

ДОЛГОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ АРГЕНТИНСКОЙ РЕСПУБЛИКИ: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Алексей Владимирович КУЗНЕЦОВ ^{a*}, Сергей Александрович МОРОЗОВ ^b

^a доктор экономических наук, старший научный сотрудник, профессор департамента мировых финансов, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
kuznetsov0572@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-3669-0667>
SPIN-код: 3219-0542

^b ведущий специалист-эксперт департамента государственного долга и государственных финансовых активов, Министерство финансов Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
tisefohero@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0003-0644-3307>
SPIN-код: 2006-8174

* Ответственный автор

История статьи:

Reg. № 498/2020
Получена 31.08.2020
Получена в доработанном виде 14.09.2020
Одобрена 28.09.2020
Доступна онлайн 29.10.2020

УДК 336.279

ЖЕЛ: Н60, Н62, Н63, Н81

Ключевые слова:

Аргентина, государственный долг, долговая устойчивость, дефицит бюджета, дефолт

Аннотация

Предмет. Взаимосвязь между возрастающей стоимостью обслуживания текущих государственных долговых обязательств и обеспечением долговой устойчивости дефолтной экономики на примере Аргентинской Республики.

Цели. Проведение комплексного анализа истоков возникновения и механизмов урегулирования долговых кризисов в Аргентинской Республике.

Методология. Используются методы анализа, синтеза и экстраполяции данных МВФ, Министерства экономики и Центрального банка Аргентины.

Результаты. Обсуждаются подходы администрации и Центрального банка Аргентины к антикризисной бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политике. Раскрыты особенности взаимодействия Аргентины с МВФ. Показаны экономические последствия чрезмерной долговой нагрузки. Представлены данные по погашению государственного долга Аргентины в долгосрочном периоде. Обобщены особенности реструктуризации текущей задолженности. Рассмотрено влияние внешних факторов, включая пандемию COVID-19, на экономическое благополучие региона в целом.

Область применения. Результаты исследования могут быть использованы Министерством финансов РФ и другими правительственными органами при формировании политики обслуживания государственных долгов.

Выводы. Сформированное недоверие к кредитоспособности и ценным бумагам Аргентины повышает риски серийных дефолтов. Отсутствие у государства возможности оказания финансовой поддержки корпоративному сектору отражается на уровне бедности, безработицы. Значительный приток инвестиций в регион и материальная поддержка со стороны международных финансовых организаций в ближайшей перспективе маловероятны.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2020

Для цитирования: Кузнецов А.В., Морозов С.А. Долговая устойчивость Аргентинской Республики: проблемы и перспективы // *Финансы и кредит*. — 2020. — Т. 26, № 10. — С. 2346 — 2363.

<https://doi.org/10.24891/fc.26.10.2346>

Введение

В первом полугодии 2020 г. пандемия COVID-19 практически полностью парализовала всю мировую экономическую активность. Экономический ущерб от разнообразных ограничений стал крупнейшим экономическим шоком за последнее десятилетие¹. Особое негативное воздействие в связи с этим испытали страны с развивающимися рынками вследствие значительного давления ковидкризиса на систему национального здравоохранения, сокращения торговли и туризма, а также введения жестких финансовых ограничений в условиях растущей задолженности для срочного покрытия возникших убытков и недополученных бюджетных доходов.

Столкнувшись с экономическими трудностями, страны при попытке стабилизации собственных экономик и недопущения возникновения кризисных явлений понесли серьезные финансовые потери. Невозможность компенсации этих затрат в краткосрочной перспективе актуализировало вопрос долгового финансирования. Как и в предкризисный период в большинстве стран крупнейшим заемщиком в экономике являются правительства, вследствие чего решения в сфере управления государственным долгом оказывают существенное влияние на возможности и перспективы развития экономики в целом. Грамотно выстроенная долговая политика эффективно дополняет текущую финансовую политику государства. Например, снижение рисков по государственным долговым обязательствам открывает доступ к международным рынкам капитала на более выгодных условиях. Однако далеко не все страны проводят сбалансированную долговую политику. В большинстве случаев полученные заемные средства направляются на погашение хронических дефицитов бюджета, что запускает процесс накопления долгов. Соответственно, чем больше накопленная задолженность, тем сложнее ее обслуживать. Это означает, что государство помимо реализации основных направлений деятельности в сферах социальной политики, здравоохранения, развития экономики с каждым годом вынуждено выделять всю большую сумму на обслуживание и погашение долговых обязательств, что ведет к сокращению финансирования других основных направлений государственной политики [1]. Одним из таких проблемных государств является Аргентина². Рассмотрение аргентинского опыта управления государственным долгом важно с точки зрения изучения особенностей обеспечения долговой устойчивости дефолтной экономики.

Истоки долгового кризиса

Известное высказывание Нобелевского лауреата по экономике Саймона Кузнеца о существовании четырех видов стран, среди которых выделяются развитые, развивающиеся, Япония и Аргентина, актуально по сей день. Аргентина — одно из крупнейших государств Южной Америки с масштабными плодородными территориями (2,8 млн км²), запасами лития и газа, ведущий производитель и

¹ The Global Economic Outlook During the COVID-19 Pandemic: A Changed World. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2020/06/08/the-global-economic-outlook-during-the-covid-19-pandemic-a-changed-world>

² Argentina's Economic Crisis and Default, Updated 15 June 2020. URL: <https://fas.org/sgp/crs/row/IF10991.pdf>

экспортер продуктов питания с крупной сельскохозяйственной и животноводческой промышленностью — за двухсотлетний период объявила девять национальных дефолтов, четыре из которых имели место за последние 20 лет. Исторически накапливаемый государственный долг Аргентины являлся источником масштабных национальных потрясений и экономических шоков.

