

УДК 339.72

Н. В. Стукало, Е. А. Солонская-Ситник

Днепропетровский национальный университет имени Олеся Гончара

СУВЕРЕННАЯ НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ И ПРАКТИЧЕСКИЙ АСПЕКТЫ

Определена сущность суверенной неплатежеспособности, оценены её масштабы, установлены основные тенденции и возможные последствия неплатежеспособности стран-должников. Проанализировано современное состояние государственной задолженности Украины.

Ключевые слова: суверенная неплатежеспособность, внешний государственный долг, суверенный дефолт, суверенный кризис ликвидности, суверенный кредитный рейтинг.

Н. В. Стукало, Є. О. Солонська-Ситник

СУВЕРЕННА НЕПЛАТОСПРОМОЖНІСТЬ: ТЕОРЕТИЧНИЙ І ПРАКТИЧНИЙ АСПЕКТИ

Визначено сутність суверенної неплатоспроможності, оцінено її масштаби, встановлено основні тенденції та можливі наслідки неплатоспроможності країн-боржників. Проаналізовано сучасний стан державної заборгованості України.

Ключові слова: суверенна неплатоспроможність, зовнішній державний борг, суверенний дефолт, суверенна криза ліквідності, суверенний кредитний рейтинг.

N. V. Stukalo, I. O. Solonska-Sytyk

SOVEREIGN INSOLVENCY: THEORETICAL AND PRACTICAL ASPECTS

Sovereign insolvency has become a recurring feature of public finance. Complexity of the economic situation and high rates of external debt growth in Ukraine identified the necessity of studying sovereign insolvency, to which insufficient attention is paid in domestic science. The chief purpose of the investigation was to determine the essence of the term «sovereign insolvency» and to analyze the current state of the public debt of Ukraine. The methods of comparative and logical generalization, time series method, and comprehensive, systematic approaches were the methodological tools of the study.

We have assessed the scale of sovereign insolvency. The major trends and the potential consequences of debtor countries' insolvency were established. It was found that the term «sovereign insolvency» need not coincide with the term «sovereign default». «Insolvency» means that a debtor is unable to pay debts as they fall due. «Default» essentially means nonpayment on debt liabilities (could result from the insolvency of the borrower or from unwillingness to make payments). Also the concept of sovereign insolvency must be distinguished from forgiveness of external debt, sovereign illiquidity. The study points out that, the solvency of the debtor countries and the debt burden are determined by the state of the real economy, its adequacy to the global economic conditions; their ability to manage their debt and other national and global economic factors. Analysis of Ukraine's public debt showed that, in the context of the deterioration of the economic crisis the problem of Ukraine's public debt could become insolvable, and default is highly probable. The economic situation and development of Ukraine will depend on the debt strategy to be selected by the government of Ukraine.

It is necessary that a more thorough study of the phenomenon (sovereign insolvency) should be performed. The investigation will be useful to researchers analyzing problems of sovereign debt crisis.

Key words: *sovereign insolvency, external public debt, sovereign default, sovereign liquidity crisis, sovereign credit rating.*

Постановка проблемы. Мировой финансовый кризис, разразившийся в 2008 г. и продолжающийся до настоящего времени, обострил проблему суверенного долга для широкого круга стран. Зависимость национальных экономик от внешнего финансирования усиливается по мере глобализации и либерализации финансовых рынков. Поэтому в настоящее время можно говорить о том, что мировое хозяйство становится более дефицитным: оно имеет чётко выраженные долговые черты.

Суверенная неплатежеспособность стала повторяющейся особенностью государственных финансов. Стремительно растущий долг всех стран мира, особенно развитых стран, повышает риск возникновения новых кризисов платежеспособности в будущем. Сложность экономической ситуации и высокие темпы роста внешнего долга Украины детерминируют необходимость исследования суверенной неплатежеспособности, которой в отечественной науке уделяется совершенно недостаточное внимание. Последнее подтверждается, в частности, отсутствием на современном этапе экономических исследований в Украине определения, раскрывающего содержание данной экономической категории. Введение в мировую практику такого понятия, как дефолт, также способствует снижению внимания к данному понятию со стороны отечественной науки.

