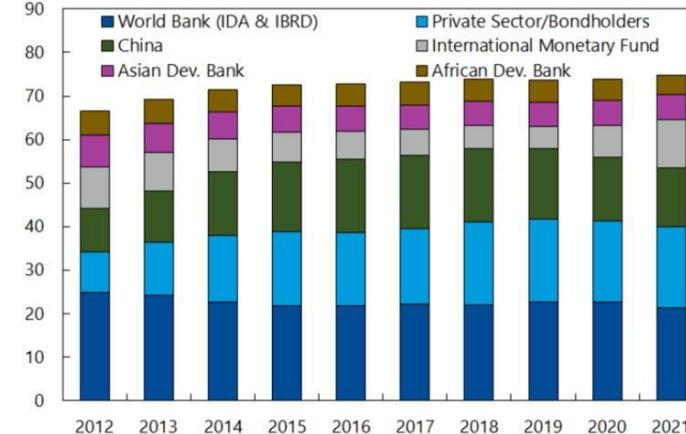
Sources: World Bank IDS and Fund Staff calculations.

C. Top-5 LIC Bilateral Creditors: 1987-96
(in percent of total PPG debt)



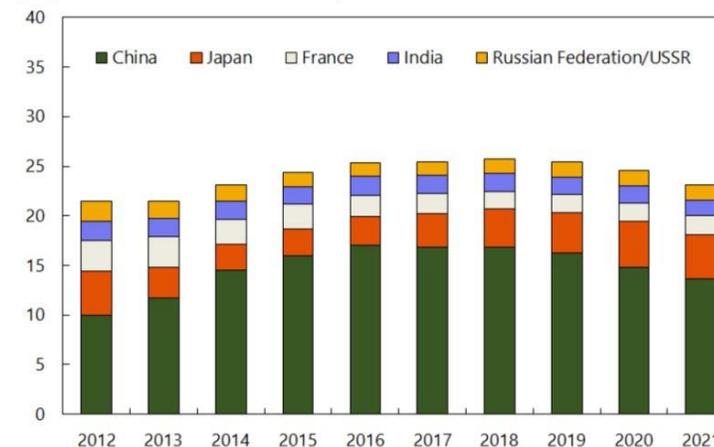
Sources: World Bank IDS and Fund Staff calculations.

B. Top-5 LIC Creditors: 2012-21
(in percent of total PPG debt)



Sources: World Bank IDS and Fund Staff calculations.

