

В. В. Козюк

МАКРОФІСКАЛЬНІ ФАКТОРИ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Зростання державного боргу в сукупності зі значними неявними зобов'язаннями перетворюється на джерело глобальної нестабільності. Низькі процентні ставки поки що дають змогу суміщати заходи фіскального активізму з помірним тягарем процентних виплат. Однак у міру збільшення державного боргу в глобальній економіці розширюватиметься діапазон спредів на тлі невизначеності щодо економічного зростання. В умовах колективного фіскального шоку наближення до боргового ліміту може виявитись швидшим і непомітнішим. За низьких процентних ставок ефект витіснення трансформується, відображаючи підвищення залежності вартості активів від кредитування останньої інстанції. Зі зростанням державного боргу в розрізі країн фрагментація фінансових ринків посилює негативні ефекти переливу та спекулятивні очікування. З огляду на тісний зв'язок між суверенними й приватними спредами дестабілізація глобальної фіскальної ситуації породжуватиме витіснення приватних інвестицій у тих країнах, які не можуть розраховувати на масштабну підтримку ліквідності з боку центрального банку. Фіскальна інфляція маскується в глобальних монетарних взаєминах, унаслідок чого макрофінансові ліміти монетарного підтримання суверенної платоспроможності значно більше прив'язані до коливання вартості активів та цін на первинні ресурси. В умовах глобальної боргової нестабільності країни з ринками, що формуються, повинні проводити політику створення завбачливого фіскального простору. Тим із них, де слабкі інститути, слід обирати стратегію збалансованого бюджету, оскільки вони найбільше вразливі до макрофінансових шоків, а кейнсіанські ефекти стимулювання погугу в таких країнах є дестабілізуючими.

Ключові слова: державний борг, макрофискальна нестабільність, ефект витіснення, суверенна платоспроможність, спреди, борговий тягар.

Табл. 2. Рис. 1. Літ. 28.

В. В. Козюк

МАКРОФИСКАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ ГЛОБАЛЬНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Рост государственного долга в совокупности с неявными обязательствами превращается в источник глобальной нестабильности. Низкие процентные ставки пока позволяют совмещать фискальный активизм с незначительным бременем процентных платежей. Однако по мере увеличения государственного долга в глобальной экономике будет расширяться диапазон спредов в связи с неопределенностью относительно темпов экономического роста. В условиях коллективного фискального шока приближение к долговому лимиту может быть более быстрым и незаметным. При низких процентных ставках эффект вытеснения трансформируется, отражая повышение зависимости стоимости активов от кредитования последней инстанции. При увеличении государственного долга в разрезе стран фрагментация финансовых рынков усиливает негативные эффекты перелива и спекулятивные ожидания. Ввиду тесной связи между суверенными и частными спредами дестабилизация глобальной фискальной ситуации порождает вытеснение частных инвестиций в тех странах, которые не могут рассчитывать на масштабную поддержку ликвидности со стороны центрального банка. Фискальная инфляция маскируется в глобальных монетарных отношениях, вследствие чего макрофинансовые лимиты монетарной поддержки суверенной платежеспособности в большей мере привязаны к колебаниям цен на активы и сырье. В окружении глобальной долговой нестабильности страны с формирующимися рынками должны проводить политику упреждающего создания фискального пространства. Тем из них, где слабые институты, следует выбирать

© Козюк В. В., 2014

стратегію сбалансованого бюджету, поскольку именно они в наибольшей мере уязвимы к макрофинансовым шокам, а кейнсианские эффекты стимулирования спроса в таких странах являются дестабилизирующими.

Ключевые слова: государственный долг, макрофискальная нестабильность, эффект вытеснения, суверенная платежеспособность, спреда, долговое бремя.