Анализ последних исследований и публикаций. В зарубежных экономических исследованиях К. Рейнхарта, К. Рогоффа, Ф. Друды, Р. Джордано, Н. Рубини, У. Паницы, Э. Боренштайна, К. Требеша и др. большое внимание уделяется анализу различных аспектов кризиса государственного долга – в частности политических и экономических факторов, которые приводят к наступлению дефолтов, их внутренних экономических и финансовых эффектов и случаев глобального воздействия, которые приводят к серийным дефолтам. Тем не менее достаточно трудно найти комплексные данные о суверенной неплатежеспособности. В отличие от корпоративной неплатежеспособности, отмеченной во внутреннем законодательстве, определение суверенной неплатежеспособности имеет небольшой правовой резонанс [1].

Формулирование цели. Целью написания данной статьи является исследование сущности понятия «суверенная неплатежеспособность» и анализ современного состояния государственной задолженности Украины. Методологическим инструментарием исследования взяты методы сравнительного и логического обобщения, метод динамических рядов, комплексного, системного подходов.

Изложение основного материала. Толчком к более детальному изучению термина «суверенная неплатежеспособность» явилось выступление в 2001 г. заместителя главы МВФ и главного теоретика фонда Энн Крюгер, которая предложила идею создания глобальной системы банкротства неплатежеспособных стран [2].

Согласно определению Лешека Барцеловича, польского экономического реформатора, суверенная неплатежеспособность (несостоятельность) – это неспособность государства или его правительства обслуживать и (или) погашать свои

внешние долговые обязательства по мере наступления сроков, что проявляется в полной либо частичной неуплате процентов, основной суммы долга, фонда погашения и прочих требований [3]. Иными словами, уровень задолженности страны неприемлем («unsustainable debt level») и, таким образом, необходимо определённое снижение долговой нагрузки или реструктуризация. Рагурам Раджан (профессор, экономический советник и главный экономист МВФ с 2003 г. по 2006 г.) различает понятия «шок платёжеспособности» («solvency shock») и «условный шок платёжеспособности» [4, с. 20]. В первом случае уровень долга «просто неприемлемый», а в последнем – следует провести структурные реформы в стране для поддержания платёжеспособности в условиях шока, при этом государство останется платёжеспособным и будет восстанавливать доверие международных рынков капитала по мере реализации этих реформ [4, с. 21].

Согласно утверждению председателя рабочей группы по исследованию неплатёжеспособности государств Ассоциации международного права Филиппа Вуда «государства являются неплатёжеспособными, когда они не в состоянии производить выплаты по долговым обязательствам в иностранной валюте по мере наступления сроков» [5]. Отметим, что в данном определении Ф. Вуд прямо указывает на долговые обязательства, выраженные в иностранной валюте. Государство может быть неплатёжеспособно по обязательствам в национальной валюте гораздо реже, поскольку правительство имеет возможность погасить внутренний долг посредством выпуска новых денег. Однако выпуск денег в обращение является фиктивным источником погашения долга, поскольку эмиссия ведёт к инфляции, которая обесценит средства, возвращенные кредиторам. Государства, входящие в валютный союз, не могут в одностороннем порядке «раздувать» свои долги [6].

Суверенную неплатёжеспособность следует отличать от аннулирования внешнего долга. Последнее подразумевает ситуацию, когда государство-заёмщик отказывается (полностью или частично) отвечать по своим обязательствам, а также принимает другие законодательные меры с эквивалентным эффектом. Такие меры включают списание части или всей суммы долга, ужесточение валютного контроля либо налогового бремени, конверсию долга в местную валюту [7].

Такое понятие, как «суверенный дефолт», не обязательно совпадает с определением суверенной неплатёжеспособности, отмечает Михаэль Вайбель, профессор Кембриджского университета, специалист в области международного экономического права [5]. Некоторые суверенные дефолты сопровождаются официальным заявлением о неспособности государства осуществлять выплаты в виде закона или постановления, как, например, дефолт в России 17 августа 1998 г. В других случаях т.н. «дефолтные страны» просто прекращают оплату задолженности без какого-либо официального заявления или подтверждения. В 1930 г. Англия отказалась обслуживать свой долг Америке в 14,5 млрд. долл. США. Последовав примеру Великобритании, долги Первой мировой войны не вернули Америке также Франция и Италия, не имевшие перед данной страной никакой обратной задолженности [8]. Очевидно, что официальные заявления правительств стран о дефолте имеют ограниченную доказательную базу. Они должны быть тщательно изучены, так как у правительства может возникнуть соблазн симулировать неплатёжеспособность и отказаться от своего долга.

