

*Мазуренко В.І.**

СУЧАСНІ МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ БОРГОВИХ КРИЗ

Ця стаття присвячена аналізу сучасної боргової кризи. Автор ставить за мету дослідити характер та основні причини її виникнення. У статті робиться спроба проаналізувати основні погляди щодо створення механізму протидії виникненню боргових криз.

Эта статья посвящена анализу современного долгового кризиса. Автор ставит целью исследовать характер и основные причины его возникновения. В статье предпринимается попытка проанализировать основные взгляды на создание механизма противодействия возникновению долговых кризисов.

This paper analysis the current financial crisis. The author tries to investigate the character and the origin of current financial crises. An attempt to analyze the basic approaches to establish the mechanism to prevent financial crises in future was undertaken.

В останні роки, труднощі з обслуговуванням суверенного боргу приймають різноманітні форми, від прямого дефолту по внутрішньому й зовнішньому боргу до кризи пролонгації кредиту/ліквідності, де кредитоспроможна, але неліквідна країна потрапляє на межу дефолту по своїх боргах через небажання інвесторів пролонгувати короткострокову заборгованість, строк погашення якої вже настав.

Прямі дефолти з внутрішнього та/або зовнішнього боргу мали місце з боку РФ, Еквадору, Аргентини. Епізоди напівпримусової реструктуризації суверенного боргу (під якою розуміється ризик неплатежу) мали місце в Україні у 2000 р., у Пакистані в 1999 р. і в Уругваї у 2003 р. та в інших країнах. У ситуаціях реструктуризації суверенного боргу країни були швидше за все кредитоспроможні, але неліквідні, а боргова криза була частково відвернена завдяки масштабній підтримці з боку міжнародних фінансових організацій (МФО), так само як і завдяки застосуванню менш примусової форми залучення коштів приватного сектора у розпал кризи. (Таке спостерігалось у Мексиці у 1994-95 рр., у Південній Кореї й Таїланді у 1997-98 рр., у Бразилії у 1999 й 2002 рр., у Туреччині у 2001 р. й Уругваї у 2002 р.).

Під час багатьох з останніх кризових епізодів труднощі з обслуговуванням боргу визначались саме коротким терміном погашення зовнішніх або внутрішніх боргових зобов'язань держави, а не надмірним боргом, що був пов'язаний із ситуацією явної неплатоспроможності. Рішення внутрішніх і міжнародних інвесторів не пролонгувати такі короткострокові зобов'язання ставило країну на межу прямого дефолту, якого уникали, частково, завдяки фінансовій підтримці з боку держави. Крім вище згаданих випадків окремі країни маючи значний тягар заборгованості можуть зіштовхнутися із

* кандидат економічних наук, доцент кафедри світового господарства та міжнародних економічних відносин Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

проблемами погашення заборгованості у короткотерміновому плинні. Таким чином, упродовж останнього десятиліття знову стають відносно частими явищами проблеми обслуговування суверенного боргу (як через неліквідність, так і через варіанти неплатоспроможності), які були характерні для кризи заборгованості 1980-х років.

П.Менессе, Н.Рубіні, А.Шиммелфенніг у своїй роботі відмічали, що криза державного боргу, на відміну від валютної, триває довше й демонструє сталість. Як тільки країна потрапляє у кризовий стан, вийти з нього не легко, оскільки такі епізоди часто є тривалими за часом. Навіть коли країна відновлюється після дефолту, інші макроекономічні показники часто не такі позитивні, як у тих країн, які успішно уникали дефолту [37, р.4].

Крім того, П.Менессе, Н.Рубіні, А.Шиммелфенніг доводять, що країни, де зовнішня заборгованість перевищує 50 відсотків ВВП, більш піддаються ризику дефолту. Імовірність дефолту підвищується в умовах високого рівня інфляція, значної за обсягами державної зовнішньої заборгованості. Країни з низьким рівнем зовнішньої заборгованості можуть піддаватися ризику боргової кризи, в умовах коли вони зіштовхуються із проблемами ліквідності, політичної нестабільності, неефективної фіскальної політики, або коли валютний курс переоцінений, а міжнародні ринки капіталу відчувають напруженість [37].

Усі наукові дослідження боргової кризи можна поділити на чотири об'ємні категорії:

- теоретичні моделі суверенного дефолту;
- емпіричні наукові дослідження основних факторів, що викликають кризу заборгованості;
- емпіричні наукові дослідження ступенів прогнозування оцінок кредитоспроможності;
- емпіричні наукові дослідження спредів на кредитно-дефолтні свопи.

Більшість робіт зосереджує увагу на окремому аспекті боргової кризи або на певних її детермінантах. У цілому, література розглядає цілий ряд макроекономічних та інших факторів, які впливають на ймовірність виникнення труднощів з обслуговуванням суверенного боргу й дефолту, та які можуть викликати боргову кризу та суверенний дефолт.

Аналіз боргової стабільності й платоспроможності міститься у роботах Н.Рубіні, П.Манассе та ін., Дж.Ітона і Р.Фернандеза, Р.Хеммінга й М.Петрі розглядають поняття фіскальної уразливості; невдалі епізоди спроб уникнути надмірного дефіциту й заборгованості. Концепція фіскальної стабільності, наприклад, була досліджена у роботі Р.Хеммінга й Н.Чока [18; 23; 24].

Емпіричні дослідження використовують ряд макроекономічних і інституціональних показників. Так з метою оцінки платоспроможності суверенного позичальника використовувались такі ФМП як ВВП, обсяги експорту, або доходи бюджету. Суверенний позичальник є кредитоспроможним, якщо приведена вартість майбутніх первинних балансів перевищує або дорівнює поточному обсягу державного боргу. Аналогічно, країна є кредитоспроможною, якщо приведена вартість майбутніх торговельних балансів перевищує поточний обсяг зовнішньої заборгованості. Режим валютного курсу й курсова розбалансованість суттєво впливає на такі міркування, оскільки переоцінка може викликати зовнішню нерівновагу, що призводить до заборгованості. Крім того, в умовах, коли частину боргу номіновано в іноземній валюті, валютна криза, викликана переоцінкою, може призвести до суттєвих порушень балансових звітів. Відкритість може вплинути на витрати, пов'язані з оголошенням дефолту й, таким чином, на спроможність країни об'явити дефолт.