Являясь третьей экономикой по показателю ВВП в латиноамериканском регионе, начиная с 2009 г. страна испытывает хронические проблемы с дефицитом бюджета (табл. 1). Следует однако отметить, что, по данным МВФ, в период 2003—2008 гг. Аргентина сводила бюджет с профицитом. Предполагалось, что экономика Аргентины, хоть и низкими темпами, начала восстанавливаться от последствий самого крупного дефолта в истории государства, объявленного в 2001 г. [2]. Однако уже в 2007 г. стали проявляться новые признаки экономической и финансовой неустойчивости, создавшие предпосылки для следующего дефолта в 2014 г. Острая проблема обслуживания растущего государственного долга Аргентины являлась перманентной на протяжении всего рассматриваемого периода. После событий 2001 г. стало ясно, что дальнейшее обслуживание долговых обязательств без внесения соответствующих корректировок в бюджет наиболее вероятно вернет страну в состояние социально-экономического хаоса [3].

Для предотвращения макроэкономической дестабилизации администрация Аргентины обратилась за поддержкой к МВФ, благодаря вмешательству которого смогла добиться профицита бюджета в 2003 г. и поддерживать его вплоть до 2008 г. Подчеркнем, что история взаимоотношений МВФ и Аргентины весьма напряженная [4]. В 2001 г., когда банковская система страны начала разрушаться, МВФ не предпринял никаких попыток для оказания содействия в ее стабилизации. Хотя вполне возможно допустить, что своевременное обеспечение Аргентины льготными долгосрочными кредитами со стороны МВФ и Группы Всемирного банка могло бы минимизировать экономические потери. Данная ситуация резко контрастировала на фоне выданного Аргентине в 2000 г. кредита на сумму 40 млрд долл. США (приблизительно 4% от ВВП) [5]. Тогда МВФ старался косвенно повлиять на неэффективную налогово-бюджетную политику, проводимую администрацией Аргентины в период восстановления экономики. Эксперты Фонда рекомендовали прибегнуть к оптимизации бюджетных расходов и ужесточению денежно-кредитной политики, включая введение режима таргетирования инфляции с установлением ее целевого ориентира на уровне 15% в год³. В 2003 г. МВФ и руководство Аргентины подписали соглашение о дальнейшем сотрудничестве по восстановлению экономики, меры которого и поспособствовали выравниванию бюджетного баланса на некоторое время.

К началу 2007 г. на фоне благоприятной конъюнктуры мировой экономики социально-экономическая ситуация в стране значительно улучшилась: реальные темпы роста экономики доходили до 9%, наблюдались значительный прирост импорта товаров и услуг, рост инвестиций в основной капитал, увеличение объемов

³The Role of the IMF in Argentina, 1991–2002. URL: <https://www.imf.org/External/NP/feo/2003/arg/index.htm>

экспорта. Уровень государственного долга к ВВП сократился с 152,2% в 2002 г. до минимального значения 41,7% в 2013 г.⁴ (за год до очередного восьмого дефолта Аргентины в 2014 г.). При этом администрация Аргентины с 2007 г. продолжала проводить неэффективную фискальную и монетарную политику. Так, например, бывший президент Аргентины Кристина Киршнер, вопреки рекомендациям МВФ по необходимости реформирования бюджетно-налоговой политики [6] и стимулированию роста налоговых доходов в республиканский бюджет для обеспечения дальнейших выплат по государственному долгу, направила 30 млрд долл. США на национализацию частных пенсионных фондов в целях их защиты от последствий финансово-экономического кризиса 2008 г. и стабилизации развивающихся в то время социальных дисбалансов [7]. Также были зафиксированы эпизоды изъятия банковских вкладов у населения⁵ вместе с последующим ростом процентных ставок Центральным банком Аргентины с целью ограничить отток капитала из страны, что только усугубило спад в экономике. К началу 2009 г. в попытках ограничения последствий рецессии государственные расходы уже росли вдвое быстрее доходов [8]. В начале 2010 г. Центральный банк начал практику финансирования дефицита бюджета, что впоследствии привело к развитию инфляции [9, 10]. Для погашения и обслуживания государственных долгов Кристина Киршнер рассчитывала использовать официальные золотовалютные резервы. Это намерение было подвергнуто серьезной критике как со стороны МВФ, так и со стороны самого Центрального банка Аргентины и в итоге запрещено Аргентинским судом. Кроме того, в преддверии кризиса 2014 г. был введен режим валютного контроля для предотвращения бегства капитала и уклонения от уплаты налогов. На фоне череды негативных событий экономическая ситуация была усугублена снижением мировых цен на основные экспортные товары Аргентины, что в итоге привело к потере темпов реального экономического роста и самому значительному обесценению аргентинского песо в истории страны. Попытки правительства скомпенсировать давление на бюджет путем увеличения налоговых ставок были встречены массовыми протестами населения. Помимо этого объявленный Аргентиной мораторий на реструктуризацию более 93% государственного внешнего долга в 2005 г. и 2010 г. (приблизительно 80 млрд долл. США) был аннулирован американским судом по делу «Администрация Аргентины против хедж-фонда NML Capital Ltd.» [11]. По решению суда Аргентина была обязана обслуживать все выпущенные государственные облигации, включая ранее попавшие под программу реструктуризации задолженности⁶. Главным итогом такой политики стал восьмой по счету дефолт по государственному долгу в 2014 г. [12].