Viktor Koziuk

MACRO-FISCAL FACTORS OF GLOBAL INSTABILITY

Public debt increase together with large contingent liabilities is becoming a source of global instability. Low global interest rates still allow to combine the measures of fiscal activism with moderate burden of interest payments. However, the scope of spreads under uncertainty of future economic growth expands as public debt in global economy increases. Approaching to debt limits may become faster and more invisible in terms of collective fiscal shock. Under low interest rates, exclusion effect transforms reflecting an increase of dependence of assets value from crediting of ultimate authority. Fragmentation of financial markets enhances negative spillovers and speculative expectations as public debt increases among countries. Taking into account a tight link between sovereign and private spreads, global fiscal destabilization will trigger exclusion of private investments in countries that cannot count on vast liquidity support from a central bank. Fiscal inflation disguises in global monetary relations due to which macrofinancial limits of monetary support of sovereign solvency are much stronger tied to volatility of assets value and prices on primary resources. Under global fiscal instability, countries with emerging markets have to pursue the policy of creation of provident fiscal space. Emerging markets countries with weak institutions should choose the strategy of balanced budget, since they are the most vulnerable to macrofinancial shocks, and Keynesian demand effects are destabilizing in these countries.

Keywords: public debt, macrofiscal instability, crowding out effect, sovereign creditworthiness, spreads, public debt burden.

JEL classification: E62, F30, F34, F62, F65.

Активні заходи з подолання глобальної фінансової кризи вказують на збільшення розриву між очікуваними наслідками масштабних стабілізаційних акцій та фактичними проблемами в глобальній економіці, котрі залежно від ракурсу аналізу чи теоретичних преференцій кваліфікуються як повторна рецесія, глобальна пастка ліквідності тощо. У міру зниження чутливості економічного зростання у світі до дій зі стимулювання сукупного попиту стають дедалі помітнішими обмеження економічної політики, що ґрунтується на припущеннях про реанімаційну здатність збільшення витрат. Драматизм ситуації дедалі більше вказує на те, що за початковим порівняно позитивним реагуванням сукупної пропозиції на стабілізаційні заходи йде невизначеність щодо подальшого стимулювання економіки, окремі структурні характеристики якої вже змінилися. Масштаби збільшення балансів провідних центробанків та рівень нагромадженого державного боргу у світі свідчать, що сьогодні глобальна економіка розвивається в іншому режимі набору структурних характеристик, ніж видавалося тоді, коли заходи з подолання наслідків кризи зберігали ознаки функціонального традиціоналізму.

Однією з найбільших проблем глобальної економіки є відсутність чітких уявлень про довгострокові наслідки специфічної антикризової мікс-політики у вигляді поєднання "кількісних пом'якшень" зі значним тягарем державного боргу. Досвід Японії (так звана абеноміка) не вказує на те, що результат є

переконливо позитивним. Хоча в більшості країн ЄС формується дещо відмінна модель мікс-політики, ніж у США та Японії, зростання державного боргу в найрозвинутіших країнах сягнуло межі, за якою подальше дефіцитне стимулювання виходу з рецесії породжуватиме сумніви в борговій стійкості, а програми економії та зниження боргового навантаження поглиблюватимуть рецесію. Із певним поліпшенням ситуації на боргових ринках Європейської валютної системи фіскальна криза розвинутих країн уже не так гостро сприймається як продовження фінансової кризи, проте світ лише починає наражатися на небезпеку поглиблення глобальної макрофіскальної нестабільності. Це пов'язано як зі стрімким нагромадженням державного боргу, так і з вичерпністю можливостей створення сприятливих умов ліквідності на боргових ринках, що актуалізує зазначене дослідження.

У більшості праць, присвячених макрофіскальним аспектам глобальної фінансової кризи, порушується питання адекватності траєкторії державного боргу до та після стресу 2007—2008 рр., зокрема стверджується, що швидкість нагромадження державного боргу пов'язана із завищеним його рівнем уже на момент прояву дестабілізації фінансової системи [1—3]. Аналіз макрофіскальних детермінант нестабільності у світі сконцентровано на зоні євро, де боргова криза супроводжується проблемою асиметричного відновлення конкурентоспроможності, повернення до внутрішнього й зовнішнього балансу багатьох країн та спекуляціями на тему резервних перспектив спільної європейської валюти [4—7]. Хоча аналіз боргової нестабільності в зоні євро передбачає можливості для більш загальних міркувань щодо специфічної ролі мікс-політики у світі із загостреною глобальною конкуренцією (передусім ідеться про зв'язок між суверенною платоспроможністю та гнучкістю валютного курсу), поширення на світ у цілому висновків стосовно макрофіскальної вразливості інтеграційного об'єднання є не зовсім адекватним¹.