Фактори макроекономічної стабільності, такі як низький рівень інфляції або низькі темпи зростання грошової маси, відображають довіру до економічної політики й завдяки цьому впливають на оцінку інвесторами країнових ризиків. Криза заборгованості може ви-

никати в умовах стану неліквідності платоспроможної країни. Тому деякі моделі ґрунтуються на таких факторах ліквідності, як то відношення короткострокового боргу стосовно резервів або М2 відносно резервів. Крім того ураховуються інституційні й політичні фактори, що включають політичну довіру, так само як і готовність уряду проводити політику, що відповідає вимогам забезпечення стійкого зростання в умовах боргового навантаження.

Емпіричні дослідження залежно від мети аналізують інформацію, використовують різні визначення боргової кризи. Априорі, не існує єдиного емпіричного визначення суверенного дефолту або кризи заборгованості. Деякі наукові дослідження аналізують приклади кризи заборгованості або неплатежу на основі випадкових прикладів (наприклад, див. роботи Д.Т.Бірс і А.Бат'я, або Д.О.Бейм і Ч.У.Каломіріс) [3].

Інші наукові дослідження використовують в основному кількісний аналіз. Наприклад, Е.Детражиач й А.Спілімберго визначають країну в стані боргової кризи, коли прострочена заборгованість комерційним кредиторам перевищує 5 відсотків сукупного комерційного боргу або має угоду з реструктуризації з комерційними кредиторами [16]. Це визначення не робить розбіжностей між суверенними боргами або боргами приватного сектора та/або реструктуризації через обмеження неявних даних. Інша проблема кількісного методу полягає в тому, що таке трактування боргової кризи виключає кризові епізоди, що розпочалися, проте дефолту вдалося уникнути завдяки великомасштабній фінансовій підтримці з боку державних кредиторів (МФО та/або за рахунок двосторонніх кредитних угод). В ідеалі, можна визначити безперервний кризовий тиск аналогічно індексу тиску валютного ринку, що лежить в основі деяких наукових досліджень валютної кризи. Одним з можливих джерел даних, що являють однорідну інформацію щодо суверенного дефолту, можуть бути зокрема агенція Standard & Poor's. Згідно визначення боргової кризи S&P визначає, що країна перебуває в стані дефолту, доки не спроможна обслуговувати свої боргові зобов'язання.

Наукові дослідження визначальних факторів боргової кризи за своєю природою є близькими до сигнальних моделей раннього попередження. Фактори, що впливають на ймовірність настання боргової кризи при цьому визначаються за допомогою пробіт/логіт моделей, що ґрунтуються на регресії або моделях сигналів. Більшість наукових досліджень боргових криз акцентувала увагу на аналізі кризи заборгованості 1980-х, проте існували окремі спроби здійснити аналіз криз, що відбувалися упродовж 1990-х років.

Узяті разом, ступеня платоспроможності, такі як відношення боргу до ВВП, і ступеня ліквідності, такі як відношення короткострокового боргу до резервів або експорту й обслуговуванню боргу стосовно резервів або експорту, є істотними пояснюючими показниками на додаток до макроекономічних регуляторів, таким як реальний ріст, інфляція, переоцінка валютного курсу й фіскальний баланс.

Ґрунтуючись на даних власної вибірки кризових епізодів К.Рейнхарт вважає, що у 84 відсотках випадків борговій кризі передують валютна криза [41].

У зв'язку з цим, показники, які можуть свідчити про імовірність настання валютної кризи, також мають працювати в моделях визначення ймовірності суверенного дефолту. Аргументи на користь такої думки наведено також у роботах Р.Хеммінга, М.Келла, А.Шиммелпфенніга [25].

Е.Детражиач й А.Спілімберго, на основі проведених розрахунків, дійшли висновку, що використання співвідношення як то короткострокового боргу до резервів, містить обмеження, яке не підтверджується даними. Вони також вважають, що короткостроковий борг є ендеогенним до моделі, оскільки країнам перед настанням кризи заборгованості стає все складніше позичати на тривалий строк [16].

У той же час, як більшість наукових досліджень використовує макроекономічні показники лише по рівнях, Л.Катао й Б.Саттон також включають у свою модель ступень волатильності. У наведеному прикладі ступінь прогностичності помітно підсилюється, коли міри волатильності умов торгівлі, волатильності податкової політики, волатильності монетарної політики, і волатильності валютної політики додані до моделі, що містить реальне зростання ВВП, відносини обслуговування боргу до експорту, чистих запасів золота й іноземної валюти до боргу, фінансовий баланс, відсоткової ставки США й реальний ефективний валютний курс [14].

«..., небажання багатьох країн знижувати рівень їхніх резервів збільшує можливість того, що вони зараз менше постраждають від відомого «страху плаваючого режиму валютного курсу», від «страху втрати міжнародних резервів», що може свідчити про зниження кредитоспроможності країни. Зниження цього занепокоєння швидше за все, є головним завданням міжнародних фінансових організацій. За умов належної координації й вдачі, ефекти конкурентної девальвації й конкурентного нагромадження резервів можуть бути мінімізовані, дозволяючи, тим самим, скоординованим заходам державної підтримки економіки пом'якшити тверду посадку світової економіки» [30].

Майкл П. Дулі, Девід Фолкергс-Ландо, і Пітер М. Гарбер відмічали, що припливи капіталу у США із КРФ, що пов'язані з керованими валютними курсами, викликали постійно низькі довгострокові реальні відсоткові ставки у США і, взагалі, скрізь у промислово розвинених країнах. Низькі реальні відсоткові ставки, у свою чергу, призвели до зростання цін на активи, особливо на довгострокові, такі як акції й нерухомість. У той же час, низькі реальні відсоткові ставки тимчасово знизили кредитні ризики. При цьому, стабільне економічне середовище викликало відзначене зниження у волатильності цін на активи [33].

