

ДО ПИТАННЯ СУТНОСТІ ТА НАСЛІДКІВ СУВЕРЕННОГО ДЕФОЛТУ

АНТОНЕНКО О. І.

УДК 339.72 (477)

Антоненко О. І. До питання сутності та наслідків суверенного дефолту

У статті визначено природу та сутність суверенного дефолту, розглянуто зарубіжний досвід країн щодо можливих наслідків оголошення дефолту, проаналізовано сучасний стан зовнішнього державного боргу в Україні.

Ключові слова: суверенний дефолт, види дефолту, наслідки дефолту, зовнішній борг.

Бібл.: 6.

Антоненко Оксана Ігорівна – кандидат економічних наук, доцент, кафедра менеджменту, Харківський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (пр. Перемоги, 55, Харків, 61174, Україна)

E-mail:

УДК 339.72 (477)

Антоненко О. И. К вопросу сущности и последствий суверенного дефолта

В статье определены природа и сущность суверенного дефолта, рассмотрен зарубежный опыт стран относительно возможных последствий объявления дефолта, проанализировано современное состояние внешнего государственного долга в Украине.

Ключевые слова: суверенный дефолт, виды дефолта, последствия дефолта, внешний долг.

Библ.: 6.

Антоненко Оксана Игоревна – кандидат экономических наук, доцент, кафедра менеджмента, Харьковский институт банковского дела Университета банковского дела Национального банка Украины (пр. Победы, 55, Харьков, 61174, Украина)

UDC 339.72 (477)

Antonenko O. I. Question of Essence and Consequences of Sovereign Default

The nature and essence of sovereign default are defined, foreign experience of the possible consequences of default announcement is considered, the current situation of the national debt in Ukraine is analyzed.

Key words: sovereign default, kinds of default, the consequences of default, the external debt.

Bibl.: 6.

Antonenko Oksana I. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Management, Kharkiv Institute of Banking of the University of Banking of the National Bank of Ukraine (pr. Peremogy, 55, Kharkiv, 61174, Ukraine)

За свою історію Україна, як незалежна держава, мала два випадки дефолту (у 1998 та 2000 рр.). Розмови експертів про вірогідність дефолту України знов почалися, коли світова фінансова криза лише набирала обертів. За даними агентства Bloomberg [1] у 2011 р. Україна потрапила до списку 18 країн, яким загрожує дефолт. Причини – великий обсяг зовнішнього боргу (експерти Світового банку оцінили зовнішній борг України у 82% ВВП) і сповільнене зростання економіки. У своїх оцінках експерти виходили з розміру зовнішнього боргу, а також фінансової і політичної стабільності в країні. У зв'язку зі складною економічною ситуацією та стрімким зростанням зовнішнього боргу дослідження сутності дефолту та його можливих наслідків для України є доволі важливим та актуальним питанням.

Дослідження щодо сутності, оцінки та наслідків дефолту знаходяться в центрі уваги зарубіжних науковців і спеціалістів-практиків: Х. Коула, Т. Кіхоу, Ф. Друді та Р. Джордано, К. Рейнхарт, М. Райту. Серед вітчизняних економістів дане питання не набуло достатнього розповсюдження, проте деякі наукові розробки даного питання знайшли своє відображення в працях М. Абакумова, А. Бадова, В. Давидова, В. Кириченко, В. К. Ломакіна, А. Скрипника, С. Юдинцева. Завдяки роботам цих вчених сформульовано підґрунтя для подальших наукових досліджень.

Метою статті є дослідження сутності та обґрунтування можливих наслідків дефолту для України на підставі світового досвіду.

Перш ніж дослідити можливі наслідки дефолту для України, необхідно визначити саме поняття державного дефолту. Думки вітчизняних і західних науковців щодо визначення поняття дефолту та відповідної кількості історичних подій, які можна трактувати як дефолт, суттєво різняться. На жаль, точного визначення дефолту не існує. Воно може бути вузьким та обмежуватись боргом, який увійшов у заборгованість, або також включати борг, який був реструктуризований. Так, можна погодитися зі Спілімберго [2], котрий дає таке визначення: дефолт відбувається, коли заборгованість з основної суми або відсотках по зобов'язаннях перед комерційними кредиторами в загальній сумі зовнішнього боргу країни перевищує 5%, або коли реструктуризація боргів відбувається за згодою з комерційними кредиторами.

Суверенний дефолт є найбільш небезпечним, оскільки відрізняється масштабною (неможливістю виплат великій кількості людей) і відсутністю державної юридичної підтримки.

Розрізняють два види дефолту [3]: звичайний і технічний. *Звичайний дефолт* означає ситуацію, коли позичальник неспроможний до виконання своїх зобов'язань, тобто банкрутство. Якщо дефолт оголошує держава, то борги і суперечки регулюються на міждержавному рівні.

Технічний дефолт – це ситуація, коли позичальник порушив умови договору позики, але фізично він ці умови виконувати може.