В целом, можно оценивать масштабы суверенной неплатёжеспособности на основе масштабов дефолтов, учитывая, что суверенная неплатёжеспособность

шире дефолта и является наиболее яркой формой проявления кризиса государственных финансов. Суверенная неплатежеспособность может проявляться в виде роста внешней и внутренней задолженности, хронического дефицита государственного бюджета, высокой инфляции, неустойчивости валютных курсов, девальвации. Понятие «дефолт» не включает в себя эти явления.

Следует также отличать понятия «суверенная неликвидность / суверенный кризис ликвидности» и «суверенная неплатежеспособность». Суверенный кризис ликвидности может наступить, невзирая на то что государство остаётся платежеспособным, если его ликвидных активов и имеющегося финансирования недостаточно для своевременного погашения своих обязательств или для того, чтобы правительство пролонгировало срок погашения обязательств [5]. Основу внешней ликвидности образуют золотовалютные резервы государства. Однако следует отметить, что суверенный кризис ликвидности может быстро трансформироваться в кризис платежеспособности. С практической точки зрения данные понятия отличить крайне сложно. Причина в том, что суверенная платежеспособность обуславливается убеждениями кредиторов, что государство ликвидно. Неликвидность проявляется в росте процентных ставок. В свою очередь, рост процентных ставок приводит к увеличению стоимости рефинансирования долга и оттоку иностранного капитала, чувствительного к изменениям процентной ставки. Всё это ставит платежеспособность страны под сомнение. Как только у инвесторов возникают сомнения относительно ликвидности страны, кредиторы корректируют свои ожидания. Это часто приводит к ухудшению макроэкономических показателей и снижению доверия.

Для систематизации понятий, связанных с суверенной неплатежеспособностью, предлагаем структурно-логическую схему (рис. 1).

Необходимо отметить, что при первых признаках невыполнения обязательств государством-должником по договорам банковского займа и облигационным займам кредиторы имеют право пролонгировать ссуды, продлить срок их погашения или приостановить выдачу нового кредита, если, например, государство-должник заявил о своей неспособности отвечать по внешним обязательствам по мере наступления сроков или имело место существенное неблагоприятное изменение финансового состояния должника. Фактическое состояние неплатежеспособности может дать право «покупателю» защиты по кредитным дефолтным свопам (CDS) потребовать наличных платежей от «продавцов» защиты и привести к снижению рейтинговыми агентствами кредитного рейтинга страны.