Дослідники також підкреслили, що низькі, безризикові реальні відсоткові ставки, які, як очікувалося, будуть зберігатися тривалий час в умовах відсутності спаду, викликали рівновагу цін на активи, які, як показав хід подальших подій, виявилися завищеними. Ці рівноважні ціни виглядали як мильні бульбашки для тих, хто очікував, що реальні відсоткові ставки у найближчому майбутньому повернуться до історичної норми [33].

У центральних банках зміцнилася думка про те, що надмірне стиснення спредів і зростання левериджу були безпосередньо викликані низькими реальними відсотковими ставками [5; 27].

Ключ до розуміння найближчих за часом наслідків для міжнародної фінансової системи полягає у тому, що світ не пристосовується до шоку, характерному для американських кредитних ринків або для американського багатства. Паніка, що виникла в середині вересня, походила з ринку цінних паперів США (хоча у Великобританії, Іспанії, Ісландії, Ірландії, Росії, Угорщині ба в інших країнах економічні й фінансові проблеми мають мало спільного з американськими активами). Проте вона миттєво вплинула на кредитні ринки в іншій частині світу, можливо, у деяких випадках через втрату довіри до домінуючих фінансових моделей, а в інших - внаслідок шокового впливу на реальну економіку [33].

К. Рейнхарт та К. Рогофф у своєму дослідженні доводили тезу про те, що американський досвід кризи у США не відрізняється від подій, що спостерігалися у цілому ряді КРФ, де значні й постійні припливи капіталу припинилися у період кризи [39]. Проте, на нашу думку, між цими епізодами й реальним станом справ у США існують значні розбіжності. Особливість полягає в тому, що в їхній роботі кризу визначає саме раптова зупинка припливів капіталу, а така ситуація нехарактерна й, навіть суперечить тому, що відбулося в США.

Фредерік С. Мишкін вважає, що для характеристики фінансової нестабільності особливо важливе розуміння двох типів ризику [22].

Перший тип ризику - це ризик оцінки: ринок, розуміючи складність цінних паперів або непрозорість їхньої емісії починає відчувати проблеми з оцінкою їхньої вартості. Наприклад, цей вид ризику був головним у переоцінці багатьох структурованих кредитних продуктів під час кризових процесів, що розпочалися у 2007 році, коли інвестори намагалися зрозуміти, яким чином потенційні втрати в іпотеці класу «саппрайм» могли бути відфільтровані скрізь складні шари, що містяться в таких продуктах.

Другий тип ризику, що є основним у розумінні фінансової стабільності, - макроекономічний ризик – полягає у збільшенні ймовірності того, що фінансовий крах викличе істотне погіршення в реальній економіці. Напруга на фінансових ринках зокрема може поширитися на всю економіку й несприятливо позначитися на обсягах виробництва й зайнятості. Більше того, економічний спад має тенденцію підсилювати непевність у вартості активів. Це у свою чергу може викликати зворотний ефект, за умов якого фінансовий крах негативно впливатиме на економічну активність. Така ситуація може призвести до ще більшої непевності й посилення фінансової кризи, подальшого погіршення макроекономічної активності, і так далі. Таке явище у науковій літературі згадується як фінансовий акселератор [5; 6; 7].

Ключовим елементом механізму фінансового акселератора є якість бухгалтерських балансів домогосподарств і фірм. Це пояснюється тим, що деякі з активів позичальника можуть одночасно бути заставою по його зобов'язаннях. Використання майнової застави допомагає пом'якшувати проблему асиметричної інформації. Це відбувається тому, що стимул позичальника не йти на надмірний ризик підсилюється погрозою втрати об'єкта застави: у випадку настання дефолту, кредитор може позбавити позичальника права власності на об'єкт застави й, таким чином, покрити частину або всю вартість кредиту. Однак, макроекономічний спад як визначає Ф.С. Мишкін, має тенденцію зменшувати вартість багатьох форм майнової застави, таким чином, підсилюючи вплив конфліктних ситуацій на кредитні ринки й стимулюючи поширення несприятливого зворотного впливу [22, р.4].

З метою стримування інфляційних очікувань та ефективного реагування на фінансові кризові явища Центральний банк зобов'язаний заробити довіру з боку фінансових ринків і населення завдяки ряду попередніх дій.

Більше того, зрозуміло й прозоро пояснюючи свою політику, центральний банк може заявити про те, що не дозволить інфляції виходити з-під контролю. Крім того, інфляційні очікування, більш імовірно, залишаться стриманими, якщо центральні банки оголосять, про гнучкість їхньої монетарної політики. Так, якщо буде швидке пожвавлення на фінансових ринках або якщо буде спостерігатися висхідна зміна в прогнозах по майбутній інфляції, то ЦБ буде реагувати. Таким чином, ЦБ може продемонструвати свою готовність зменшити підтримку, надану попередніми послабленнями монетарної політики [22, р.11].

Жорсткість умов кредитування й фактичне збереження на колишньому рівні вартості кредиту для домогосподарств і фірм, незважаючи на різку лібералізацію монетарної політики сформувавши загальну думку, про те, що монетарна політика не є ефективною в умовах сучасної фінансової кризи. Так, наприклад нобелівський лауреат, П. Кругман, виклав цю точку зору у своїй колонці у «Нью-Йорк Таймс»: «Ми - вже, однак, перебуваємо у тому, стані, який я називаю депресивною економікою. Під цим я розумію стан, який нагадує те, що відбувалося в 1930-х, коли звичайні інструменти монетарної політики, - насамперед, здатність Федеральної Резервної Системи накачувати економіку, скорочуючи відсоткові ставки - втратили свою дієвість.»[32]

Найчастіше, фінансові кризи мають такі характерні риси.

