

В дефолте нет ничего особенного. Россия не первая

Дефолт государственного долга, объявленный Россией в августе 1998 года, вообще говоря, не является чем-то необычным с точки зрения мировой истории. Отказ суверенных государств от своих обязательств уходит корнями в начало XIX века - время, когда за счет развития международной системы кредитования стали доступны значительные финансовые ресурсы. Последний всплеск дефолтов был отмечен в 1990 году, когда общий объем обязательств, по которым страны-заемщики отказались платить, достиг 332 млрд долл. Для сравнения, в 1997 году этот показатель был в четыре раза меньше - всего 77 млрд долл.

Для начала необходимо определить само понятие дефолта. Обычно считается, что эмитент долга объявил дефолт по своим обязательствам в одном из следующих случаев:

- выплаты по облигациям, выпущенным суверенным заемщиком и номинированным в национальной или иностранной валюте, не были произведены полностью в соответствии с оригинальным (или ранее реструктурированным) расписанием, или предложенные варианты обмена этих обязательств на новые содержали менее выгодные для кредитора условия по сравнению с первоначальными договоренностями;
- Центральный банк провел обмен старой национальной валюты на новую национальную валюту с потерей номинальной стоимости;
- выплаты по банковским займам не были произведены полностью в соответствии с оригинальным (или ранее реструктурированным) расписанием, или реструктуризация номинальной стоимости кредита и/или процентов по нему была вынужденной для кредиторов. В этой связи дефолт считается объявленным даже в том случае, когда под влиянием изменившихся законодательных или регуляторных требований банки-кредиторы "добровольно" соглашались на реструктуризацию.

При анализе проблемы суверенного дефолта необходимо разделять виды долговых обязательств, по которым страна отказывается платить. Как правило, выделяют следующие:

облигации, номинированные в национальной валюте, облигации, номинированные в иностранной валюте, банковские займы, долги перед международными финансовыми организациями и двусторонние соглашения в рамках Парижского клуба кредиторов.

Не надо "брэдить"

Дефолты по облигациям, номинированным в иностранной валюте, объявляются достаточно часто и в больших масштабах, начиная с XIX века. Так, общий объем неисполненных суверенных обязательств несколько снизился лишь в первые десятилетия после Второй мировой войны, когда выпуск облигаций за рубежом был крайне затруднен.

Последний всплеск дефолтов был обусловлен рядом факторов, среди которых войны, революции, слабость фискальной и монетарной политик, а также внешние экономические шоки. В конце 90-х стало очевидно, что из-за несовершенства банковской системы, существующих методов управления долгами и слабой налоговой дисциплины кредитные риски, которые до недавнего времени считались полностью контролируруемыми, в ближайшем будущем могут - как это уже показали недавние события в развивающихся странах - стремительно возрасти. И в этих условиях очередная волна дефолтов в начале следующего тысячелетия становится практически неизбежной.

Дефолты по облигациям, номинированным в иностранной валюте, в 70-х - 80-х годах нашего столетия были относительно редки, главным образом потому, что выпуск подобных обязательств эмитентами с низкой платежеспособностью был также редок. Гораздо чаще государства отказывались от обслуживания и погашения банковских займов. С начала 70-х годов кредиты зарубежных банков составляли львиную долю от всех правительственных заимствований. Для государств со спекулятивным кредитным рейтингом история эмиссии внешних облигаций началась только после 1990 года, когда Мексика выпустила первую серию облигаций типа "Брэди" в обмен на просроченные банковские кредиты.

В последние два десятка лет страны-заемщики с гораздо меньшей охотой придерживались оригинального графика выплат по банковским займам, чем по облигациям. Это было в первую очередь обусловлено тем, что объем эмитированных облигаций был гораздо меньше объема взятых банковских кредитов, и, следовательно, первые было намного проще обслуживать. Тем не менее по мере дальнейшего развития международного рынка капитала риск дефолта по облигациям будет неизбежно повышаться.

Следует также отметить еще одну немаловажную тенденцию, которая прослеживается на протяжении всей истории дефолтов. Отказ государств от выплат по своим внутренним обязательствам (в национальной валюте) происходит гораздо реже, чем дефолт по обязательствам, номинированным в иностранной валюте. Благодаря государственному контролю над внутренней финансовой системой правительства стран-должников имеют больше возможностей и желания по обслуживанию именно внутренних долгов.

По оценкам рейтингового агентства Standard & Poor's, в 1997 году в состоянии дефолта по своим долговым обязательствам (как банковским, так и облигационным) находилось 37 стран. Для сравнения - годом ранее в это число входили 46 стран-заемщиков. Объем невыплаченных долгов к 1997 году также снизился с 22,9% от общего объема суверенных заимствований до 18,4%. На фоне того, как ряд сравнительно мелких заемщиков, таких как Алжир, Хорватия, Панама и Словения, возобновили нормальное обслуживание своего государственного долга, номинальный объем просроченных обязательств снизился с 84 млрд долл. до 77 млрд долл., при этом в 1997 году новых дефолтов отмечено не было - все они были объявлены ранее. К ноябрю 1998 года в состоянии дефолта по своим долговым обязательствам находилась 31 страна, что составляло 15% от общего числа стран-заемщиков. При этом лишь дефолты, объявленные Россией, Украиной и Венесуэлой, явились новыми.

