

Особливості дефолтів за суверенними зобов'язаннями країн світу

Розглянуто сутність та історію дефолтів суверенних зобов'язань держав. Проаналізовано сучасні дослідження науковців щодо оцінки фінансових наслідків дефолтів для економік країн світу. Оцінено сучасний стан державної заборгованості уряду Греції. Ключові слова: дефолт, державний борг, платоспроможність уряду, вартість суверенних облігацій, кредитні рейтинги, реструктуризація державної заборгованості.

Фінансова криза 2008-2009 рр. спричинила зростання бюджетних дефіцитів, низькі темпи економічного зростання і відповідно непередбачені інтервенції уряду для підтримки стабільності економіки, що зумовило акумуляцію значних обсягів державної заборгованості.

Сплеск міжнародного кредитування у розвинених країнах та країнах, що розвиваються, також зумовлений низкою факторів: покращенням кредитних рейтингів після процесу реструктуризації, зниженням вартості запозичень, інтернаціоналізацією світових фінансових ринків та полегшенням доступу до банківського кредитування. Через відсутність розвинених і ліквідних ринків внутрішніх державних запозичень уряди країн вдаються до залучення коштів на міжнародних ринках капіталів.

Однак, як показує міжнародна практика, зростання державної заборгованості чинить негативний вплив на економіку країн. З метою зменшення державного боргу уряди держав змушені вживати непопулярні серед населення заходи, спрямовані на скорочення бюджетних витрат.

У випадку неплатоспроможності уряду за своїми борговими зобов'язаннями країна змушена вдаватися до реструктуризації державної заборгованості або дефолту.

Метою даного дослідження є визначення сутності дефолту країни за суверенними зобов'язаннями, розгляд історії дефолтів держав та проведення аналізу їх наслідків для економік країн світу.

За визначенням агентства Moody's дефолти включають такі події:

1. Неможливість або відкладення фактичної виплати відсотків або тіла кредиту.
2. Обмін заборгованості: емітент цінних паперів пропонує кредиторам новий чи реструктуризований борг або новий портфель цінних паперів, готівки або активів, що відповідає попередній вартості цінних паперів [1, с. 5].

Варто зазначити, що боргові кризи були поширеним явищем в історії.

Дослідження фахівців Міжнародного валютного фонду Едуардо Боренштайна і Уго Паніцци вказують, що протягом 1824-2004 рр. спостерігалось 257 суверенних дефолтів. У тому числі між 1941 і 1990 рр. було зареєстровано 74 дефолти [2, с. 9].

Латинська Америка – регіон, де відбулася найбільша кількість дефолтів, – 124 за період з 1824 по 2004 рр. Африка посідає друге місце з 63 випадками дефолтів [2, с. 8] (рис. 1).

Згідно з дослідженнями науковців Гарвардського університету К.Рейнхарта і К. Рогоффа, з 66 розглянутих держав тільки декілька країн у світі не зазнавали