По-перше, вони супроводжуються тривалим і глибоким обвалом цін на ринках активів (цін на нерухомість цінні папери тощо).

По-друге, кризи викликають глибокі спади обсягів виробництва й зростання безробіття.

По-третє, у ході криз спостерігається різке зростання реальної вартості державного боргу, основною причиною якого виступають зниження бюджетних надходжень в умовах тривалого й глибокого спаду виробництва, а також значно в меншому ступені витрати на рефінансування й рекапіталізацію банківської системи. За загальним визнанням, витрати на порятунок банківських установ важко оцінити. Крім того існують значні розбіжності у методах оцінки, що використовуються у різних наукових дослідженнях. У реальності, як відзначали у своїй роботі Кармен М. Рейнхарт і Кеннет С. Рогофф «... основними чинниками значного зростання заборгованості є неминучий крах у обсягах податкових надходжень, що слідує за глибокими й тривалими скороченнями обсягу виробництва, так само як й іноді амбіційна антициклічна фіскальна політика, націлена на пом'якшення спаду.» [13]

Так, у своєму дослідженні Джошуа Ейзенман і Йасін Джинджарак проаналізували наявність взаємозв'язку між станом поточного балансу й динамікою цін на нерухомість. Грунтуючись на наявних даних по 43 країнам, 25 з яких є членами ОЕСР за період з 1990 по 2005 р. вони дійшли висновку про наявність стійкого й сильного позитивного взаємозв'язку між дефіцитами балансів по поточних операціях і зростанням цін на нерухоме майно. Вони розрахували, що однократне збільшення стандартного відхилення дефіциту поточного рахунку з урахуванням лагу, асоціюється зі зростанням цін на нерухоме майно на 10 % [28].

Джошуа Ейзенман і Йасін Джинджарак також знайшли підтвердження зростаючої глобалізації національних ринків нерухомого майна та докази того, що за умови відсутності дисбалансу, фінансові надходження однозначно сприяють покращенню добробуту [28]. З іншого боку - з погляду державних фінансів припливи капіталу можуть підсилювати дисбаланс в економіці, збільшуючи тим самим сукупний вплив таких дисбалансів.

Такі результати сумісні з різними сценаріями, що пояснюють схеми руху капіталу у різних країнах, включаючи основні тенденції у продуктивності праці й різні схеми нагромадження капіталу.

Кризи, що пов'язані із суверенним зовнішнім боргом, як правило, визначаються як дефолти. Таке визначення, відповідно, включає випадки виникнення труднощів з обслуговуванням боргу упродовж 1980-х років - у період численних дефолтів по кредитах. У той же час, з виникненням ринків суверенних облігацій у 1990-х роках ототожнювати дефолт із борговою кризою, з нашого погляду, є проблематичним. Це пояснюється незначною кількістю дефолтів у 1990-і роки, а також тим, що дефолти в цей період часу неможливо пояснити за допомогою індикаторів ліквідності.

З метою подолання недоліків щодо наявності даних відносно дефолтів і одночасно охопити розвиток ринків позичкового капіталу в 1990-х, Андреа Пескаторі й Амаду Н.Р. Сай надали більш широке визначення борговій кризі. Так вони визначають боргову кризу як події, що відбувається в умовах коли країна повідомляє про дефолт або коли спреди на облігації перевищують певне граничне значення. На думку Андреа Пескаторі й Амаду Н.Р. Сай, коли у визначення боргової кризи включається інформація з ринків облігацій, важливо проведення аналізу таких стандартних індикаторів як платоспроможність, ліквідність, а також динаміку ФМП [2].

Дефолти суверенного боргу не є єдиним можливим серйозним наслідком виникнення проблем з обслуговуванням зовнішнього боргу. Так, наприклад, період, починаючи з мексиканського «кризи» 1994-95 рр. характеризувався значною турбулентністю фінансових ринків. У той же час за даними, наведеним у доповіді агенції «Moody's Investors Service», починаючи з 1985 р. було оголошено лише сім дефолтів, емітентів суверенних облігацій,

номінованих в іноземній валюті, яким був наданий рейтинг. При цьому усі дефолти відбулися упродовж періоду між 1998 і 2002 роками [36]. Слід зазначити, що факт низької кількості дефолтів по облігаціях суверенних позичальників КРФ, різко контрастує із численними дефолтами по кредитах протягом 1980-х років.

У зв'язку з цим, трактування боргової кризи, винятково, як суверенного дефолту не враховує сучасних тенденцій розвитку міжнародних фінансових ринків і, особливо, поява ринку суверенних облігацій, емітованими.

Так, наприклад, у цілому ряді наукових праць акцент робиться на аналізі ризиків виникнення дефолту, ґрунтуючись винятково на динаміці спредів на відсоткові ставки по зобов'язаннях певної країни. При цьому визначається критична точка як показник імовірності суверенного дефолту [19; 17]. Як альтернативний метод пропонується визначати ймовірність дефолту з огляду на спреди по кредитно-дефолтним свопам [15]. З метою оцінки ризику виникнення дефолту Камінські й Шумклер використовують дані про кредитні рейтинги. Падіння рейтингів, при цьому сприймаються як зростання ймовірності дефолту [31; 26].

Суверенні дефолти часто пов'язуються з іншими типами фінансових криз. У зв'язку із цим у деяких роботах досліджується можливість застосування індикаторів боргової кризи з метою пояснення причин виникнення й особливостей протікання валютних і банківських криз. Приміром, С.Раделет і Дж.Сакс, Д.Родрік й А.Веласко у якості визначальної події розглядають значні реверси у русі капіталу [38]. У роботах таких вчених як Дж.Франкел й А.Роуз, Ж.М. Мілесі-Ферретті та А.Разін, Е.Берг і К.Паттілло, М.Буссйер і К.Малдер валютна криза розглядається як найважливіша складова боргової [21; 34; 4]. К.Рейнхарт і Амаду Н.Р. Сай в основі свого дослідження використовують аналіз взаємозв'язку між виникненням дефолтів і валютними кризами [40; 43]. Боргові проблеми можуть знаходити прояви у різних формах, і тому цілий ряд сучасних наукових досліджень особливу увагу приділяли трактуванню самому поняттю боргової кризи.