Головним при цьому є те, що з огляду на низку подібних структурних характеристик більшість розвинутих країн об'єднуються дією спільних детермінант явної відсутності способу розв'язання проблеми подальшого зростання державного боргу незалежно від режиму валютного курсу. Отже, наразі немає підстав стверджувати, що вже в короткостроковій перспективі проблема державного боргу буде розв'язана. Теперішні рівні нагромадженого боргу не є унікальними, але відомі заходи з його зменшення навряд чи акцептабельні й

¹ Наприклад, П. Кругман наголошує на проблемі відсутності кредитування останньої інстанції та такого механізму адаптації, як валютний курс, що, власне, й поглиблює кризу в ЄВС (див.: *Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises : Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Washington, D. C., November 7—8, 2013 / P. Krugman ; IMF. — P. 1—35*). Альтернативна позиція передбачає, що пристосування до шоків глобальної конкурентоспроможності через канал внутрішньої девальвації може мати кращі алокаційні та проінноваційні наслідки (див.: *Maurel M. Keynesian and Austrian Perspectives on Crisis, Shock Adjustment, Exchange Rate Regime and (Long-Term) Growth / M. Maurel, G. Schnabl // GFinM Working Papers. — 2011. — No. 18. — P. 1—24*).

ефективні, з імплементаційної точки зору, в сучасній глобальній економіці, зокрема з огляду на ключову роль контролю процентних ставок у випадках істотного скорочення суверенної заборгованості [8–11].

У сучасній економічній літературі простежується доволі чіткий зв'язок рівня нагромадженого боргу з макроекономічною нестабільністю. По-перше, згідно з висновками ряду вчених відсутність переконливих ознак зламу траєкторії нагромадження державного боргу вже сама по собі загрожує макроекономічній стабільності через поглиблення невпевненості як у суверенній платоспроможності, так і в напрямках фіскальної політики в майбутньому [12–16]. По-друге, більшість розвинутих країн перетнула порогове значення державного боргу, не поєднуюване з економічним зростанням [17–19]. Відсутність останнього вкрай негативно впливає на очікування майбутньої платоспроможності, внаслідок чого спреди стають чутливими не тільки до рівня самого боргу, а й до ступеня прогнозованості спроможності країни пристосуватися до тягара боргових виплат. Хоча дискусії стосовно економічного змісту таких порогових значень тільки починаються, окремі вчені зазначають, що реальний поріг негативного впливу державного боргу на зростання економіки становить не 80–100 %, а 30 %, і це аж ніяк не втішний висновок [20]. По-третє, зі зростанням значення боргового фактора фінансової нестабільності та з огляду на тісний зв'язок між суверенними й банківськими спредами у світлі європейської фіскальної кризи надійність і еластичність фінансової системи вже не може розглядатися поза урядовою платоспроможністю. Ефект добробуту, портфельні ефекти, якість капіталу, застави та загальний рівень невизначеності щодо структури якості активів тощо є каналами, котрі дуже жорстко пов'язують боргову стійкість та фінансову стабільність у сучасному світі. Звідси чим більше провідні країни занурюватимуться в боргову пастку, тим волатильнішою буде ситуація на фінансових ринках [21].

Утім, більшість зазначених розвідок розглядають проблему боргового перенапруження в глобальній економіці з національно-центричних позицій. Дослідники, котрі роблять акцент на тому, як стабілізаційні заходи, зокрема підтримка суверенних боргових ринків у рамках програм кількісного пом'якшення, відновлюють так зване фіскальне домінування, недостатню увагу приділяють питанням викривлень у мікс-політиці у світлі обмежень монетарної експансії у вигляді нестабільності ринків активів і цін на сировину. Процентні ставки визнаються “жертвою” суверенної платоспроможності в ракурсі аналізу монетарних факторів підтримання боргової стійкості [22]. При цьому традиційний аналіз фіскальної експансії в міжнародному контексті здебільшого спирається на глобальний ефект витіснення (зростання процентних ставок під впливом збільшення державних запозичень у одній із великих економік призводить до скорочення інвестицій у всьому світі) [23] або на негативні ефекти переливу у вигляді змін у потоках капіталу і структурі портфелів

унаслідок зрушень у співвідношенні дохідності й ризику в розрізі країн, що належать до різних класів позичальників [24].