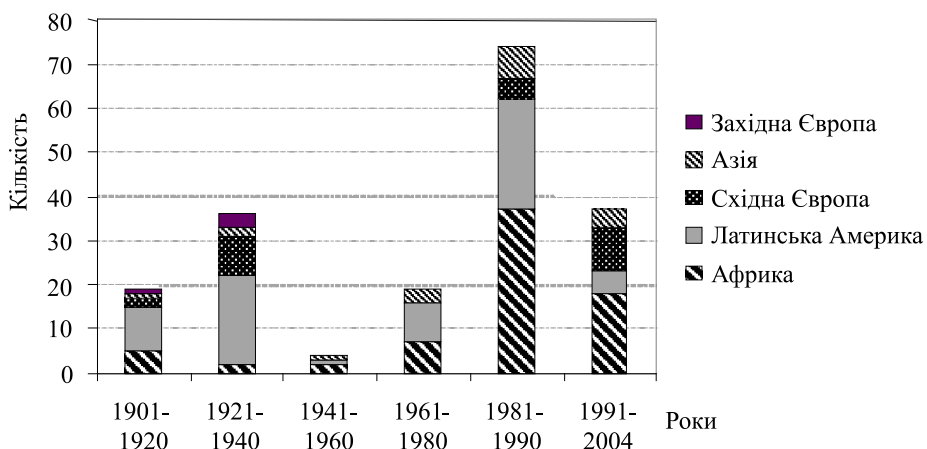


Рис. 1. Кількість дефолтів за регіонами світу

дефолту, зокрема це Канада, Австралія, Нова Зеландія, Норвегія, Швеція, Фінляндія, Данія, Бельгія, Гонконг, Малайзія, Сінгапур, Тайвань, Таїланд, Корея.

Магнітуда дефолтів у світі показує взаємозв'язок дефолтів і розвиток фінансової кризи.

Згідно з дослідженнями К. Рейнхарта, К. Рогоффа і Д. Севастьяно, найчастіше дефолти в країнах, що розвиваються, трапляються за досягнення показника відношення боргу до ВВП 35%. Своєю чергою, дослідження МВФ показують, що в разі перевищення відсоткових ставок за запозиченнями на 10% країни, що розвиваються можуть уникнути дефолту лише за наявності державного боргу в розмірі менше 30% ВВП [3, с. 11].

Варто звернути увагу, що в науковій літературі дискусійним є питання фінансових втрат внаслідок дефолту. Традиційно виділяють два основних види втрат: втрата репутації, що може спричинити обмеження доступу до міжнародних ринків та прямі санкції – накладення арешту на активи або санкції в міжнародній торгівлі, що застосовуються країнами-кредиторами. Аналіз втрат від репутації детально представлений у праці І. Ітона і Д. Герсовіца, тоді як, наприклад, А. Булов і М. Рогольф в 1989 р. наголошували на переважанні прямих втрат держави.

У свою чергу Е. Боренштайн і У. Паніцца виділяють 4 типи наслідків дефолту: втрата репутації, втрати від виключення з міжнародної торгівлі, втрати для національної економіки через фінансову систему, політичні втрати.

За дослідженнями Г. Томса, основна причина, чому країни намагаються сплачувати свої борги – це загроза втрати репутації [4, с. 12].

На практиці, як показують дослідження, наслідки суверенних дефолтів не були такими жорсткими, як для Аргентини у 2001 р. Впродовж останніх років країни, що зазнали дефолту, були спроможні вийти на міжнародні ринки капіталів одразу після закінчення процесу реструктуризації державної заборгованості.

Щодо впливу дефолтів на вартість запозичень у майбутньому, то точки зору науковців можна розділити на такі: 1) відзначають відсутність впливу дефолтів на вартість облігацій на міжнародних ринках (С. Ліндерт, М. Мортон (1989), Р. Човдрі (1991), К. Адес (2000)); 2) дослідження, що встановлюють наявність

довготривалого, але незначного впливу на зростання вартості запозичень (Б. Айхегрін, Д. Портес (1995), Дель Аррічіа (2002)); 3) праці, що підкреслюють значне і різке зростання боргових спредів, однак у короткостроковій перспективі (Д. Фланреау, Ф. Цумер (2004) – встановили зростання на 90 базових пунктів протягом першого року після дефолту; Е. Боренштайн і У. Паніцца (20) визначили наявність росту спредів облігації зовнішньої позики на 50 пунктів).

Згідно з дослідженням рейтингового агентства Moody's, країни, які зазнали дефолту, на практиці здійснюють запозичення за такою ж вартістю, як і інші країни [1, с. 12].

Так, уже через місяць після дефолту спостерігається поступове зниження вартості суверенних облігацій.

В. Гелоус в 2004 р. встановив, що країни відновлюють доступ до міжнародних ринків капіталів через 4 роки.