Рейтингові агентства, як правило, концентрують увагу на аналізі ймовірності виникнення стану дефолту. Так, агенція «Moody's Investors Service» визначає дефолт суверенного емітента, як стан, що відповідає одній або двом з таких умов:

По-перше, відбулося порушення строків або затримка погашення відсотків та/або основної суми заборгованості, навіть якщо такий платіж з порушенням строків був здійснений у межах пільгового періоду, якщо такий передбачався договором.

По-друге, проводиться змушена реструктуризація заборгованості, що передбачає один з таких варіантів:

- емітент пропонує власникам облігацій нові цінні папери або пакет цінних паперів, що передбачають зменшення суми фінансового зобов'язання, таких як, наприклад, нові боргові інструменти з більше низькою купонною прибутковістю або номіналом;

- реструктуризація провадиться з очевидною метою сприяти позичальникові уникнути «більш серйозної» події - дефолту (порушення строків погашення відсотків і основної суми заборгованості).

Standard & Poor's аналогічно визначає дефолт як «порушення боржником первісно встановлених у борговій угоді строків погашення основної суми заборгованості або відсотків (у тому числі впродовж визначеного договором пільгового періоду)» [42]

Агенція відзначає що:

- емітент облігацій, векселів та інших боргових зобов'язань, виражених у місцевій або іноземній валюті, розглядається як такий, що перебуває у стані дефолту, якщо не був виконаний у строк запланований платіж у рахунок погашення заборгованості або ж, коли пропозиція про укладання нової боргової угоди, що передбачає реструктуризацію заборгованості містить менш сприятливі умови, ніж первісна угода.

- для банківських кредитів, коли або запланований платіж з обслуговування боргу не зроблений у встановлений строк або погоджена із кредиторами реструктуризація основної суми заборгованості та/або зобов'язань зі сплати відсотків передбачає менш сприятливі умови, ніж ті, що були передбачені первісною кредитною угодою. Подібні угоди з реструктуризації короткострокової й довгострокової заборгованості банківським установам розглядаються як такі, що відбуваються у стані дефолту, навіть у випадках, якщо з юридичної й регуляторної точки зору, кредитори змушені їх розглядати, як добровільні.

У цьому зв'язку ми вважаємо, що ототожнення боргової кризи, зі станом дефолту, не є обґрунтованим, оскільки таке визначення не враховує еволюцію сучасних фінансових ринків, а саме зростання ролі ринку облігацій.

На нашу думку боргову кризу слід визначати, як виникнення стану дефолту або коли спреди на облігації на вторинному ринку перевищують граничну величину. На практиці, деякими учасниками ринку часто застосовується гранична величина, яка складає 1000 базових відсоткових пункти [1].

Період дефолту вважається завершеним у випадку, якщо або у повному обсязі відновляються платежі в рахунок погашення боргу або було проведено узгоджену реструктуризацію заборгованості.

Детригіач і Спілімберго відзначають наявність боргової кризи, у випадку якщо виконується хоча б одна з наведених нижче умов:

- загальна сума прострочень погашення основної суми боргу й відсотків по зовнішніх зобов'язаннях комерційним кредиторам (банкам або власникам акцій), перевищують 5 відсотків сукупного комерційного боргу. Детригіач і Спілімберго стверджують, що 5-відсоткове мінімальне порогове значення важливе задля з метою виключення випадків, за яких частка зобов'язань, що перебувають у стані дефолту є незначною;

- укладена з комерційними кредиторами угода про реструктуризацію міститься у переліку, що наводиться у доповіді «Глобальний розвиток у сфері фінансів Світового банку». Такий критерій дозволяє віднести до країн, що перебуває в стані дефолту, держави, які завдяки реструктуризації зобов'язань до моменту фактичного оголошення дефолту технічно уникли прострочення погашення зобов'язань.

У результаті тестів на чутливість, Детригіач і Спілімберго також визначають мінімальний поріг по прострочених платежах у 15 відсотків обслуговування комерційного боргу. При цьому, оскільки в їхньому дослідженні аналізується стан дефолту винятково комерційних кредиторів, прострочення погашення або реструктуризація державної заборгованості не розглядається як кризова подія.

З метою відокремлення початку нової кризи від продовження попередньої Детригіач і Спілімберго роблять припущення, що, коли рівень простроченої заборгованості знижується нижче за 5-відсоткове граничне значення кризовий епізод вважається завершений. При цьому, кризи, що розпочинаються упродовж чотирьох років після закінчення попереднього епізоду, розглядають як продовження більше раннього випадку. Крім того, епізоди із труднощами з погашення зовнішніх боргів, які не викликають прострочень або реструктуризації, як то мексиканська криза 1995 року, не підпадають в їхнє визначення кризи. Зауважимо, що дослідники визначають лише чотири кризи у період 1994-98 рр. [16]

Чим більше доступу до ринків суверенних облігацій одержує країна, тим більше знижується питома вага заборгованості по отриманих банківських кредитах у сукупній зовнішній заборгованості. Це означає, що поняття дефолту може бути пов'язане як з обома формами боргових контрактів, так і з одним з них.

Інша думка полягає у тому, що звичайне визначення дефолту по облігаціях не повинне бути занадто вузьким, щоб охопити широкий діапазон труднощів з обслуговуван-

ням такої заборгованості, оскільки далеко не усі країни оголосили дефолт по їхніх іноземних облігаціях у період після 1994 р.