Борги держав суттєво відрізняються від боргів приватних підприємств, принаймні у двох важливих аспектах, як зазначає М. Райт [4]. Перша відмінність пов'язана з особливим правовим статусом суверенної держави внаслідок доктрини державного імунітету та виключає можливість судового позову проти держави без її згоди. Відносини щодо зовнішніх запозичень базуються на основі міжнародної ввічливості між народами, що, як наслідок, надає обмежені можливості іноземним кредиторам щодо вимагання відшкодування збитків через суди (власні або інших країн). На практиці іноземні кредитори мають можливість подати позов за своїми боргами проти країни-неплатника в основні зарубіжні юрисдикції.

Друга відмінність, згідно з М. Райт [4], між боргами держав і боргами приватних підприємств виникає через порівняно обмежені можливості для накладення арешту на активи держави-неплатника. Ряд недавніх судових справ показав, що середньостатистичній країні-кредитору достатньо важко конфіскувати невеликі активи за кордоном. Добре відомий випадок стосується невдалої спроби швейцарської компанії Noga, яка протягом 10-ти років намагалася отримати з Росії \$110 млн, присуджені Стокгольмським арбітражем.

Існує невелика кількість доводів у літературі щодо витрат, пов'язаних з різними видами суверенних криз. На підставі аналізу літературних джерел [2, 3 та ін.] щодо минулих дефолтів було виявлено та узагальнено можливі наслідки дефолту для країни, тобто: тимчасове зниження навантаження на державний бюджет; втрата доступу до запозичень на фінансових ринках (або погіршення умов кредитування); втрата власності (активів) за кордоном для громадян – резидентів країни, що оголосила дефолт по своїх зобов'язаннях (у деяких випадках військово-втручання); погіршення економічної ситуації в країні (вплив на національну фінансову систему). Треба наголосити, що у наявній літературі залишаються істотні розбіжності щодо точних витрат і наслідків, з якими стикається країна, що приймає рішення про оголошення дефолту.

Єдиним умовно позитивним наслідком дефолту, на нашу думку, є тимчасове зниження навантаження на державний бюджет. Так, у разі відмови держави погасити свої зобов'язання або у разі пролонгації заборгованості відбувається зниження державних витрат на виплату кредитів і відсотків за ними. Однак цей позитивний наслідок компенсується низкою негативних.

Незважаючи на загальну думку про те, що країни-неплатники втрачають доступ до запозичень на фінансових ринках, огляд історичного досвіду свідчить дещо інше. Загалом, суверенний дефолт не обов'язково пов'язаний з втратою доступу на ринки, тобто побоювання з приводу будь-яких подібних витрат не можуть самі по собі бути основним стримуючим фактором дефолту. Ліндерт і Мортон (1989) [5] стверджують, що в 1930-х роках, а потім на початку 1980-х, у періоди, коли велика кількість країн оголосила дефолт, зовнішній кредит був таким

самим доступним для них, як і для інших країн. Зовсім нещодавно, оцінюючи дефолти з 1980 року, Медейрос та ін. (2005) виявили, що ймовірність відновлення доступу на ринки після дефолту частково залежить від зовнішньої ситуації країни на момент дефолту і частково – від її внутрішніх макроекономічних показників. Наприклад, зовнішнє середовище дозволило таким неплатникам, як Росія, Аргентина та Еквадор, швидко відновити доступ до міжнародних фінансових ринків.

Одним із механізмів, за допомогою яких державний дефолт може скоротити ВВП, є вплив на національну фінансову систему. У багатьох країнах, що розвиваються, вітчизняні банки є основними кредиторами уряду і тому можуть бути серйозно ослаблені, коли уряд оголошує дефолт або реструктуризацію боргу (у тому числі заборгованість перед комунально-побутовим сектором). У цьому випадку банки можуть припинити виконувати їх посередницькі ролі щодо забезпечення ліквідності і кредитоспроможності економіки. Це сталося, наприклад, у Росії, після того як уряд несподівано оголосив дефолт за своїми внутрішніми боргами восени 1998 року. Фіскальна слабкість банків, у свою чергу, знижує здатність уряду вживати заходи щодо стримування кризи. Наприклад, уряд, ймовірно, не може забезпечити довіру та дати повну гарантію на депозити вкладників, щоб вітчизняні банки працювали, тому що вкладники не вважають, що такі гарантії будуть виконані, а їхні інвестиції застраховані. Іноземні та вітчизняні інвестори можуть також реагувати на суверенний дефолт за зовнішнім боргом, ставлячи питання, чи має уряд достатньо іноземної валюти для захисту обмінного курсу.

Авторами [2] були здійснені певні дослідження щодо наслідків криз і виявлено, що суверенні дефолти рідко відбуваються в ізоляції – менш ніж 10% від вибірки. Найчастіше боргова криза співпадає з банківською та / або валютною кризою. Насправді, майже половина вибірки характеризується потрійною (суверенною, банківською та валютною) кризою. У цих випадках втрати здаються особливо високими – взаємодія між різними секторами економіки призводить до зниження ВВП.