Е. Боренштайн і У. Паніцца, аналізуючи дані за 1972-2000 рр., спостерігали збільшення вартості суверенних облігацій протягом першого року після дефолту в середньому на 4%. Однак уже в наступному році спостерігалось зниження на 2,5%. Окрім того, вони встановили, що дефолти не мають визначного впливу на вартість суверенних облігацій уже після другого року визнання країни неплатоспроможною.

Водночас, внаслідок аналізу проведеного економістами банку Англії в 2006 р., було встановлено, що країни, які зазнали дефолту протягом 1970-2000 рр., мали вищі спреди облігацій зовнішньої позики і нижчі кредитні рейтинги впродовж 2003-2005 рр., ніж країни з таким же рівнем державної заборгованості відносно ВВП, але які не зазнавали дефолту.

Таким чином, якщо узагальнити дослідження науковців щодо впливу дефолтів на вартість суверенних облігацій, можна зробити висновок, що сучасні економісти наголошують на існуванні взаємозалежності між дефолтами і зростанням вартості суверенних облігацій, однак дане явище є характерним лише в короткостроковій перспективі.

Р. Кантор і Ф. Паркер (1996) були першими, хто дослідив зв'язок між дефолтами і зниженням кредитних рейтингів. Існує пряма залежність між дефолтами і зниженням кредитних рейтингів країн. Кантор і Пеккер в 1996 р. на прикладі 50 країн встановили, що у 90% випадків дефолти призводять до зниження суверенних кредитних рейтингів. Пізніше ці результати підтвердили Е. Боренштайн і У. Паніцца, які відзначали, що дефолти призводять до падіння кредитних рейтингів на 1,7 пункту (за дослідженнями Р. Кантора і Ф. Пеккера – 2,5%).

Спроби вимірювання макроекономічних втрат внаслідок дефолту мають схожі висновки. Боренштайн і Паніцца дослідили, що країна під час проведення реструктуризації державної заборгованості зазнає нижчих темпів економічного зростання на 1,2% у порівнянні з подібною за розвитком країною, що не зіткнулася з борговою кризою. Даний ефект також спостерігається і протягом першого року після дефолту. Проте варто взяти до уваги і той факт, що дефолти переважно мають місце у період економічного спаду, тому темпи зростання ВВП у будь-якому випадку зазнають певного уповільнення [2, с. 15].

Водночас дані автори звертають увагу, що дефолти мають короткотерміновий вплив на економічне зростання. Так, протягом першого року після дефолту спостерігається спад темпів економічного зростання на 2,6%, у подальшому впливу дефолтів на економічне зростання не виявлено.

Звернемо увагу також і на інші наслідки суверенних дефолтів. Дослідження Міжнародного валютного фонду показують, що дефолти призводять до зменшення обсягів іноземного кредитування приватного сектору економіки на 40%.

Окрім того, навіть у країнах, які не зазнали дефолту, відбувається одночасний спад надходження міжнародних кредитів. Так, після дефолтів 1980-х років спостерігалось зниження обсягів наданих міжнародних позик країнам, що розвиваються.

Також економісти аналізували вплив неплатоспроможності урядів країн на міжнародну торгівлю. Так, Р. Роуз в 2005 р. встановив, що дефолти впливають на зниження обсягів міжнародної торгівлі. Зокрема, переговори щодо реструктуризації державної заборгованості за умовами Паризького клубу знижують обсяги торгівлі протягом 15 наступних років у розмірі 8% щороку. Е. Боренштайн і У. Паніцца в 2006 р. також виявили значний вплив дефолтів на міжнародну торгівлю, зокрема на експортоорієнтовані галузі, однак, згідно з їхніми дослідженнями, цей ефект є короткотерміновим і найбільше проявляється протягом другого року після дефолту.