Анонімна структура ринків облігацій ускладнює переговорний процес з реструктуризації заборгованості по облігаціях у порівнянні з реструктуризацією банківських кредитів. У той же час перегляд умов боргових угод являє собою одну з розповсюджених кредитних подій для інших типів боргових контрактів, таких як банківські кредити і наче демонструють виникнення труднощів з обслуговуванням заборгованості [2].

Якщо обмежитися звичайним визначенням дефолту, через складності перегляду умов облігаційних позик, зростає ймовірність упустити важливі епізоди періоди труднощів з обслуговуванням боргу.

З метою вирішення цієї проблеми Андреа Пескаторі й Амаду Н. Р. Сай включають в аналіз додатковий ринковий показник, який характеризує проблеми з обслуговуванням заборгованості, що заснований на спредах по облігаціях суверенного боргу. Вони вважають, що боргова криза виникає за умов, коли або було досягнуто стан дефолту, за визначенням рейтингових агенцій (наприклад, S&P), або ж коли спреди на вторинному ринку по суверенних облігаціях перевищують граничне значення.

Очевидно, спреди по суверенних облігаціях, що номіновані в іноземній валюті, можуть бути частиною більше широкого набору показників макроекономічних або фінансових умов, які характеризують здатність і готовність суверенного позичальника погашати зовнішню заборгованість. У той же час застосування такого показника як спреди по суверенних облігаціях, з огляду на високу частоту і якість даних, а також простоту визначення моменту виникнення, тривалості й закінчення боргової кризи без сумніву має певні переваги.

Теоретична й емпірична література серед показників, що дозволяють прогнозувати виникнення суверенних дефолтів, насамперед, розглядає:

(1) індикатори ліквідності (відношення короткострокової заборгованості до резервів; обсяг короткострокової заборгованості, а також обсяг заборгованості, що підлягає погашенню та обсяги накопичених резервів);

(2) показники, що характеризують величину і структуру зовнішнього боргу;

(3) контрольні макроекономічні індикатори, що характеризують відкритість економіки, переоцінку реального валютного курсу тощо.

Грунтуючись на сучасних емпіричних і теоретичних дослідженнях можна виділити такі основні детермінанти криз заборгованості:

— індикатори платоспроможності, що характеризують здатність обслуговувати державний і зовнішній борг;

— індикатори ліквідності, такі як обслуговування короткострокової зовнішньої заборгованості і витрати з обслуговування зовнішнього боргу відносно обсягів резервів або експорту;

— індикатори валютної кризи (системи раннього попередження);

— волатильність зовнішньоекономічної кон'юнктури й оцінка частоти змін економічної політики;

— контрольні макроекономічні індикатори, що характеризують зростання економіки, інфляційні процеси, динаміку валютного курсу;

— індикатори, що характеризують політичну ситуацію і стан інституціональної сфери, що впливають на готовність держави погашати свою заборгованість..

Андреа Пескаторі й Амаду Н. Р. Сай дійшли висновку, що, у період 1975-2002 рр., показники платоспроможності (сукупний борг до ВВП) та індикатори ліквідності (відношення короткострокового боргу до обсягу резервів) є показовими для пояснення виникнення боргових криз, незалежно від розбіжностей у їхніх визначеннях. При цьому

до найбільш важливих індикаторів боргової кризи дослідники віднесли індикатори ліквідності (короткостроковий борг до резервів). Інші контрольні макроекономічні змінні, такі як темп зростання реального ВВП, реальний рівень інфляції, переоцінка реального валютного курсу, також як й показники відкритості (імпорт плюс експорт по ВВП) виявилися корисними для пояснення криз. Ринковий індикатор рівня інфляції виявився малоефективним [2].

Обмеження доступу до ресурсів світових ринків капіталу відіграла ключову роль у виникненні криз у країнах з ринками, що формуються. Саме у цих епізодах наочно виявилось таке явище, яке у сучасній науковій літературі зветься як «раптова зупинка» («Sudden Stop»).

Серед макроекономічних характеристик «раптових зупинок» слід, насамперед, назвати:

(1) виникнення реверсів у потоках міжнародного капіталу, що виявляються в раптових збільшеннях чистого експорту й позначаються на стані поточного балансу,

(2) зниження обсягів внутрішнього виробництва і завантаження виробничих потужностей,

(3) зміна у цінах на активи.

Г. Кальво ґрунтуючись на дослідженні вибірки, що включає 31 країну, що JP Morgan визначає як КРФ, дійшов висновку, що раптові зупинки супроводжуються значним й повільним падінням у обсягах виробництва [10; 11; 12].

Інші дослідники такі як Ж.М.Мілесі-Ферретті й А.Разін, використовуючи інше визначення раптової зупинки фактично дійшли до аналогічного опису цього явища [35].

Енріке Г. Мендоза у своїй статті показує, як кількісні прогнози, зроблені за допомогою DSGE-моделі, що враховує внутрішні обмеження заставного майна, узгоджуються з провідними особливостями раптових зупинок, у країнах з ринками, що формуються. Динаміка циклу ділової активності характеризується періодами експансії, у плінні яких відношення боргу до цін на активи зростає такими темпами, що зрештою, ціни досягають свого граничного значення. Це у свою чергу надає руху процесам Q – дефляції, що були описані у роботах Тобіна й керовані механізмом дефляції заборгованості, що досліджував Ірвінг Фішер. Механізм дефляції заборгованості у свою чергу викликає прискорене зниження доступу до кредитних ресурсів й падіння цін на заставні активи. Обмеження фінансування поточних активів, що накладається падінням вартості заставного майна у свою чергу викликає скорочення виробництва. Обмеження можливості залучення кредитних ресурсів викликає істотне посилення асиметричної реакції макроекономічних показників у відповідь на шоки. Як наслідок таких запобіжних заходів, як нагромадження резервів спостерігається зниження імовірності виникнення раптових зупинок, що у довгостроковому плані узгоджуються з нормальним циклом ділової активності [20].