Варто наголосити, що нагромадження державного боргу видозмінює традиційну схему ефекту витіснення, а нестабільність на ринках активів та монетарні конфлікти довкола вибору між інфляційними цілями й пріоритетами підтримання фінансової стабільності можуть виступити потужними факторами швидкої зміни ринкових очікувань, яка становить серйозну загрозу для глобальної економіки через високий рівень боргового тягаря та значні політико-економічні втрати, пов'язані з його зниженням. Аналогічно глобально-центричний аналіз боргової нестабільності повинен врахувати висновки фіскальної теорії інфляції про ендогенний характер останньої щодо рівня суверенної платоспроможності [25] у екстраполяції на те, як підтримка ліквідності може перерости в інфляцію цін активів. Саме комплекс проблем, пов'язаних із макрофіскальними аспектами глобальної нестабільності, є предметом нашого дослідження.

Чи не найбільшою загрозою для глобальної макрофіскальної стабільності є відсутність чітких ознак того, що вже в середньостроковій перспективі рівень державного боргу буде стабілізований, а рішення щодо бюджетів багатьох розвинутих країн стануть передбачуваними. Як видно з табл. 1, за базового сценарію розвитку ситуації рівень державного боргу в розвинутих країнах швидко вийде за межі, поєднувані із суверенною платоспроможністю, а стабілізація й зниження державного боргу потребуватимуть чималих зусиль щодо реалізації програм фіскальної консолідації. Висновки про те, що без реформ у напрямку зниження тиску на видаткову частину бюджетів та повернення до фіскальної стриманості траєкторія зростання державного боргу стане експоненціальною [12], підкреслюють генерування цілого ряду каналів актуалізації нестабільності глобального рівня, таких як хибні уявлення про відстань до боргового ліміту; трансформація глобального ефекту витіснення; глобальна інфляція; нестабільність ринкових портфелів, потоків капіталу та ринкова волатильність; зміна структури глобальних монетарних взаємовідносин.

Одним із найвразливіших місць глобальної макрофіскальної ситуації слід визнати наближені до нуля процентні ставки, котрі, однак, не гарантують аналогічної поведінки спредів. Так, зростання державного боргу у світі, й передусім у розвинутих країнах, супроводжується досить повільним підвищенням процентного тягаря (за винятком низки країн, де перед кризою рівень боргу уже був високим). При цьому значне зовнішнє володіння борговими інструментами розвинутих країн відображає те, наскільки реалізація масштабної пропозиції державних облігацій можлива з огляду на переваги поточного статусу високоякісних активів. Завдяки глобально заниженим процентним ставкам та агресивній політиці підтримання ліквідності з боку центробанків уряди стикаються з доволі м'якими бюджетними обмеженнями. Відсутність

Таблиця 1. Прогнозні траєкторії чистого державного боргу до ВВП у розрізі альтернативних сценаріїв 2010—2035 рр.

Країни	Сценарій	2010	2015	2020	2025	2030	2035
США	Базовий	65	86	99	120	153	213
	Поступове пристосування (4,3 % у 2016—2020 рр.)	65	86	82	70	57	43
	Раптове пристосування (12,7 % у 2026 р.)	65	86	99	120	82	43
Країни зони євро	Базовий	67	73	76	85	102	133
	Поступове пристосування (0,4 % у 2016 р.)	67	73	69	65	60	55
	Раптове пристосування (6,2 % у 2026 р.)	67	73	76	85	69	55
Японія	Базовий	121	153	183	225	286	386
	Поступове пристосування (11,3 % у 2016—2027 рр.)	121	153	165	152	120	85
	Раптове пристосування (23,2 % у 2026 р.)	121	153	183	225	157	85
Розвинуті країни	Базовий	67	81	90	106	132	178
	Поступове пристосування (2,6 % у 2016—2018 рр.)	67	81	76	67	58	48
	Раптове пристосування (20,0 % у 2026 р.)	67	81	90	106	77	48
Країни з ринками, що формуються	Базовий	27	26	24	25	30	40
	Поступове пристосування (-0,8 % у 2016 р.)	27	26	27	28	29	30
	Раптове пристосування (7,0 % у 2026 р.)	27	26	24	25	25	30
Світ загалом	Базовий	54	59	61	67	78	98
	Поступове пристосування	54	59	54	48	43	38
	Раптове пристосування	54	59	61	67	50	38

Джерело: Gagnon J. The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy / J. Gagnon, M. Hinterschweiger ; Peterson Institute for International Economics. — Washington, D. C., 2011. — P. 41.