Боргові кризи і суверенні дефолти держави, царств, імперій – так само старі, як державні запозичення. Дефолти також не минули Україну, яка оголосувала дефолт два рази: у 1998 та 2000 рр. За інформацією агентства Moody's [2], реструктуризація заборгованості України протягом 1998 – 2000 років відбулася в чотири етапи, що охоплювало 2,5 млрд дол США зовнішнього (єврооблігацій) боргу та 0,3 млрд дол США внутрішнього боргу (9% від ВВП країни). З цієї суми близько 1,3% від ВВП належала вітчизняним банкам. Велика частина (50 – 60%) від єврооблігацій належала роздрібним інвесторам. Так, у 1998 р. Уряд України оголосив мораторій на обслуговування боргу за облігаціями на пред'явника, що належали анонімним особам. Тільки ті особи, які готові були ідентифікувати себе і конвертувати у місцеву валюту, мали право на погашення заборгованості. Також 28 лютого 2000 р. Мінфін України підтвердив [6], що він пропустив заплановані погашення купонів (16%) по єврооблігаціях, строк погашення яких припадав на

2001 р. Також у січні 2000 р. Україна оголосила, що було пропущено заплановані погашення за облігаціями (у доларах США з річним купоном 16,75%) і запропонувала реструктуризацію боргу.

Щодо сучасного становища державного боргу, то станом на 31 грудня 2011 р. державний і гарантований державою борг України (за інформацією Міністерства фінансів України [6]) становив 473,12 млрд грн, або 59,21 млрд дол. Так, у цілому, рівень державного боргу до ВВП (29,6% у 2010 р.), за даними Міністерства фінансів України, був значно нижчий за критичний рівень (60%). Більш загрозливими є темпи зростання державного боргу. З 2007 по 2010 рр. цей показник зріс майже у 3 рази (з 9,9% ВВП до 29,6% ВВП). Варто зазначити, що значно зріс як зовнішній, так і внутрішній борг. У 2012 р. необхідно буде погасити боргів на суму 58,8 млрд грн, а в 2013 р. – на суму 62,56 млрд грн. Швидше за все, ці суми зростуть, тому що накопичаться нові борги за 2012 р. і обслуговування боргів у 2012 і 2013 рр. буде ще дорожче.

Необхідність погашення великої суми боргу Україною в 2013 р. обумовлена вимогою у 2012 р. погасити кредити МВФ на суму більш ніж 20 млрд грн. Крім того, у 2013 р. необхідно буде заплатити МВФ та іншим кредиторам відсотки на суму 16 млрд грн. На поточний момент дуже складно оцінити, як Уряд України буде розраховуватися за цими боргами. Можливий варіант пролонгації кредиту МВФ. У цілому співпраця між МВФ і Україною є вигідною обом сторонам, і тому можна завжди знайти компроміс. Іншим варіантом може бути розміщення нових еврооблігацій України на суму, необхідну для погашення кредитів МВФ. У той же час, у 2013 р. необхідно буде погасити еврооблігації на суму майже 1 млрд дол. Ці процеси можна об'єднати і розмістити нові еврооблігації на суму, достатню для розрахунків з МВФ та погашення старих еврооблігацій. Можливий успіх цієї операції багато в чому буде залежати від успіхів економіки України за період 2011 – 2013 років та від ситуації на світовому фінансовому ринку.

Ще одним питанням є проведення Євро-2012 в Україні. Проблемою є не саме проведення, а витрати, пов'язані з цим проведенням. Існує думка про те, що подібні значні витрати держави завжди викликають проблеми у бюджетній сфері. Достатньо згадати олімпійські ігри в Греції 2006 р., Євро-2004 у Португалії, чемпіонати світу з футболу в Німеччині та ЮАР. Тим паче, це співпадає з тим, що основні виплати за боргом приходяться на 2013 р. Тому деякі експерти прогнозують суттєві проблеми та значну ймовірність дефолту України саме у 2013 р.

Отже, проблемами є темпи зростання державного боргу України та істотні виплати за боргами. Для підвищення ефективності управління державним боргом необхідно враховувати приведені вище можливі наслідки настання дефолту. На підставі проведеного дослідження можна зробити висновок, що суверенний дефолт є досить складним і неоднозначним явищем. Рішення щодо об'яви дефолту є скоріше політичним і залежить від багатьох факторів. Від того, як буде поводити себе Україна щодо управління своїм державним боргом, чи

використає власні можливості з максимальним ефектом, залежатиме подальший економічний стан та розвиток країни. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. The 18 Countries Most Likely To Default [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.businessinsider.com/countries-most-likely-to-default-march-2011-3#6-ukraine-13>

2. Bianca De Paoli, Glenn Hoggarth and Victoria Saporita. Costs of sovereign default [Electronic resource]. – Mode of access : http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/fs_paper01.pdf

3. Фасолько Т. М. Підходи до моделювання ризику дефолту / Т. М. Фасолько [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/vchu/N152/N152p037-045.pdf

4. Mark L. J. Wright. Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects / L. J. Mark Wright [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.econ.ucla.edu/mlwright/research/workingpapers/SDRPP.pdf>.

5. Peter H. Lindert. How Sovereign Debt Has Worked / Peter H. Lindert, Peter J. Morton [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.nber.org/chapters/c8987.pdf>

6. Аналітичні матеріали щодо державного боргу станом на 31.10.2011 / Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/archive/main?cat_id=224493