Джошуа Айзенман, Мензі Д. Чінн, and Хіро Іто розробили методологію, що дозволяє на інтуїтивному рівні охарактеризувати вибір, зроблений країнами упродовж періоду після Бреттон-Вудса по відношенню до трилеми [29]. Перша частина роботи була присвячена аналізу позитивних аспектів трилеми, що визначають систему методів виміру ступеня волатильності валютного курсу, незалежність монетарної політики, й відкритості рахунка руху капіталу. Динаміка спеціального індексу «трилеми», розрахованого фахівцями, наочно демонструє, що з початку 1990-х років промислово розвині країни здійснювали політику спрямовану на прискорення процесів фінансової лібералізації і зниження рівня незалежності монетарної політики, що викликало різке збільшення стабільності валютних курсів. Із впровадженням євро наприкінці 1990-х років цей процес досяг своєї вищої точки. У той же час, незважаючи на те, що починаючи з 1970-х років багато країн усе у більшому ступені розширювали діапазони гнучкості валютних курсів, група країн, що

розвиваються, майже до 1990 року у якості пріоритету своєї політики обирали курсову стабільність. Починаючи з 2000-го року, три показники трилеми демонстрували наближення до середніх значень. Така динаміка свідчила про те, що в умовах політики керованої гнучкості й за умови використання значних обсягів накопичених міжнародних резервів у якості буферу, зберігався певний ступінь автономії монетарної політики. На основі розрахованих індексів Джошуа Айзенман, Мензі Д. Чинн та Хіро Іто провели тести на визначення лінійної залежності трьох складових трилеми: незалежності монетарної політики, стабільності валютного курсу, і фінансової відкритості. У результаті тестування вчені дійшли висновку, що зважена сума трьох показників трилеми зводиться до постійної величини, підтверджуючи тезу про те, що зростання величини змінної, що характеризує один з компонентів трилеми супроводжується зниженням зваженої суми величин інших двох змінних. Друга частина роботи розглядає регулятивні аспекти трилеми, взаємозв'язок вибору відповідної політики з макроекономічними наслідками, такими як волатильність показників обсягів виробництва, рівень інфляції тощо.

Основні висновки дослідження по відношенню до країн, що розвиваються, полягають у такому:

- більша стабільність валютного курсу передбачає високу волатильність обсягів виробництва, що може бути несуттєво пом'якшена накопиченими обсягами резервів;
- положення, яке деяким чином суперечить попереднім висновкам: стабільність валютного курсу асоціюється також з більшою волатильністю інфляції;
- значна грошово-кредитна автономія супроводжується більш високим рівнем інфляції.

Такі результати були отримані в результаті багатостороннього аналізу, на підставі одних даних по більш ніж 100 країнам за 37 років.

Крім того дослідники відзначили деякі важливі макроекономічні взаємозв'язки:

Так стабільність курсів валют країн, що розвиваються, супроводжується більш високою волатильністю темпів інфляції, у той час як більш високий рівень незалежності монетарної політики, швидше за все, знижує волатильність інфляції в експортоорієнтованих країнах.

У той же час країни з більш високим рівнем незалежності монетарної політики, звичайно, мають тенденцію випробувати більш високу інфляцію, що може свідчити про бажання країн монетизувати свою заборгованість. Існують також країни, де більш стабільний валютний курс супроводжується більш низькою інфляцією. Крім того, фінансова відкритість сприяє зниженню темпів інфляції. Такі результати, швидше за все свідчать про те, що глобалізація у порівнянні з незалежною монетарною політикою привносить більше дисципліни у керування макроекономікою.

На основі регресійного аналізу, Джошуа Айзенман, Менці Д. Чинн, та Хіро Іто дійшли висновку, що країни з більш твердим режимом фіксації валютного курсу мають тенденцію випробувати більш високу волатильність виробництва. При цьому, такий ефект може бути пом'якшений збільшенням накопиченого обсягу міжнародних резервів, який за їхніми розрахунками повинен складати не менш ніж 33% ВВП (перевищуючий середній рівень, у КНР упродовж 2002-2006 рр.) [29].

Отриманий результат надає вченим підстав припустити, що гнучкий режим валютного курсу найбільш ефективний під час керування волатильністю обсягами виробництва.

Література

1. Andrea Pescatori and Amadou N.R Sy. Are Debt Crises Adequately Defined? // IMF Staff Papers. - 2007. - Vol. 54, N2. - P. 326-328.