Важливим є той факт, що країни, борг яких не був реструктуризований, зазнають більших і довготриваліших втрат. Дослідження Банку Англії показують, що втрати для країн, що не досягли домовленості з кредиторами, є втричі вищими, ніж у тих, що змогли реструктуризувати наявну заборгованість. Особливості проведення реструктуризації є теж важливими. Спреди облігацій зовнішньої позики були вищими у таких країнах, як Еквадор, кредитори якої були змушені понести значні втрати суми основного боргу. Натомість у таких країнах, як Пакистан і Україна, наслідки реструктуризації були менш жорсткими і відповідно це меншою мірою вплинуло на вартість облігацій зовнішньої позики [2, с. 17].

Отже, як бачимо, історія дефолтів та дослідження їх особливостей різними науковцями показують, що боргові кризи, мають негативні наслідки для економіки країн. В цілому їх можна узагальнити наступним чином:

- втрата репутації;
- макроекономічні втрати;
- зниження обсягів міжнародної торгівлі;
- політичні втрати.

І хоч загалом, як показують дослідження науковців, втрати від дефолтів не є значними і мають короткостроковий характер, хотілося б відзначити, що поряд із прямими втратами держави від боргової кризи завжди виникають додаткові. Так, варто звернути увагу на той факт, що для подолання боргової кризи уряди країн використовують значну частку фінансових ресурсів держави, які могли б бути використані на інвестиційні цілі чи інші державні витрати.

Як було зазначено вище, згідно з дослідженнями науковців, зниження кредитних рейтингів має короткотерміновий характер. Проте, на нашу думку, втрата репутації охоплює не тільки зниження кредитних рейтингів, а й формування певної кредитної історії країни, що в майбутньому може впливати на попит на суверенні облігації країни на міжнародних ринках капіталів.

У цілому варто звернути увагу на те, що втрати кожної окремо взятої країни внаслідок боргової кризи і оголошення країни про її неплатоспроможність будуть різними. Це пов'язано як із глибиною боргової кризи, сукупністю заходів щодо її подолання та, безумовно, їх ефективності, так і з економічним становищем кожної країни і її місцем у міжнародній торгівлі. В окремих випадках втрати для країни внаслідок дефолту будуть меншими, ніж середні показники, в інших –

значно вищими. Варто звернути увагу на те, що в разі наявності достатніх фінансових ресурсів та стабільності економічної ситуації, уряди країн можуть ефективно знижувати наявний розмір державної заборгованості. У випадках же несприятливої економічної кон'юнктури інколи краще вдатися до дефолту, ніж постійно збільшувати державні витрати та використовувати бюджетні обмеження. Часто найоптимальнішим варіантом є реструктуризація наявної державної заборгованості.

Якщо характеризувати сучасну економічну ситуацію, то варто відзначити, що реальні відсоткові ставки за залученими запозиченнями на даний час в усьому світі є нижчими, ніж у країнах, що зазнали дефолту протягом останніх десятиріч років. Середні відсоткові ставки вартості запозичень протягом подальших двох років за прогнозами сягнуть не більше 2,5%, у випадку Греції – 4% (проти 5,4% у країнах, що зазнали дефолту). Проте, згідно з дослідженнями Міжнародного валютного фонду, більшість дефолтів трапляються всупереч стабільності боргової ситуації і пов'язані з проблемами рефінансування та зовнішніми шоками.

Своєю чергою, хотілося б звернути увагу на той факт, що дослідження науковців були зосереджені на дефолтах країн, що розвиваються, оскільки останні боргові кризи спостерігалися саме там. Економісти наголошують, що Греція є відносно багатшою, ніж країни, що зазнали кризи неплатоспроможності в минулому. Окрім того, економічна криза суттєво вплинула на стабільність фінансових ринків, обсяги доступних ресурсів є обмеженими, і велика кількість країн зазнала суттєвого зростання державної заборгованості протягом 2008-2010 рр. Всі ці фактори можуть спричинити більш суттєві економічні наслідки дефолту Греції, ніж у попередні періоди. Членство Греції у монетарному союзі також може спричинити більші втрати кредиторів і вище за середнє зростання вартості здійснення запозичень. Хотілося б також відзначити, що дослідження Е. Боренштайна і У. Паніцци показують, що у половині з досліджуваних випадків у рік дефолту або в наступному році спостерігається зміна політичної влади країни, що також, як бачимо, мало місце в ряді країн, що зіткнулися з борговими кризами в наш час [6, с. 9].