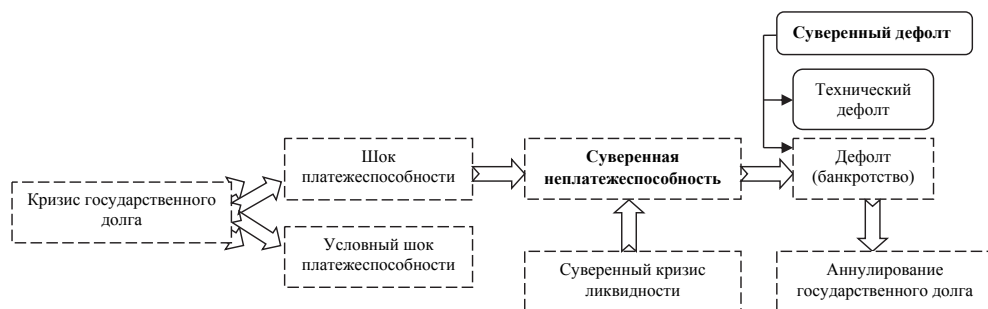


Рис. 1. Развитие кризиса государственного долга

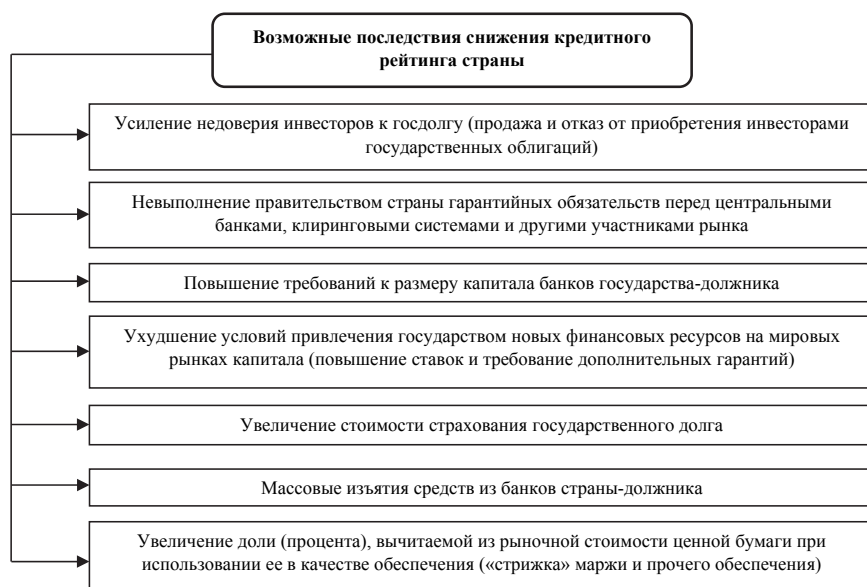


Рис. 2. Последствия снижения кредитного рейтинга страны

Отметим основные возможные последствия снижения кредитного рейтинга страны для государства-должника (рис. 2).

С помощью диаграммы наглядно продемонстрируем относительную значимость суверенной неплатежеспособности с точки зрения макроэкономики (см. рис. 3). Данная диаграмма показывает отношение номинальной стоимости дефолтного долга к номинальному мировому госдолгу и ВВП. В начале 1980-х гг. дефолты оказывали минимальное глобальное воздействие. Однако уже к середине следующего десятилетия, когда фискальные напряжения, имеющие место в странах с низким и средним уровнем дохода, усилились, суверенный долг, по которому был объявлен дефолт, был реструктурирован и, в конечном итоге, достиг максимальной отметки – чуть более 5% мирового государственного долга. Рост дефолтного долга по отношению к мировому ВВП был не таким резким, увеличившись с нуля до около 2% [9].

В последующие годы дефолтные долги таких глобальных масштабов уже не достигали, несмотря на аргентинский дефолт в 2000 г. и беспрецедентную реструктуризацию суверенного долга Греции в 2012 г. [10]. Вместе с тем периодичность таких событий возрастает, как отмечают М. Бордо и Б. Эйхенгрин [11]. Как только благодаря таким организациям, как МВФ, экономическая помощь стала доступнее, у кредиторов наметилась тенденция не придавать надлежащего значения дефолтам своих клиентов. И когда происходит реструктуризация, страны незамедлительно прибегают к повторным кредитам.

Кроме того, возможна более тесная корреляция дефолтного долга с растущим бременем государственного долга. Ускоренное наращивание государственного долга в последние годы прошло под знаком борьбы с кризисом 2007–2009 гг. и его последствиями. Рост госдолга приводит к росту затрат по его обслуживанию (выплате процентов), а поскольку эти затраты финансируются из госбюджета, то это – увеличение бюджетного дефицита и новые займы. Неспособность остановить данную тенденцию может привести к тому, что долг, в конечном итоге, будет

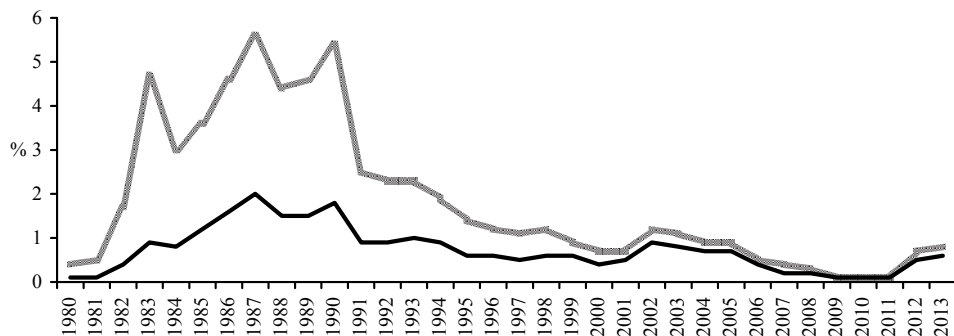


Рис. 3. Суверенний дефолтний долг как доля мирового государственного долга и мирового ВВП [2]

«погашен інфляцією» або дефолт окажется неизбежным. Процентные ставки в этом случае возрастут, что только усугубит бюджетную проблему, и возникнет угроза остановки экономического подъёма; сроки погашения долговых инструментов сократятся; произойдёт кризис рефинансирования.