D. Top-5 LIC Bilateral Creditors: 2012-21
(in percent of total PPG debt)

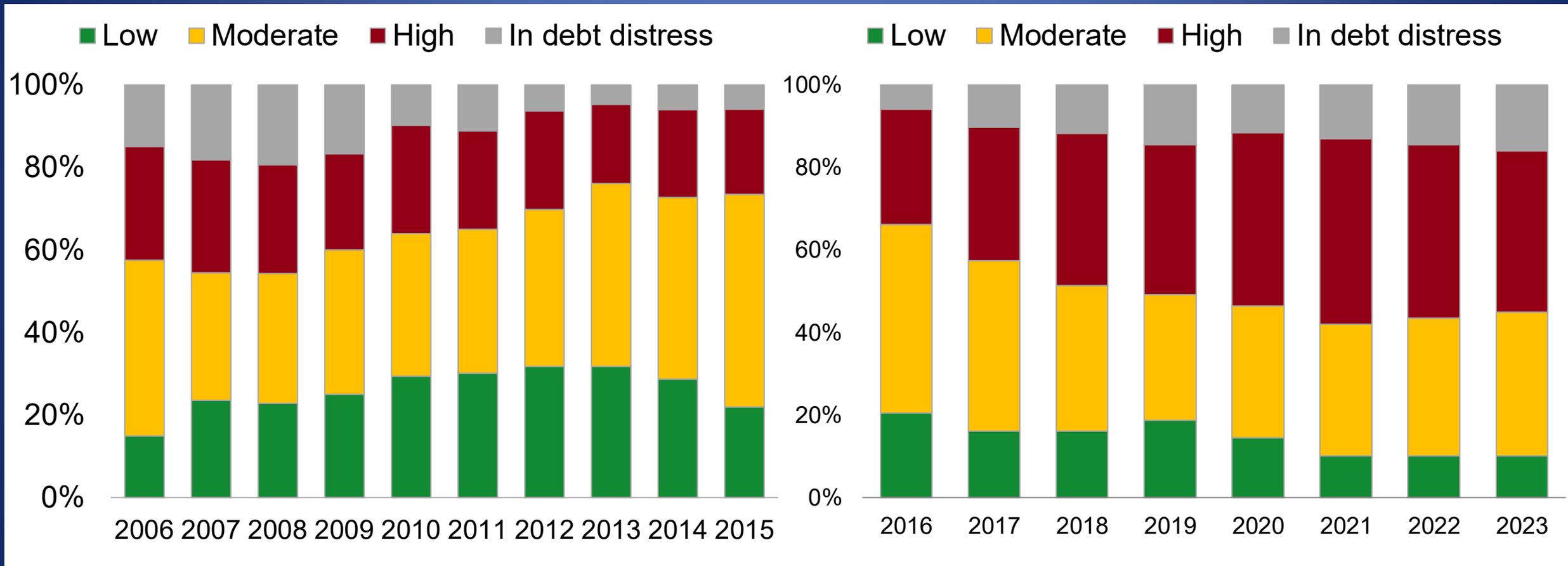


Sources: World Bank IDS and Fund Staff calculations.



Эволюция риска внешнего долгового кризиса

(доля стран с низким уровнем дохода DSA, по состоянию на март 2023 г.)



Источник: Федерико Хиль Сандер
(Всемирный банк)



Основные определения

Освобождение от долгового бремени: перенос предстоящего обслуживания или моратория (даже при нейтральной чистой приведенной стоимости) или сокращение чистой приведенной стоимости долга (и, следовательно, чистой приведенной стоимости долга/ВВП)

Перепрофилирование: изменение условий (льгота, проценты, календарь амортизации) без сокращения чистой приведенной стоимости долга

Пересмотр графика: перепрофилирование через календарь амортизации

Реструктуризация: сокращение чистой приведенной стоимости долга за счет сокращения основного долга и/или изменения процентов или срока погашения

МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА: LIC DSF Всемирного банка – ИНДИКАТОР ДОЛГА И ПОРОГОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ

● Показатели задолженности LIC DSF прогнозируются по различным сценариям:

Платежеспособность

- Текущая стоимость (PV) государственного и гарантированного государством (PPG) общего долга по отношению к ВВП
- Текущая стоимость отношения внешнего долга PPG к ВВП
- Текущая стоимость отношения внешнего долга PPG к экспорту

Ликвидность

- Отношение обслуживания внешнего долга PPG к экспорту
- Отношение обслуживания внешнего долга PPG к доходам

● Пороговые значения LIC DSF зависят от кредитоспособности страны (высокая, средняя, слабая):

| | Сильная | Средняя | Слабая |
|---|---------|---------|--------|
| ○ Текущая стоимость общего долга PPG к ВВП | 70% | 55% | 35% |
| ○ Текущая стоимость внешнего долга PPG к ВВП | 55% | 40% | 30% |
| ○ Текущая стоимость внешнего долга PPG к экспорту | 240% | 180% | 140% |
| ○ Обслуживание внешнего долга PPG к экспорту | 21% | 15% | 10% |
| ○ Обслуживание внешнего долга PPG к доходам | 23% | 18% | 14% |

МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА: LIC DSF – ОЦЕНКА РИСКА ДОЛГОВОГО КРИЗИСА

LIC DSF присваивает рейтинг риска возникновения долгового кризиса государственному внешнему долгу, если страна имеет следующие рейтинги:



Низкий риск, если ни один из показателей не превышает соответствующие пороговые значения в рамках базового сценария или самого экстремального сценария стресс-теста.



Умеренный риск, если ни один из показателей не превышает свои пороговые значения в базовом сценарии, но по крайней мере один показатель превышает свое пороговое значение в самом экстремальном сценарии стресс-тестов.



Высокий риск, если любой из пяти показателей превысит соответствующие пороговые значения в рамках базового сценария.



В условиях **государственного внешнего долгового кризиса** когда наблюдаются особые условия (например, задолженность перед официальными кредиторами, недобровольные переговоры по долгам) независимо от любого сравнения между показателями и пороговыми значениями.