еластичності в реакції спредів на зростання державної заборгованості можна вважати проявом як традиційної проблеми нелінійних ефектів фіскальної політики, так і того, що для стрибкоподібного підвищення чутливості надбавок за ризик бракує певного тригера, котрим може бути потужна зміна конкурентних умов на глобальному борговому ринку. Порівняна легкість, з якою уряди нарощують державний борг тривалий час, може швидко перерости в раптову втрату довіри до суверенної платоспроможності, незважаючи на те, що між здатністю до акумулювання нових зобов'язань під час і після кризи та стартовим рівнем боргового тягаря існує чіткий обернений зв'язок. Фетиш японського досвіду робить більшість розвинутих країн заручницями хворобливого бажання продемонструвати, що їхній борговий ліміт перебуває десь дуже далеко, надаючи можливість ринкам перманентно помилятися з приводу

стабілізаційної ефективності кожного наступного раунду фіскальної експансії кейнсіанського типу на основі спекуляції з вразливістю програм фіскальної консолідації, котрі не користуються довірою.

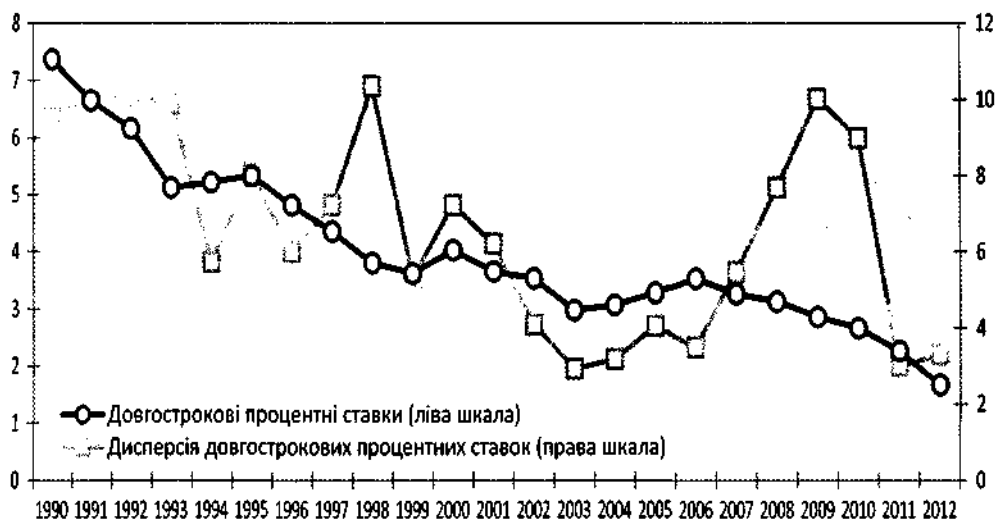
Зниження ефективності стимулювання сукупного попиту мірою зростання державного боргу, що є досить добре задокументованим феноменом [26], призводить до того, що в разі посилення політико-економічних ризиків програм економії інститути демократії втрачають імунітет від Понзі-ігор. Якщо економічні агенти оцінюють майбутню платоспроможність, беручи до уваги неявні зобов'язання (наприклад, пов'язані зі старінням населення), то боргова політика типу Понзі-гри виникатиме вже тоді, коли уряд не так нарощує державний борг, як не може досягти й підтримувати первинний профіцит, що гарантує очікуване зменшення боргового тягаря в репрезентативній перспективі. А низькі реальні ставки перетворюються на анестезію боргової експансії.

Збільшення неявних зобов'язань, відбиваючи глобальне старіння населення, супроводжується зростанням державного боргу. Проблема полягає в тому, що воно має колективний характер, а не індивідуальний. Тобто фіскальна реакція на структурні зрушення в композиції майбутніх публічних видатків виглядає як глобально-центричний шок, наслідком котрого буде поступове зниження відносної глобальної вартості активів. Це відбуватиметься тому, що збільшення майбутніх зобов'язань матиме колективний характер. У разі виключно індивідуальних змін величини очікуваного боргового тягаря ймовірнішим є розширення спредів. Колективний ефект теж заохочуватиме їх розширення, але на тлі депресивного впливу на глобальну економіку з боку асиметричного зростання боргового тягаря.