После того, как 10 декабря 2015 г. Кристина Киршнер уступила пост главы Аргентины Маурисио Макри, уходящее правительство оставило экономику в состоянии стагнации с серьезным бюджетным дефицитом, гиперинфляцией и

⁴ Социально-экономическое развитие Аргентины. Аналитический центр при Правительстве РФ. Ноябрь 2018. URL: <https://ac.gov.ru/archive/files/publication/a/19846.pdf>

⁵ Description of the Republic of Argentina, September 23, 2016. URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000090342316001278/ex99-d.htm>

⁶ Argentina's Debt: A Conflict of Principles. URL: <https://www.americasquarterly.org/argentinas-debt-a-conflict-of-principles/>

колоссальной государственной задолженностью. С приходом к власти М. Макри аргентинские банки и инвестиционные фонды ожидали положительных экономических сдвигов. Действительно, заметные изменения произошли в экономическом блоке правительства, например, пост главы Центрального банка занял известный экономист и профессор Гарварда Федерико Штурценеггер.

В рамках плана Макри по восстановлению экономики [13] были приняты меры по оптимизации государственных расходов [14], а также проведены либерализация валютного законодательства и налоговая амнистия выведенных за пределы Аргентины капиталов (по оценкам более 100% ВВП). Первоначальные результаты реализации плана были обнадеживающими — налоговая амнистия позволила вернуть в страну 166 млрд долл. США, а Центральный банк Аргентины значительно увеличил свои резервы в иностранной валюте (табл. 2). Примечательно, что в 2017 г. Аргентина, через год после выхода из последнего кризиса, несмотря на историю дефолтов, смогла успешно разместить облигации со столетним сроком погашения на сумму 2,75 млрд долл. США под 7,9% годовых⁷. Однако уже к началу 2018 г. аргентинская экономика столкнулась с новыми потрясениями: тотальная засуха⁸, последствием которой стало кардинальное падение экспорта зерновых и сои, убытки от чего для Аргентины и Уругвая оценивались в сумму 4 млрд долл. США, а также ряд других внешнеэкономических и внешнеполитических событий, негативно отразившихся на неокрепшей экономике Аргентины.

В связи с этим МВФ предоставил кредитную линию на сумму 56,3 млрд долл. США на три года со сроком погашения в 2021 г., из которой был привлечен транш на сумму 44 млрд долл. США⁹. Данная сделка, известная как резервное соглашение, была направлена на сокращение бюджетного дефицита Аргентины, а также на обеспечение проведения корректировок в монетарной политике для снижения уровня цен. Однако политика таргетирования инфляции оказалась несовместима с финансированием Центральным банком Аргентины первичного дефицита бюджета за счет денежной эмиссии¹⁰. Цель достижения ценовой стабильности вошла в конфликт с необходимостью увеличения денежной массы, что ускорило инфляцию.

Первичный дефицит бюджета удалось снизить только за счет увеличения государственного долга, объем которого возрос с 57,1% в 2018 г. до более чем 93,3% ВВП на 01.01.2020, что сопровождалось экономическим спадом. По данным МВФ, за 2018 г. падение реального ВВП составило –2,5% ВВП, а в 2019 г. — –2,2% ВВП. Такая отрицательная экономическая динамика ввела Аргентину в состояние тотальной долговой неустойчивости [15].

⁷ Argentina sees strong demand for surprise 100-year bond.

URL: <https://www.cnn.com/2017/06/20/argentina-sees-strong-demand-for-surprise-100-year-bond.html>

⁸ Most Expensive Weather Disaster of 2018: A \$3.9 Billion Drought in Argentina and Uruguay.

URL: <https://www.wunderground.com/cat6/most-expensive-weather-disaster-2018-39-billion-drought-argentina-and-uruguay>

⁹ Argentina's economic crisis is the result of avoidable mistakes.

URL: <https://www.theguardian.com/business/2019/sep/10/argentina-economic-crisis-imf-debt-default>

¹⁰ IMF Staff Statement on Argentina.

URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/02/19/pr2057-argentina-imf-staff-statement-on-argentina>

Для обеспечения минимальной возможности экономического роста Альберто Фернандес, занявший 10 декабря 2019 г. пост президента страны, был вынужден решать проблему государственного долга путем его реструктуризации, что позволило не допустить дефолт в январе 2020 г. на сумму 250 млн долл. США¹¹. Однако пандемия COVID-19, спровоцировавшая кризис мировой экономики во втором квартале 2020 г., нивелировала многие положительные результаты деятельности новой администрации Аргентины по управлению задолженностью, в результате чего страна объявила девятый по счету дефолт.