Правительства стран, разрешая фискальные проблемы, должны обратить более пристальное внимание на вышеуказанные тенденции наряду с другими потенциальными рисками для глобальной финансовой стабильности.

Следует отметить, что страна с суверенной неплатежеспособностью может классифицироваться по долговому фактору как несостоятельный должник. По классификации МВФ, несостоятельные должники определяются по данным за последние пять лет, в течение которых такие страны допускали просрочки или их долги реструктурировались [12].

Несостоятельные должники с долгом в 2013 г. в 353,5 млрд. долл. США (26,5%ВВП, 129,4% экспорта товаров и услуг) имели платежи в размере 59,7 млрд. долл. США, что составило 22,2% от их экспорта товаров и услуг (см. табл.) [12]. В течение 2009–2013 гг. эти 29 стран допускали просрочки платежей, их долги по договоренности с кредиторами реструктурировались, частично списывались, конвертировались в акции, фонды и т.п.

Совокупный внешний долг развивающихся и переходных стран в последние годы продолжает возрастать, несмотря на прощения (списания), конверсии, реструктуризации, т.е. на мероприятия по снижению и ослаблению долговой нагрузки преимущественно стран с низким и средним уровнем развития. В 2013 г. сово-

Таблица. Внешний долг несостоятельных должников* (развивающиеся и переходные страны) в 2006 г., 2011–2013 гг., млрд. долл. США

Характеристика долгов	2006	2011	2012	2013
Несостоятельные должники	293.6	337.6	343.1	353.5
Внешний долг по кредиторам:				
официальным	142.7	178.6	178.2	185.4
банкам	27.3	25.1	26.0	27.5
другим частным	123.6	133.9	138.9	140.6

*Чистые должники с платежными трудностями – это 29 стран с просроченной задолженностью и/или с реструктуризацией долгов и платежей в 2009–2013 гг.

купный внешний долг развивающихся и переходных стран составил 7491,2 млрд. долл. США, увеличившись с 2006 г. на 47% [12].

Экономика Украины переживает третью рецессию с 2008 г. Политическое противостояние на Украине лишь усугубило хронические финансово-экономические проблемы страны. Ситуацию осложняют многочисленные факторы неопределенности. Журнал «The Economist» называет Украину и Венесуэлу наиболее рискованными суверенными заёмщиками, для которых дефолт может оказаться неизбежным [13].

Произошло снижение рейтингов Украины кредитными агентствами. Так, международное рейтинговое агентство «Fitch Ratings» в августе 2014 г. понизило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Украины по обязательствам в иностранной валюте с «B-» до «CCC», т.е. до «чрезвычайно спекулятивного» уровня [16]. Это крайне низкий уровень, который свидетельствует о высоких кредитных рисках.

Украина стремительно теряет свою платежеспособность: размер золотовалютных резервов страны уменьшился с 38,4 до 12,6 млрд. долл. США с августа 2011 г. по октябрь 2014 г. [14], тогда как размер одного лишь внешнего государственного долга превысил 41 млрд. долл. США и продолжает расти [15]. Совокупный внешний долг всего государства (с учетом компаний и банков) составляет более 136 млрд. долл. США [14]. Резкое увеличение долговой нагрузки также можно объяснить значительным дефицитом бюджета (в августе 2014 г. он уже составлял 5% ВВП); падением ВВП на 5%; девальвацией гривны (значительная часть госдолга Украины номинирована в иностранной валюте) [14].