Про серйозність окресленої проблеми свідчить той факт, що старіння населення характерне не лише для розвинутих країн. Так, індекс непрацездатності населення (*dependency ratio*)¹ в розвинутих країнах у 1960 р. становив 13 %, у 2005 р. — 24 %, а у 2050 р. він очікується на рівні 56 %. Для решти країн світу цей показник становить відповідно 7, 8 і 24 % [27, с. 4]. Погіршення вікової структури населення означає, що в майбутньому швидкість наближення до боргового ліміту буде значно вищою, а відсутність корекції фіскальної стратегії найближчим часом спричинить невпевненість у суверенній платоспроможності незалежно від рівня процентних ставок. І навпаки, низькі реальні ставки відтермінують необхідність глобальної фіскальної консолідації.

Ще одним серйозним наслідком низьких процентних ставок є спотворення в актуалізації ефекту витіснення та його глобального виміру. У світлі кейнсіанського алярмізму з приводу проблеми процентних ставок, наближених до нуля, питання деструктивних наслідків для економіки з боку фіскального активізму потребує неортодоксального пояснення. Прояв глобальних і національних

¹ Індекс непрацездатності населення — показник, що відображає співвідношення між населенням віком 65 років і старше та населенням віком від 15 до 64 років.



Джерело: побудовано на основі статистичних даних ОЕСР (<http://www.oecd.org>).

Рисунок. Довгострокові процентні ставки в розвинутих країнах, 1990–2012 рр., %

ефектів витіснення, з огляду на тенденцію падіння процентних ставок (рисунок), видається незначним, оскільки ключовий механізм цих ефектів — підвищення ставок — скоріше демонструє дію в протилежному напрямку.

На рисунку простежується чітка тенденція зниження довгострокових процентних ставок у середньому по розвинутих країнах, яке за боргової експансії не може безпосередньо вказувати на витіснення приватних інвестицій унаслідок погіршення умов запозичень для приватного сектору. Водночас дані табл. 2 дають підстави для висновку, що боргова експансія призводить до істотних зрушень у глобальних портфелях активів.

Найскладнішим у виявленні конкуренції між суверенними й приватними позичальниками за кошти на ринку капіталів є те, що глобальний цикл вартості активів та кредитний цикл зміщують співвідношення наведених у табл. 2 показників угору. Особливо це стосується світу загалом, більшості розвинутих

Таблиця 2. Співвідношення приватних і суверенних боргових паперів

Країни	2001	2003	2005	2007	2009	2011
Світ загалом	0,89	1,57	1,56	1,79	1,53	1,20
США	0,91	3,18	3,02	3,53	2,34	1,62
Країни зони євро	1,27	1,45	1,65	2,02	2,18	1,82
Японія	0,30	0,36	0,31	0,29	0,23	0,20
Великобританія	2,90	3,68	2,73	3,21	2,80	1,999
Країни з ринками, що формуються	0,54	0,65	0,55	0,59	0,56	0,75

Джерело: розраховано на основі даних IMF Global Financial Stability Report за відповідні роки (<http://www.imf.org>).

країн і країн із ринками, що формуються, де таке співвідношення зросло точно в межах глобального фінансового циклу 2001—2007 рр. Масштабне нарощення державного боргу в розвинутих країнах після кризи таки призвело до зламу тренду співвідношення приватних і суверенних боргових паперів. В умовах зниження довгострокових процентних ставок (див. рисунок) подібні глобальні портфельні зрушення вказують не так на канонічний ефект витіснення, як на заміщення позикової активності в приватному секторі борговою експансією публічного сектору. На користь зазначеного свідчить, зокрема, те, що величина цього співвідношення станом на 2011 р. не впала нижче за рівень 2001 р. для світу загалом, США та зони євро. Проте зменшення цього співвідношення в Японії, котре триває, та його істотне зниження у Великобританії вказують на те, що затяжний фіскальний дисбаланс (Японія) чи стрімке зростання державного боргу (Великобританія) негативно впливають на приватні запозичення.