Экономические последствия чрезмерной долговой нагрузки

Одним из главных государственных документов, определяющих цели и задачи в области долговой политики Аргентины, является «Финансовая стратегия»¹², призванная обеспечить финансирование потребностей правительства Аргентины при минимальных возможных затратах и рисках. Главным компонентом достижения этой цели является развитие внутренних механизмов привлечения заемных средств, направленных на снижение затрат и валютных рисков по обслуживанию внешнего долга Аргентины в иностранной валюте. Однако при текущем уровне инфляции (50% на начало 2020 г.) заемные средства в национальной валюте слишком быстро обесцениваются¹³. Это обусловлено тем, что Центральный банк Аргентины выделяет огромные суммы денег на государственные программы, скупая государственные обязательства преимущественно за счет активной денежной эмиссии. Так, денежная база только в период с 05.03.2020 до 14.04.2020 увеличилась на 43,2% (с 1 703 млрд до 2 439 млрд аргентинских песо). Согласно данным *табл. 3* объем государственных облигаций на балансе Центрального банка Аргентины за период карантина вырос приблизительно на 25%, а за полтора года увеличился практически в три раза. Такая политика крайне негативно отражается на показателе инфляции, что делает внутренние механизмы привлечения заемных денежных средств максимально неэффективными. Колоссальная потеря стоимости национальной валюты также во многом является результатом недоверия к ней населения, что выражается в регулярных попытках конвертировать аргентинские песо в доллары. Так, по данным Morning Star, курсовое соотношение доллара США и аргентинского песо на 24.06.2019 составляло 42,418, а на 03.08.2020, соответственно, 71,78. Данный аспект, как отмечает А. Парет [16], говорит о возрастающей роли валютных рисков в части текущей и будущей нагрузки на аргентинский бюджет при обслуживании и погашении обязательств в иностранной валюте. При этом прирост валютной составляющей в структуре государственного долга усугубляется практическим отсутствием выхода Аргентины на

¹¹ PBA to pay bond to keep Arg restructuring on fast track. Buenos Aires Province in Talks with Creditors to Delay Payment. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-14/buenos-aires-province-asks-for-consent-to-delay-debt-payment>

¹² Estrategia Financiera [Financial Strategy]. URL: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/estrategiafinanciera> (In Spanish)

¹³ Inflation (CPI). OECD Data. URL: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>

международные финансовые рынки¹⁴. В совокупности региональные риски, риски дефолта и риски ликвидности непомерно увеличивают стоимость новых заимствований в будущем. Так, по данным *рис. 1*, основная нагрузка на погашение государственного долга Аргентины приходится на 2020–2023 гг., а с 2021 г. погашение задолженности будет происходить непосредственно в иностранной валюте. С учетом ограниченного доступа Аргентины на международные рынки капитала для недопущения массовой череды дефолтов необходима либо дальнейшая реструктуризация задолженности либо рефинансирование текущей задолженности за счет программ МВФ. Это означает принятие аргентинским правительством еще больших обязательств по обслуживанию кредитов международных финансовых организаций (МФО), которые и так значительно увеличились за последние три года (*табл. 4*).

Таким образом, исходя из данных графика погашения государственного долга (*рис. 1*) и объема государственного долга Республики Аргентина (*табл. 4*), в 2020–2024 гг. должно быть погашено более 60% всей принятой задолженности, что исходя из бюджетных возможностей на текущий момент представляется невозможным. При этом необходимо учитывать расходы бюджета на обслуживание долговых обязательств. Так, например, в соответствии с Законом о республиканском бюджете на 2020 г.¹⁵ на обслуживание текущих обязательств было выделено 1 208,8 млрд аргентинских песо при совокупных расходах в объеме 6 247,8 млрд аргентинских песо, то есть приблизительно 20% всех расходов бюджета Аргентины направлено на обслуживание государственного долга¹⁶. При том что половина всего бюджета предназначена для финансирования социального обеспечения, на национальную обороноспособность страны предусмотрено всего 258,7 млрд, а на развитие национальной экономики — 613 млрд аргентинских песо, что соответственно в шесть и два раза меньше бюджета, предназначенного для обслуживания государственного долга. Перегруженность республиканского бюджета расходами на обслуживание государственного долга негативно отражается на благополучии населения, состоянии экономики и обороноспособности страны. Таким образом, рост безработицы и бедности, сокращение образовательных программ, стагнация отрасли здравоохранения обостряют и без того сложную внутривнутриполитическую ситуацию Аргентины.

¹⁴ Cut Off from Credit, Argentina Gets Central Bank to Pay Bills. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-04-21/cut-off-from-credit-argentina-gets-central-bank-to-pay-bills>

¹⁵ Presupuesto 2020 [Budget 2020]. URL: <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/presupuestos/2020> (In Spanish)

¹⁶ Composición del gasto por Finalidad-Función y Carácter Económico [Composition of expenditure by Purpose-Function and Economic Character] – N° 1 Anexa al Art.1º
URL: https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/presutexto/proy2020/ley/pdf/planillas_anexas/capitulo1/anexa101.pdf (In Spanish)

Реструктуризация текущей задолженности

Министр экономики Мартин Гусман совместно с администрацией Аргентины подготовили план реструктуризации государственной задолженности¹⁷. На данном этапе администрация ведет переговоры с группой крупных инвестиционных компаний-кредиторов в Соединенных Штатах Америки по вопросам урегулирования более половины внешней задолженности. Первоначальный план предусматривал реструктуризацию обязательств на сумму 83 млрд долл. США и почти 4-летний льготный период, в течение которого планируется осуществление платежей только в счет погашения задолженности. Впоследствии во время переговоров с кредиторами сумма снизилась до 65 млрд долл. США и до одного года в качестве льготного периода. Одним из результатов переговоров является то, что большая часть инвесторов согласилась отказаться от своих дефолтных облигаций в пользу новых облигаций, которые будут выплачиваться по цене менее 55 центов на каждый доллар первоначальной стоимости. Итоговый результат переговоров крайне важен для администрации Аргентины. В случае успешных переговоров, наиболее вероятно, стране не будет полностью заблокирован доступ к международным кредитным рынкам, что позволит избежать колоссального репутационного ущерба на международной арене.