2. Andrea Pescatori and Amadou N,R Sy. Are Debt Crises Adequately Defined? //IMF Staff Papers. - 2007. –Vol. 54, N.2. –P. 306-337, 314 322.
3. Beers David T., and Ashok Bhatia. Sovereign Defaults: History // in Standard & Poor's Credit Week, 1999. - December 22. Beim, David O., and Charles W. Calomiris. - 2001. Emerging Financial Markets, (New York: McGraw-Hill/Irwin).
4. Berg Andrew and Catherine Pattillo. Are Currency Crises Predictable? A Test // IMF Staff Papers. – 1999. - Vol. 46, June. - P. 107-138.
5. Bernanke B. Global Imbalances: Recent Developments and Prospects // Speech delivered at Bundesbank Berlin. - 2007. - September 11.
6. Bernanke Ben S., and Mark Gertler. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations // American Economic Review. - 1989. - №79. - P.14-31.
7. Bernanke Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist. The Financial Accelerator and the Flight to Quality // Review of Economics and Statistics. - 1996. - №78. - P.1-15.
8. Bernanke Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework // in John B. Taylor and Michael Woodford, eds., Handbook of Macroeconomics. - 1999. - Vol. 1, part 3. Amsterdam: North-Holland: 1341 93.
9. Bussiere Matthieu, and Christian Mulder. External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion //IMF Working Paper. - 1999. –N 99/88.
10. Calvo, Guillermo A. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops //Journal of Applied Economics. – 1998.- v.1. – P. 35-54.
11. Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises // Working Paper. – 2006. –N 570.
12. Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart. When Capital Inflows come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. - mimeo, University of Maryland, 1999.
13. Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff. The Aftermath of Financial Crises // NBER Working Paper. - 2009. - N 14656. - January. - P.2
14. Catao Luis, and Bennett Sutton. Sovereign Defaults: The Role of Volatility // IMF Working Paper . – 2002. - №02/149
15. Chan-Lau Jorge. Anticipating Credit Events Using Credit Default Swaps, with an Application to Sovereign Debt Crises // IMF Working Paper. – 2003. - N 03/106
16. Detragiache, Enrica, and Antonio Spilimbergo. Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation //IMF Working Paper . –2001. – 01/2 .
17. Duffie Darrell, and Kenneth J. Singleton. Credit Risk: Pricing, Measurement, and Management // Princeton, New Jersey, Princeton University Press. – 2003.
18. Eaton Jonathan, and Raquel Fernandez. Sovereign Debt // NBER Working Paper. – 1995. - №5131;
19. Edwards, Sebastian. LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976-80 // American Economic Review. – 1984. - Vol. 74, September. - P. 726- 734;
20. Enrique G. Mendoza. Sudden Stops, Financial Crises and Leverage: A Fisherian Deflation of Tobin's Q // NBER Working Paper . –2008. –No. 14444, October.- P.22
21. Frankel Jeffrey A., and Andrew K. Rose. Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment // Journal of International Economics. – 1996. - Vol. 41, November. – P. 351-366
22. Frederic S. Mishkin. Is Monetary Policy Effective During Financial Crises? // NBER Working Paper. - 2009. - N 14678, January. - P.3-4 , 11
23. Hemming Richard, and Murray Petrie. A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability // IMF Working Paper. – 2002. – №02/52;

24. Hemming Richard, and Nigel Chalk. Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice // IMF Working Paper. - 2000. – №00/81.
25. Hemming Richard, Michael Kell, and Axel Schimmelpfennig. Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies // IMF Occasional Paper. - 2003. - N 218.
26. Hu Yen-Ting, Rudiger Kiesel, and William Perraudin. The Estimation of Transition Matrices for Sovereign Credit Ratings // unpublished; London, Bank of England. - 2001.
27. Hunt Chris. Financial Turmoil and Global Imbalances: The End of Bretton Woods II? // Reserve Bank of New Zealand Bulletin. – 2008. - Vol. 71, №3. - P.45-55. <http://www.rbnz.govt.nz/research/bulletin/20072011/2008sep713hunt.pdf>
28. Joshua Aizenman and Yothin Jinjarak .Current Account Patterns and National Real Estate Markets // NBER Working Paper. - 2008. - N13921, April. - Revised October 2008 - P.20
29. Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, and Hiro Ito. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time // NBER Working Paper . -2008 . -N14533, December. – P.27
30. Joshua Aizenman. On the Paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy; International Reserves and the Crisis: a Reassessment // NBER Working Paper. – 2009. - N 14779, March. - P.16-17
31. Juttner, Johannes D., and Justin McCarthy. Modelling a Ratings Crisis // unpublished; Sydney, Australia, Macquarie University. - 1998.
32. Krugman Paul. Depression Economics Returns // New York Times. - 2008. - November 14.
33. Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, and Peter M. Garber. Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System // NBER Working Paper. - 2009. - N 14731, February. - P.10
34. Milesi-Ferretti Gian Maria, and Assaf Razin. Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities // IMF Working Paper. - 1998. – N 98/89.
35. Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Assaf Razin. Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities // Chicago: University of Chicago Press. – 2000.
36. Moody's Investors Service. Sovereign Bond Defaults, Rating Transitions, and Recoveries (1985-2002) // Special comments. – 2003. – February. - P. 2-52.
37. Paolo Manasse, Nouriel Roubini, and Axel Schimmelpfennig. Predicting Sovereign Debt Crises // IMF Working Paper. - 2003. - November. - P.4-5.
38. Radelet Steven, and Jeffrey Sachs. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects // Brookings Papers on Economic Activity: 1 (Brookings Institution). - 1998. - P. 1-90.
39. Reinhart Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. The Aftermath of Financial Crises // NBER Working Paper. - 2009. - N14656, January.
40. Reinhart Carmen M. Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings // NBER Working Paper. – 2002. - N8738
41. Reinhart Carmen M. Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings // The World Bank Economic Review. - Vol. 16, N2. - P. 151-170.
42. Standard and Poor's. Sovereign Defaults: Moving Higher Again in 2003? - 2002. - September 24.
43. Sy, Amadou N.R. Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises? // Journal of Banking and Finance. – 2004. - Vol. 28, November. - P. 2845-2867.
44. Вавилов А., Ковалишин Е. Проблемы реструктуризации внешнего долга России: теория и практика // Вопросы экономики. – 1999. – № 5.
45. Вавилов А., Ковалишин Е. Принципы государственной долговой политики. // Вопросы экономики . – 2001. – №8.
46. Вавилов А., Поманский А. и др. Финансовый кризис и государственный долг. М., 1999.

47. Вавилов А., Трофимов Г. Стабилизация и управление государственным долгом // Вопросы экономики. – 1997. – № 12.
48. Голубовский В., Поманский А. Простая динамическая модель роста с кредитным механизмом // Экономика и математические методы. – 1994. – № 3.
49. Илларионов А. Экономическая политика в условиях открытой экономики со значительным сырьевым сектором // Вопросы экономики. – 2001. – № 4.
50. Ковалишин Е. Модели долговых институтов в условиях симметрии и асимметрии информации. // М.: Институт финансовых исследований. – 2002. – Деп. в ИНИОН РАН № 57213.
51. Ковалишин Е., Поманений А. Влияние неопределенности на структуру государственного долга // Экономика и математические методы. Т. 38. – 2002. – № 4.
52. Трофимов Г. Был ли российский государственный долг финансовой пирамидой? // Вопросы экономики. – 1999. – № 5.