Последний финансовый кризис привел к тому, что в 1998 году число стран, рейтинг которых был понижен, в восемь раз превысило число государств, улучшивших свои рейтинговые позиции. Ухудшение платежеспособности заемщиков, отраженное в рейтингах, значительно увеличивает риск дефолта по долговым обязательствам и, следовательно, вероятность отказа государств от ранее взятых на себя обязательств.

В 1997 году был окончательно улажен целый ряд долговых проблем. Так, Республика Перу завершила выпуск облигаций типа "Брэди" в обмен на банковский долг в размере 8 млрд долл., дефолт по которому был объявлен еще в 1984 году. Сразу вслед за этим долговым обязательством Перу был присвоен кредитный рейтинг (BB и BBV - по обязательствам в иностранной и национальной валютах соответственно). Примерно в это же время Республика Босния завершила обмен неисполненных обязательств перед банками в объеме 1 млрд долл., т. е. разрешила дефолт, объявленный еще в 1992 году.

В 1997 году Россия также провела одну из крупнейших долговых реструктуризаций, обменяв банковский долг перед Лондонским клубом кредиторов в объеме 31 млрд долл., дефолт по которому был объявлен в 1992 году, на выплату 3 млрд долл. и переоформление 28 млрд долл. в виде новых облигаций Внешэкономбанка. Кроме того, в 1999 году должны начаться выплаты французским владельцам облигаций в объеме около 400 млн долл. в счет царского займа 1914 года. После революции 1917 года советское правительство отказалось обслуживать этот и ряд других долгов, среди которых находились и обязательства по облигациям, номинированным в английских фунтах, соглашение о реструктуризации которых было достигнуто с правительством Великобритании еще в 1986 году.

Дефолт по банковским долгам

Как уже отмечалось выше, динамика суверенных дефолтов в подавляющем большинстве случаев повторяет динамику дефолтов по долгам перед иностранными банками. В последнее время суверенные государства менее склонны объявлять дефолт по облигациям в иностранной валюте. За период с 1975 года дефолт по кредитным обязательствам перед иностранными банками объявляли 75 стран, из которых 20 выступали также эмитентами облигаций. Лишь семь стран из указанных выше объявляли дефолт по собственным облигациям, в то время как остальные проводили выплаты в полном соответствии с оригинальными расписаниями.

Это обуславливалось тем, что объем эмитированных облигаций был мал по сравнению с объемом привлеченных банковских кредитов, и правительства стран-заемщиков отдавали приоритетное значение обслуживанию именно облигационных займов. Причем они делали это с молчаливого согласия банков-кредиторов. Однако существует ряд факторов, позволяющих сделать вывод о том, что ситуация с суверенными долгами уже в ближайшем будущем может кардинально измениться. Необходимость значительных выплат по банковскому долгу через обслуживание облигаций типа "Брэди" и досрочные выкупы, низкие объемы международного банковского кредитования, а также выпуск новых облигаций странами с низким уровнем кредитоспособности - все это позволяет с уверенностью прогнозировать сближение показателей дефолта в отношении облигаций и банковских займов.

Несмотря на растущее число стран-эмитентов международных облигаций, на этом рынке по-прежнему существуют достаточно сильные барьеры для входа государств с низкой платежеспособностью (в частности, стран Центральной Африки). Государств, имеющих доступ к банковским кредитным ресурсам, пока гораздо больше, чем тех, кто может выпускать облигации. Кроме того, последний азиатский кризис значительно снизил привлекательность спекулятивных бумаг для участников рынка долгов. В этой связи можно ожидать, что преобладание банковских дефолтов сохранится.

Дефолт по обязательствам в национальной валюте

За период с 1975 года дефолт по обязательствам в национальной валюте объявляли 12 стран, среди которых: Ангола (1992-1997), Хорватия (1993-1996), Эль-Сальвадор (1981-1996), Шри-Ланка (1996), Соломоновы о-ва (1995-1997), Венесуэла (1995-1997) и др. При этом Аргентина и Бразилия только за рассматриваемый интервал времени объявляли дефолт по своим внутренним облигациям по меньшей мере

дважды. Наряду с этим 71 страна продолжала полностью обслуживать собственные внутренние обязательства.

Несмотря на некоторое увеличение числа внутренних дефолтов за последние десять-пятнадцать лет, доля стран, объявивших дефолт по обязательствам, номинированным в национальной валюте, не превышает 2% от общего объема национального заимствования, в то время как аналогичный показатель для международных облигаций в среднем составляет 25%.