По мнению многих аналитиков, пандемия COVID-19 повысила вероятность заключения этой крайне необходимой для держателей облигаций сделки. С 2018 г. Аргентинская Республика находится в тяжелой рецессии, а пандемия только усугубила эту и без того сложную ситуацию¹⁸. По словам политического аналитика Николаса Салдиаса, COVID-19 определенно сыграл роль в снижении ожиданий кредиторов относительно того, что является возможным и приемлемым с моральной точки зрения: Республика Аргентина или объявляет бессрочный дефолт со всеми социальными, экономическими и политическими последствиями [17], и в этом случае, наиболее вероятно, кредиторы полностью потеряют свои вложенные капиталы, или они соглашаются на описанный компромиссный вариант¹⁹.

Важно понимать, что даже факт успешной реструктуризации текущей задолженности не обеспечит решения долговой проблемы Аргентины. Поэтому данный договор является своеобразной форой, за время которой необходимо восстановить экономику и обеспечить качественный экономический рост. Также необходимо учитывать, что текущий поиск компромиссных условий на данном этапе формирования сделки не является по факту компромиссным. Как было отмечено ранее, кредиторы не согласились на предоставление более года в качестве льготного периода. Однако за год при любых обстоятельствах невозможно

¹⁷ Argentina continues talks but moves forward plans for debt restructuring.

URL: <https://en.mercopress.com/2020/04/03/argentina-continues-talks-but-moves-forward-plans-for-debt-restructuring>

¹⁸ Argentina's debt restructuring deal explained.

URL: <https://www.dw.com/en/argentinas-debt-restructuring-deal-explained/a-54432373>

¹⁹ Argentina Agrees Restructuring Deal with Bondholders.

URL: <https://www.wsj.com/articles/argentina-nears-65-billion-restructuring-deal-with-bondholders-11596502192>

окончательно восстановить экономику и обеспечить ее беспрепятственное функционирование. Смоделированный Ф. Касалином, И. Диа и А. Халлетом [18] вариант решения проблемы говорит о том, что проведение необходимых денежно-кредитных и фискальных реформ потребует большего времени и более значительных объемов вложений. Для достижения первых положительных результатов экономике Аргентины требуется не менее пяти лет льготного периода, в то время как согласно данным *рис. 1* 60% государственного долга Республики Аргентина будет погашено до 2024 г. Необходимо понимать, что на это погашение будет направлена значительная доля всех возможных источников республиканского бюджета, и только с 2024 г., наиболее вероятно, администрация Аргентины сможет начать обслуживать оставшиеся долги в соответствии с договором о реструктуризации. При этом важно отметить, что каждый новый экономический шок с 2020 по 2024 г. будет фатально отражаться на текущей кредитоспособности Аргентины, провоцируя новые дефолты и еще более подрывая макроэкономическую стабильность страны [19] (показатели инфляции, ВВП, государственного долга к ВВП, процентных ставок и т.д.).

Помимо пандемии, мировая общественность пристально наблюдает за другими событиями, включая массовые беспорядки и начало предвыборной кампании в США, динамику ключевых индексов Dow Jones и S&P 500 (текущая волатильность которых на данном этапе слабо предсказуема), продолжающиеся политические конфликты с участием США и Венесуэлы и т.д. Все эти факторы непосредственно сказываются на дальнейшем экономическом благополучии латиноамериканского региона в целом. Текущая экономическая уязвимость Аргентинской Республики также отражается на других странах Латинской Америки, создавая недоверие мировой общественности к инвестиционному климату на латиноамериканских финансовых рынках. Помимо Аргентины, многие другие страны этого региона испытывают серьезные сложности с хроническими дефицитами бюджетов и с урегулированием своих долговых обязательств [20], которые в перспективе могут значительно затруднить дальнейшее развитие и стать катализатором других государственных проблем (в первую очередь, речь идет о Венесуэле).

Заключение

Исторически накопленная задолженность Республики Аргентина крайне негативно отражается на текущем функционировании государства. Помимо колоссального дорогого ежегодного обслуживания государственного долга в ближайшие четыре года государству предстоит погасить почти 60% всей государственной задолженности по облигационным займам и кредитным договорам. Следствием этого являются вынужденные реструктуризации без возможности выхода на мировые рынки капиталов в целях получения новых займов для рефинансирования. При этом внутренние механизмы привлечения заемных средств также не являются эффективными, поскольку обслуживание и погашение государственного долга, а также первичного дефицита бюджета Аргентины происходит непосредственно за счет денежной эмиссии Центрального банка, результатом чего является ежегодный

рост уровня инфляции до 50%. Потеря доверия населения к аргентинскому песо, отсутствие доступа Аргентины на мировые рынки капиталов ввиду отрицательной кредитной репутации из-за череды дефолтов и угрозы новых дефолтов негативно отражаются на других сферах деятельности государства, что препятствует экономическому росту и эффективному выполнению государством своих социальных обязательств перед населением.