Уровень государственного и гарантированного государством долга Украины к ВВП, по данным Министерства финансов Украины, на 30 июня 2014 г. составил 57,9% ВВП, что указывает на стремительное приближение к «порогу допустимого риска» (60%) [16]. Главным фактором роста государственного и гарантированного государством долга стала девальвация гривны к доллару США и другим валютам. Расходы Украины на обслуживание и погашение государственного долга в 2014 г. составляют 12,6 млрд. долл. США (не включая 3 млрд. долл., которые Россия может потребовать выплатить досрочно в соответствии с проспектом эмиссии еврооблигаций 2013 г., если коэффициент «долг/ВВП» окажется выше 60%) [17]. Динамика объема государственного и гарантированного государством долга, золотовалютных резервов Украины, а также изменение суверенного кредитного рейтинга Украины по версии рейтингового агентства «Fitch Ratings» продемонстрирована на рис. 4 [12; 16; 20].

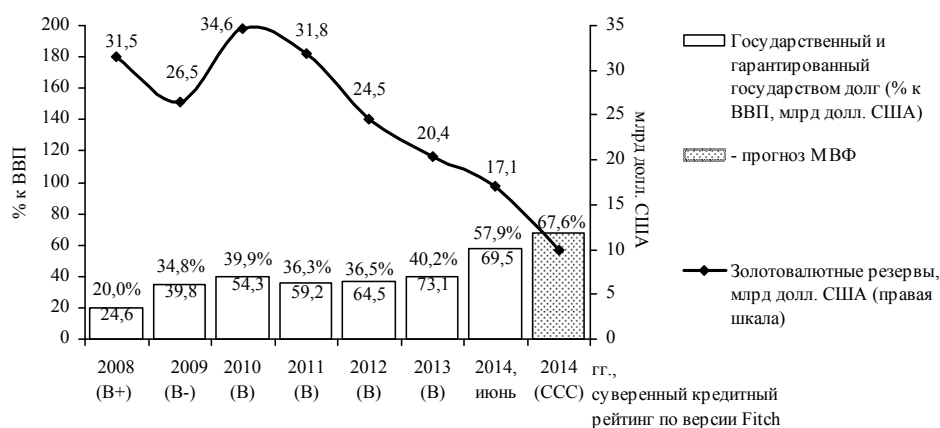


Рис. 4. Динамика государственного и гарантированного государством долга, золотовалютных резервов Украины

Превышение инвестиций над сбережениями характеризует экономику Украины как дефицитную. В 2013 г. чистая кредитная позиция Украины была отрицательной, поскольку инвестиции превысили сбережения на 9,2% ВВП Украины [18]. Украина является чистым импортёром капитала.

Наиболее значительную финансовую поддержку Украине оказывает МВФ. Совет директоров МВФ в апреле 2014 г. одобрил предоставление Украине двухлетнего кредита по программе «stand-by» в размере 17,01 млрд. долл. США. В 2014 г. Украина уже получила два транша кредита в сумме 4,58 млрд. долл. США и ожидает третий транш в декабре 2014 г. Однако помощь МВФ привязана к выполнению страной условий официальной программы кредитования МВФ [18]. Всемирный Банк предупреждает, что проведение «шоковой терапии» (сокращение государственных расходов, рост тарифов на электроэнергию, повышение налогов и т. д.) может отрицательно повлиять на экономику и снизить покупательную способность населения Украины [19].

Выводы и перспективы дальнейших исследований. Суверенная неплатежеспособность является достаточно сложным и неоднозначным явлением, которому экономисты Украины не уделяют достаточного внимания, подменяя понятие суверенной неплатежеспособности дефолтом, что является ошибочным. Неплатежеспособность и дефолт – явления одного порядка, характеризующие крайне неблагоприятное положение государства, хотя и несовпадающие полностью по своему содержанию. «Неплатежеспособность» означает, что должник не в состоянии осуществлять выплаты по своим долгам по мере наступления сроков. «Дефолт» фактически означает невыплату по долговым обязательствам (может быть результатом как неплатежеспособности заёмщика, так и его нежелания осуществлять выплаты). Однако оценивать масштабы суверенной неплатежеспособности можно на основе масштабов дефолтов, учитывая, что суверенная неплатежеспособность шире дефолта. Платежеспособность стран-должников и долговая нагрузка определяются состоянием их реальной экономики, ее адекватностью мирохозяйственным условиям; их умением управлять своим долгом и другими национальными и мирохозяйственными факторами (состоянием текущего платежного баланса и госбюджета, отношением внутренних сбережений и инвестиций, соотношением экспортных и импортных цен, объёмом притока/оттока капитала, валютным курсом и др.). Понятие суверенной неплатежеспособности стоит отличать также и от аннулирования внешнего долга, суверенного кризиса ликвидности.