Варто згадати також і дослідження Є. Нерсісяна і Л. Врея, які зазначали, що, окрім розміру державної заборгованості, значний вплив на подальше економічне зростання мають глибина фінансової кризи і наявність незалежної суверенної валюти [6, с. 9]. Так, як бачимо, при значних обсягах державної заборгованості Японія здатна розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями, оскільки має власну стабільну валюту і займає важливе місце у світовому економічному господарстві. У випадку Греції залежність від політики Європейського центрального банку може збільшити ймовірність дефолту країни. На нашу думку, часткова реструктуризація державної заборгованості Греції може бути альтернативним варіантом виходу країни з боргової кризи.

Як бачимо, державний борг є звичайним явищем існування світового господарства. Проте в разі неефективного управління державною заборгованістю відбувається нарощування боргових зобов'язань держави. Неплатоспроможність урядів країн змушує їх вдаватися до відмови в сплаті своїх зобов'язань, що, як показують дослідження науковців, може негативно впливати на економіки країн, зокрема на їх кредитну репутацію. Більшість сучасних економістів стверджує, що вплив дефолтів на економічні процеси в державі має короткостроковий характер. Водночас варто звернути увагу, що глибина та наслідки дефолту суттєво залежать від економічної кон'юнктури на світових ринках, місця країни у світовому господарстві та внутрішньої політики держави. Державний борг може

бути додатковим фінансовим ресурсом для забезпечення економічного розвитку країни лише при ефективному управлінні та встановленні граничних розмірів залучення державних запозичень. У протилежному випадку нарощення боргових зобов'язань негативно впливає на економічне становище країни.

Список використаної літератури

1. Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2009. – Moody's investors service, – April 2010. – 42 p.
2. Borensztein E., Panizza U. The Costs of Sovereign Default. – IMF Working Paper Research Department. – October 2008. – 23 p.
3. Reinhart C., Kenneth S. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. – University of Maryland and NBER, Harvard University and NBER. – April 16, 2008. – 124 p.
4. Thomas A. Access to Market Financing for IDA-eligible Countries—the Role of External Debt and IMF-Supported Programs. – IMF Working Paper Strategy, Policy and Review Department. – October 2009. – 22p.
5. Sedlak J. Sovereign debt restructuring: statutory reform or contractual solution. – 2009. – 53 p.
6. Cottarelli C., Forni L., Gottschalk J., Mauro P. Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely.- International Monetary Fund Fiscal Affairs Department. – September 1, 2010. – 25 p.
7. Sovereign defaults do not typically lead to economic catastrophe/ How much comfort should that give? – March 31, 2010 //www.economist.com
8. Nersisyan J., Randall L. Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time Is Different. Working Paper No. 603. – June 2010. – 22 p.

Славюк Н. Р. Особенности дефолтов по суверенным обязательствам стран мира.

Рассмотрены сущность и история дефолтов суверенных обязательств государства. Проанализированы современные исследования научных деятелей в сфере оценки финансовых последствий дефолтов для экономик стран мира. Оценено нынешнее состояние государственной задолженности правительства Греции.

Ключевые слова: дефолт, государственный долг, платежеспособность правительства, стоимость суверенных облигаций, кредитные рейтинги, реструктуризация государственной задолженности.

Slaviuk N. R. Features of the Defaults by Sovereign Liabilities of the Countries around the World.

Essence and history of government sovereign liabilities defaults are examined. Current researches of scientists in terms of evaluation of defaults' financial consequences for world economies are analyzed. Current situation of the government indebtedness of Greece is estimated.

Keywords: default, government debt, government solvency, sovereign obligation value, credit ratings, government indebtedness restructuring.

Надійшло 25.01.2012 р.