Таблица 1

Динамика бюджетного баланса Аргентины с 2007 г., % от ВВП

Table 1

Changes in Argentina's budget balance since 2007, per cent of GDP

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Доходы	29,6	30,8	32,7	32	32,2	33,8	34,3	34,6	35,4	34,9	34,5	33,8	33,9
Расходы	30,3	31,1	34,5	33,4	34,9	36,8	37,6	38,9	41,4	41,5	41,2	39,3	37,7
Дефицит	0,8	0,4	-1,8	-1,4	-2,7	-3	-3,3	-4,3	-6	-6,7	-6,7	-5,5	-3,9

Источник: данные Международного валютного фонда

Source: The International Monetary Fund data

Таблица 2

Динамика резервов Центрального банка Аргентинской Республики с 2008 г. по 31 июля 2020 г., млрд аргентинских песо

Table 2

Trends in the reserves of the Central Bank of the Argentine Republic from July 31, 2008 to July 31, 2020, billion Argentine Pesos

Год	Резервы
2008	160
2009	182
2010	208
2011	200
2012	213
2013	199
2014	269
2015	332
2016	615
2017	1 034
2018	2 487
2019	2 686
2020	3 137

Источник: данные Центрального банка Аргентинской Республики

Source: The Central Bank of the Argentine Republic (Banco Central de la Republica Argentina) data

Таблица 3

Динамика государственных облигаций Аргентины на балансе Центрального банка Республики Аргентины, млрд аргентинских песо

Table 3

Trends in government bonds of Argentina on the books of the Central Bank of the Argentine Republic, billion Argentine Pesos

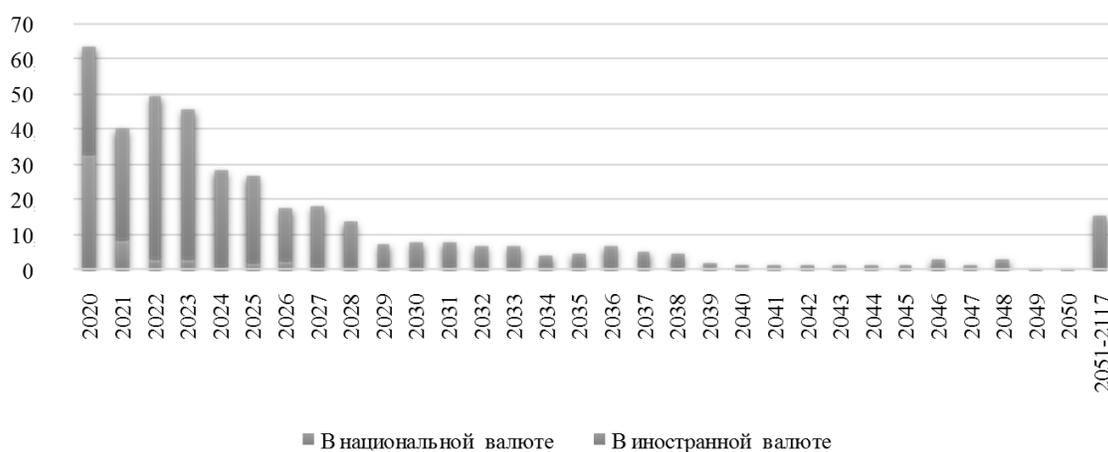
Дата	Сумма
07.01.2019	1 646
07.04.2019	1 908
07.07.2019	1 812,3
07.10.2019	960
07.01.2020	3 319,9
07.04.2020	3 713,2
07.07.2020	4 349,1

Источник: данные Центрального банка Аргентинской Республики

Source: The Central Bank of the Argentine Republic (Banco Central de la Republica Argentina) data

Таблица 4**Структура государственного долга Республики Аргентина с 2017 по 2020 г., млрд долл. США и % к ВВП****Table 4****The structure of public debt of the Argentine Republic from 2017 to 2020, billion USD and per cent of GDP**

Показатель	2017		2018		2019		2020	
	млрд. долл.	% ВВП						
Задолженность государственного сектора	155,6	27,4	126,1	32,8	129	36	132,9	36,7
Задолженность перед МФО	29,5	5,2	58,1	15,1	73,4	20,5	72,4	20
Реструктурированная задолженность перед частными лицами	132,9	23,4	145,3	37,8	118,2	33	115,5	31,9
Итого	320,9	56,5	332,2	86,4	323,1	90,2	323,8	89,4

Источник: Министерство экономики Аргентинской Республики*Source:* Ministry of Economy of the Argentine Republic (Ministerio de Economía)**Рисунок 1****График погашения государственного долга с 2020 по 2117 г., млрд долл. США****Figure 1****Public debt repayment schedule from 2020 to 2117, billion USD***Источник:* Министерство экономики Аргентинской Республики*Source:* The Ministry of Economy of the Argentine Republic (Ministerio de Economía) data