В условиях усугубления экономического кризиса проблема государственного долга Украины может стать неразрешимой, таким образом, дефолт приобретает все большую вероятность. От того, какая долговая стратегия будет выбрана правительством Украины, будет ли государство использовать собственные возможности с максимальным эффектом, зависит дальнейшее экономическое положение и развитие страны.

Библиографические ссылки

1. State insolvency: what bondholders and other creditors should know (Allen & Overy LLP, 2010) [Electronic resource]. – Access mode: www.allenoverly.com – Title from the screen.
2. **Krueger, Anne** International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring [Electronic resource] / Anne Krueger. – Access mode: <https://www.imf.org> – Title from the screen.

3. **Balcerowicz, Leszek** Sovereign Bankruptcy in the EU in the Comparative Perspective [Electronic resource] / Leszek Balcerowicz. – Access mode: [http://www.iie.com/publications/papers/balcerowicz 201012.pdf](http://www.iie.com/publications/papers/balcerowicz%201012.pdf) – Title from the screen.
4. **Raghuram, G. Rajan** Institutional Reform and Sovereign Debt Crises [Text] / G. Rajan Raghuram // Cato Journal, Cato Institute. – 2005. – vol. 25 (1). – p. 17–24.
5. **Waibel, M.** Bank Insolvency and Sovereign Insolvency [Electronic resource] / Michael Waibel. – Access mode: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1732786 – Title from the screen.
6. **Krugman, P.** Currency Regimes, Capital Flows, and Crises [Electronic resource] / Paul Krugman. – Access mode: [https://webspace.princeton.edu/users/pkrugman/ Currency%20 regimes.pdf](https://webspace.princeton.edu/users/pkrugman/Currency%20regimes.pdf) – Title from the screen.
7. State insolvency: options for the way forward (Presented at The Hague in August of 2010) [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.ila-hq.org/download.cfm/docid/0A7ACEAC-94A3-4B47-B9E642CF4BEA5D81> – Title from the screen.
8. **Альшанский, Л.** Возможен ли американский дефолт? [Электронный ресурс] / Л. Альшанский. – Режим доступа: <http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=3196> – Загл. с экрана.
9. Database of Sovereign defaults (Bank of Canada's Credit Rating Assessment Group) [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.bankofcanada.ca> – Title from the screen.
10. Sovereign debt restructuring – recent developments and implications for the fund's legal and policy framework (April 26, 2013) [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.imf.org> – Title from the screen.
11. **Joshua, Aizenman** Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide (p. 472) [Electronic resource] / Joshua Aizenman, Brian Pinto. – Access mode: <http://books.google.com.ua> – Title from the screen.
12. IMF. World Economic Outlook, October 2014 [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.imf.org> – Title from the screen.
13. The Economist: Empty vaults. Will the next country to stiff bondholders be Ukraine or Venezuela? [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.strategic-culture.org/news/2014/10/14/economist-empty-vaults-will-next-country-stiff-bondholders-ukraine-venezuela.html> – Title from the screen.
14. Trading Economics [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.tradingeconomics.com> – Title from the screen.
15. Макроекономічний огляд (вересень 2014) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10885213> – Заголовок з екрана.
16. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua> – Заголовок з екрана.
17. Россия может досрочно потребовать от Украины погасить долг по еврооблигациям [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://interfax.com.ua/news/opinion/183515.html> – Загл. с экрана.
18. Официальный сайт МВФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org> – Загл. с экрана.
19. Ukraine Can't Afford the IMF's «Shock Therapy» [Electronic resource]. – Access mode: http://www.foreignpolicy.com/articles/2014/09/10/ukraine_cant_afford_the_imfs_shock_therapy – Title from the screen.
20. Complete Sovereign Rating History (Fitch Ratings) [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.fitchratings.com> – Title from the screen.

Поступила в редакцію 15.11.2014