В случае дефолта по облигациям обычно имеет место одностороннее увеличение сроков до погашения (как в Шри-Ланке после террористической атаки на Центральный банк в 1996 году) и/или отмена привязки основных параметров эмиссии к уровню инфляции (как в Бразилии в 1986-1987 и 1990 гг.). Дефолт по национальной валюте (как в Гане в 1979 году) в основном проводится в форме частичного обмена старых денежных знаков на новые с потерей номинальной стоимости (в СССР аналогичный дефолт-обмен проводился кабинетом В. Павлова).

Среди последних дефолтов по облигациям, номинированным в национальной валюте, можно выделить три. В июле 1998 года Венесуэла нарушила взятые на себя долговые обязательства, номинированные в боливаарах на сумму, эквивалентную 128 млн долл. Однако уже через несколько дней обслуживание этого долга возобновилось, и даже кредитный рейтинг страны остался неизменным. Проведенные Украиной в сентябре этого же года облигационные обмены в объеме около 1,6 млрд долл. также могут рассматриваться в качестве дефолта по внутреннему долгу. Новые облигации были эмитированы на больший срок и с меньшими купонами, что является фактическим ухудшением оригинальных условий подписки.

Особое внимание необходимо уделить последнему дефолту, объявленному Россией по своим рублевым облигациям в августе 1998 года. Этот дефолт оказался крупнейшим с 1990 года, когда Бразилия отказалась от обязательств по внутреннему долгу в объеме 62 млрд долл., что на тот период соответствовало 19% от всех суверенных дефолтов. Исключая ГКО-ОФЗ, находившиеся в собственности Центрального банка РФ, объем российского дефолта (в том числе бумаги, формально не подлежащие реструктуризации, но условия обращения которых были изменены) составил около 37 млрд долл., или более половины всего объема дефолтов, объявленных на тот момент. Еще в 1990 году Мексика провела обмен своих долгов перед зарубежными банками на облигации типа "Брэди", и Россия оказалась первой с того времени страной, объявившей дефолт по обязательствам, значительный объем которых приходился на нерезидентов.

Федеральный бюджет РФ на 1999 год также, по сути, предусматривал объявление дефолта. Заложенные в бюджете 9 млрд долл. на выплату внешних долгов вдвое меньше той суммы, которую Россия должна была заплатить. При этом на момент утверждения бюджета переговоры о реструктуризации внешних обязательств находились только на предварительной стадии. Россия фактически отказалась платить вне зависимости от результатов запущенного переговорного процесса.

Дефолт по обязательствам в иностранной валюте

Начиная с 1975 года 76 стран объявляли дефолт по облигациям и банковским долгам, номинированным в иностранной валюте. При этом большинство из государств-заемщиков - не единожды. Как правило, дефолт носил форму просрочки платежей по банковским кредитам. Подобные события имели место в 75 случаях.

Чаще всего проблема нарушения первоначальных обязательств решалась с помощью обмена (как в случае стран, эмитировавших облигации типа "Брэди") или досрочного выкупа долга. В любом случае разрешение проблемы дефолта приводило к ухудшению условий для кредиторов по сравнению с первоначальными договоренностями.

За рассматриваемый период дефолт по облигациям, номинированным в иностранной валюте, объявляли девять стран. В восьми случаях был объявлен двойной дефолт и по банковским кредитам, и по облигациям. При этом именно банки чаще всего являлись держателями замороженных облигаций.

Среди немногочисленных стран, объявивших дефолт по облигациям, номинированным в иностранной валюте, выделялись Зимбабве, Панама и Боливия ввиду того, что их долговые проблемы оставались без решения довольно долго. Так, например, Зимбабве первоначально нарушила согласованный график долговых выплат еще в 1965 году, когда Южная Родезия, как в то время называлась страна, в одностороннем порядке вышла из числа колоний Великобритании. После формального признания независимости правительство Зимбабве в 1980 году уладило проблемы с реструктуризацией своей задолженности.

Боливия объявила дефолт по своим облигациям в 1989 году, окончательно согласовав механизм их реоформления в 1997-м. Дефолт Панамы начался в 1987 году с дефолта по облигациям, а несколько лет спустя, в 1994 году, после объявления дефолта и по банковским займам, он разрешился с помощью проведения долгового обмена.

В целом можно сказать, что дефолты являются неотъемлемой частью современной системы международного кредитования. Различный уровень развития суверенных государств вынуждает одних искать способы вложения избыточного капитала, а других прикладывать немалые усилия для того, чтобы привлечь необходимые займы. Как наглядно демонстрируют проведенные исследования, частота объявления дефолтов имеет определенную циклическую динамику, как, впрочем, и абсолютное большинство экономических показателей. Резкие всплески дефолтов в общемировом масштабе в принципе поддаются корректировке с помощью системы международной финансовой поддержки. Циклы можно сглаживать. Однако несомненным остается одно - до тех пор, пока сохраняется неравномерность в экономическом развитии стран, кредитование менее развитых государств будет всегда связано с риском дефолта.