Список литературы

1. *Cecchetti S.G., Mohanty M., Zampolli F.* The future of public debt: prospects and implications. *BIS Working Papers*, 2010, no. 300.
URL: <https://www.bis.org/publ/work300.pdf>
2. *Damill M., Frenkel R., Rapetti M.* Lessons From the Argentine Case of Debt Accumulation, Crisis and Default. The United Nations Conference on Trade and Development, 2005, 52 p.
URL: <https://vi.unctad.org/debt/debt/m3/documents/Country%20Case%20Argentina%20%5B1%5D.PDF>
3. *Guzman M.* An analysis of Argentina's 2001 Default resolution. *Centre for International Governance Innovation, CIGI Papers*, 2016, no. 110, 32 p.
URL: https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/CIGI%20Paper%20No.110WEB_0.pdf
4. *Cibils A., Vuolo R.L.* At Debt's Door: What Can We Learn from Argentina's Recent Debt and Restructuring? *Seattle Journal for Social Justice*, 2007, vol. 5, iss. 2, pp. 754–795. URL: <https://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1612&context=sjsj>
5. *Easterly W., Rebelo S.* Fiscal policy and economic growth: An empirical investigation. *Journal of Monetary Economics*, 1993, vol. 3, iss. 32, pp. 417–458.
URL: [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90025-B](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90025-B)
6. *Weisbrot M., Sandoval L.* Argentina's Economic Recovery: Policy Choices and Implications. *Center for Economic and Policy Research*, 2007.
URL: https://www.cepr.net/documents/publications/argentina_recovery_2007_10.pdf
7. *Busso A.* Neoliberal Crisis, Social Demands, and Foreign Policy in Kirchnerist Argentina. *Contexto Internacional*, 2016, vol. 38, no. 1.
URL: <https://doi.org/10.1590/S0102-8529.2016380100003>
8. *Guillén A.R.* The effects of the global economic crisis in Latin America. *Brazilian Journal of Political Economy*, 2011, vol. 31, no. 2, pp. 187–202.
URL: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572011000200001>
9. *Niemietz K.P.* The Nationalisation of Retirement Savings Accounts in Argentina. *Economic Affairs*, 2009, vol. 29, iss. 1, pp. 49–53.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0270.2009.01867.x>
10. *Baer W., Margot D., Montes-Rojas G.* Argentina's default and the lack of dire consequences. *Economia Aplicada*, 2011, vol. 15, no. 1, pp. 131–146.
URL: <https://doi.org/10.1590/S1413-80502011000100007>

11. *Alviggi C.* The Argentine case: The U.S. District Court for the Southern District of New York interpretation of the *pari passu* clause and the recent U.S. Supreme Court opinion, *Argentine vs NML Capital, Ltd*, no. 12-842 (i.e. the discovery case). URL: <http://www.globalrestructuring.eu/wp-content/uploads/2015/08/The-Argentine-case.pdf>
12. *Thomas C., Cachanosky N.* Argentina's post-2001 economy and the 2014 default. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2016, vol. 60, pp. 70–80. URL: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.08.002>
13. *Sturzenegger F.* Macri's Macro: The Meandering Road to Stability and Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, 2019, pp. 1–58. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/09/Sturzenegger_conference-draft.pdf
14. *Alvarez F., St. Aubyn M.* Government Spending Efficiency in Latin America: A Frontier Approach. A Frontier Approach. *CAF Development Bank Working Paper*, 2014, no. 9, 42 p.
15. *Greenidge K., Craigwell R., Thomas C., Drakes L.* Threshold Effects of Sovereign Debt: Evidence from the Caribbean. *IMF Working Paper*, 2012, no. WP/12/157. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12157.pdf>
16. *Paret A.-C.* Debt sustainability in emerging market countries: Some policy guidelines from a fan-chart approach. *Economic Modelling*, 2017, vol. 63, pp. 26–45. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.01.010>
17. *Herbert B., Schreger J.* The Costs of Sovereign Default: Evidence from Argentina. *American Economic Review*, 2017, vol. 107, no. 10, pp. 3119–3145. URL: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.20151667>
18. *Casalin F., Dia E., Hallett A.H.* Public debt dynamics with tax revenue constraints. *Economic Modelling*, 2020, vol. 90, pp. 501–515. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.035>
19. *Guo M., McDermott J.* Sovereign debt and the length of economic depressions. *Economic Modelling*, 2020, vol. 90, pp. 79–91. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.03.024>
20. *Astudillo M., Blancas B., Corona F.J.F.* The Transparency of Subnational Debt as a Mechanism to Limit its Growth. *Problemas del Desarrollo*, 2017, vol. 48, no. 188, pp. 29–54. URL: <https://doi.org/10.1016/j.rpd.2017.01.003>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

DEBT SUSTAINABILITY OF THE ARGENTINE REPUBLIC: PROBLEMS AND PROSPECTS

Aleksei V. KUZNETSOV ^{a,*}, Sergei A. MOROZOV ^b

^a Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
kuznetsov0572@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-3669-0667>

^b Ministry of Finance of the Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
tisefohero@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0003-0644-3307>

* Corresponding author

Article history:

Article No. 498/2020
Received 31 August 2020
Received in revised form
14 September 2020
Accepted 28 Sept 2020
Available online
29 October 2020

JEL classification: H60,
H62, H63, H81

Keywords: public debt,
debt sustainability,
budget deficit, default

Abstract

Subject. The article reveals the relationship between the increasing cost of servicing the current government debt and ensuring the debt sustainability of default economy, on the case of the Argentine Republic.

Objectives. The study aims at conducting a comprehensive analysis of origins and mechanisms for resolving debt crises in the Argentine Republic.

Methods. The study rests on methods of analysis, synthesis and extrapolation, using the database of the IMF, the Ministry of Economy, and the Central Bank of Argentina.

Results. We discuss the approaches of the administration and the Central Bank of Argentina to the implementation of anti-crisis fiscal and monetary policy, reveal the details of Argentina's interaction with the IMF in providing assistance in the financial stabilization of the economy, show the economic consequences of excessive debt burden, present the data on the repayment of Argentina's public debt in the long run. The paper summarizes the distinctive features of the current debt of Argentina restructuring, including the increasing socio-economic and political risks.

Conclusions. The distrust in debt securities and creditworthiness in the Argentine Republic increases the risk of serial default. The lack of the State's ability to provide financial support to the national corporate sector is reflected at the level of poverty, unemployment, and, as a result, it has an impact on the mood of the population, which threatens the intensity of riots that may spread outside the Argentine Republic.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2020

Please cite this article as: Kuznetsov A.V., Morozov S.A. Debt Sustainability of the Argentine Republic: Problems and Prospects. *Finance and Credit*, 2020, vol. 26, iss. 10, pp. 2346–2363.
<https://doi.org/10.24891/fc.26.10.2346>

References

1. Cecchetti S.G., Mohanty M., Zampolli F. The future of public debt: Prospects and implications. *BIS Working Papers*, 2010, no. 300.
URL: <https://www.bis.org/publ/work300.pdf>

2. Damill M., Frenkel R., Rapetti M. Lessons From the Argentine Case of Debt Accumulation, Crisis and Default. The United Nations Conference on Trade and Development, 2005, 52 p.
URL: <https://vi.unctad.org/debt/debt/m3/documents/Country%20Case%20Argentina%20%5B1%5D.PDF>
3. Guzman M. An analysis of Argentina's 2001 Default resolution. *Centre for International Governance Innovation, CIGI Papers*, 2016, no. 110, 32 p.
URL: https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/CIGI%20Paper%20No.110WEB_0.pdf
4. Cibils A., Vuolo R.L. At Debt's Door: What Can We Learn from Argentina's Recent Debt and Restructuring? *Seattle Journal for Social Justice*, 2007, vol. 5, iss. 2, pp. 754–795. URL: <https://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1612&context=sjsj>
5. Easterly W., Rebelo S. Fiscal policy and economic growth: An empirical investigation. *Journal of Monetary Economics*, 1993, vol. 3, iss. 32, pp. 417–458.
URL: [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90025-B](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90025-B)
6. Weisbrot M., Sandoval L. Argentina's Economic Recovery: Policy Choices and Implications. *Center for Economic and Policy Research*, 2007.
URL: https://www.cepr.net/documents/publications/argentina_recovery_2007_10.pdf
7. Busso A. Neoliberal Crisis, Social Demands, and Foreign Policy in Kirchnerist Argentina. *Contexto Internacional*, 2016, vol. 38, no. 1.
URL: <https://doi.org/10.1590/S0102-8529.2016380100003>
8. Guillén A.R. The effects of the global economic crisis in Latin America. *Brazilian Journal of Political Economy*, 2011, vol. 31, no. 2, pp. 187–202.
URL: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572011000200001>
9. Niemietz K.P. The Nationalisation of Retirement Savings Accounts in Argentina. *Economic Affairs*, 2009, vol. 29, iss. 1, pp. 49–53.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0270.2009.01867.x>
10. Baer W., Margot D., Montes-Rojas G. Argentina's default and the lack of dire consequences. *Economia Aplicada*, 2011, vol. 15, no. 1, pp. 131–146.
URL: <https://doi.org/10.1590/S1413-80502011000100007>
11. Alviggi C. The Argentine case: The U.S. District Court for the Southern District of New York interpretation of the *pari passu* clause and the recent U.S. Supreme Court opinion, *Argentine vs NML Capital, ltd*, no. 12-842 (i.e. the discovery case).
URL: <http://www.globalrestructuring.eu/wp-content/uploads/2015/08/The-Argentine-case.pdf>

12. Thomas C., Cachanosky N. Argentina's post-2001 economy and the 2014 default. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2016, vol. 60, pp. 70–80.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.08.002>
13. Sturzenegger F. Macri's Macro: The Meandering Road to Stability and Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, BPEA Conference Drafts, 2019, pp. 1–58.
URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/09/Sturzenegger_conference-draft.pdf
14. Alvarez F., St. Aubyn M. Government Spending Efficiency in Latin America: A Frontier Approach. *CAF Development Bank Working Paper*, 2014, no. 9, 42 p.
15. Greenidge K., Craigwell R., Thomas C., Drakes L. Threshold Effects of Sovereign Debt: Evidence from the Caribbean. *IMF Working Paper*, 2012, no. WP/12/157.
URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12157.pdf>
16. Paret A.-C. Debt sustainability in emerging market countries: Some policy guidelines from a fan-chart approach. *Economic Modelling*, 2017, vol. 63, pp. 26–45.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.01.010>
17. Herbert B., Schreger J. The Costs of Sovereign Default: Evidence from Argentina. *American Economic Review*, 2017, vol. 107, no. 10, pp. 3119–3145.
URL: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.20151667>
18. Casalin F., Dia E., Hallett A.H. Public debt dynamics with tax revenue constraints. *Economic Modelling*, 2020, vol. 90, pp. 501–515.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.035>
19. Guo M., McDermott J. Sovereign debt and the length of economic depressions. *Economic Modelling*, 2020, vol. 90, pp. 79–91.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.03.024>
20. Astudillo M., Blancas B., Corona F.J.F. The Transparency of Subnational Debt as a Mechanism to Limit its Growth. *Problemas del Desarrollo*, 2017, vol. 48, no. 188, pp. 29–54. URL: <https://doi.org/10.1016/j.rpd.2017.01.003>

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.