Із зазначеного можна зробити висновок, що подальший фіскальний активізм рано чи пізно породжуватиме ефект витіснення навіть на тлі спадної тенденції щодо довгострокових процентних ставок. Особливо небезпечно це в умовах, коли епіцентром кризи стає фінансовий сектор. Збільшення публічних запозичень для програм підтримки фінансового сектору зумовлює негативні очікування, коли занижені ставки штовхають до ризикової поведінки та нестандартних портфельних рішень, позбавляючи позичальників із реального сектору можливостей доступу до ринку капіталів не тому, що фінансові установи неліквідні, а тому, що вони розраховують на подальші ін'єкції ліквідності, оскільки попередні не сприяють реанімації кредитів приватному сектору. Хоча рівень державного боргу в багатьох розвинутих країнах за останніх п'ять років майже подвоївся, співвідношення приватних і суверенних боргових паперів не змінилося подібним чином, оскільки під час попереднього фінансового циклу воно встановилося на високій позначці. Різні акції неконвенціональної монетарної політики також сприяють підтриманню ліквідності на ринках капіталів, маскуючи масштаби витіснення приватних інвестицій.

Водночас глобалізація ефекту витіснення трансформується внаслідок підвищення кореляції спредів приватних і суверенних позичальників за паралельного розширення діапазону коливання спредів у моменти найвищої ескалації на фінансових ринках. Дані рисунка однозначно вказують на те, що стрибок дисперсії спредів довгострокових процентних ставок для розвинутих країн чітко локалізується в моменти фінансових потрясінь. А під час глобальної фінансової кризи відбувся найбільший і найдовший стрибок дисперсії процентних ставок за останніх 20 років. Теоретично можна вважати, що ставлення до ризику та глобальні монетарні умови є вагомішими факторами цінової дискримінації позичальників, ніж, наприклад, фіскальні дисбаланси. Проте розширення варіації спредів посилює фрагментацію фінансових

ринків, унаслідок чого трансформується алгоритм макрофіскальної нестабільності глобального рівня.

Первинний стрибок дисперсії спредів зумовлює поділ на “тихі гавані” та “ризикові інструменти”. Зміщення попиту на інструменти так званих тихих гаваней у глобальних масштабах призводить як до спекулятивної затримки в корекції спредів решти країн світу, так і до послаблення бюджетних обмежень для глобальних позичальників, котрі мають стереотипно високий рейтинг. Невпевненість у платоспроможності “тихої гавані” насправді веде до вторинного стрибка дисперсії процентних ставок, адже її домінуюча позиція та низька взаємозамінність її боргових зобов'язань переважають, а невизначеність “експортується” та перекладається на решту країн світу. Так, складнощі з бюджетними переговорами у США в 2011 і 2013 рр. щодо ліміту державного боргу значно більше вдарили по “третьох” країнах через спекулятивну реакцію спредів. Завдяки цьому м'які бюджетні обмеження “тихої гавані” уможливають її надзапозичення, поступово підштовхуючи до вичерпання фіскального простору, що призведе до посилення нестабільності та витіснення з ринку позичальників із країн, на які ринки перекладають тягар невизначеності. Ця закономірність ставатиме дедалі небезпечнішою, спричиняючи подальшу глобалізацію факторів впливу на процентні ставки та консервування залежності ліквідності ринків від неконвенціональних монетарних заходів провідних центробанків¹.

Ще одним, часто непомітним, джерелом глобальної фіскальної нестабільності є значне подовження лагу між нагромадженням державних боргів і посиленням нестабільності на боргових ринках. Програми активної підтримки державних облігацій, які реалізуються провідними центробанками, насправді тільки емітують розширення фіскального простору. Неконвенціональні заходи монетарної політики підвищують чутливість суверенної платоспроможності до шоків процентних ставок. Утім, механізм взаємодії монетарної та фіскальної політик істотно викривлюється через систему глобальних монетарних взаємин. Підтримка боргових ринків має асиметричний характер, і в короткостроковому періоді виграшними виглядають ті країни-позичальники, котрі можуть запропонувати глобальним інвесторам своєрідні послуги. До речі, кредитування останньої інстанції, особливо якщо воно може здійснюватися в глобальних або регіональних масштабах, на сьогодні перетворилося на таку послугу.

Однак підтримка ліквідності боргових ринків, як складова неконвенціональних монетарних заходів, породжує серйозніші проблеми. По-перше, експансія ліквідності в розвинутих країнах швидко перерозподіляється на користь

¹ Хоча в найдраматичніші моменти фінансової нестабільності ринки більш виражено ранжують позичальників за критерієм суверенного ризику, вплив на процентні ставки в розрізі країн глобальних монетарних і фіскальних факторів тільки посилюється (див.: *Dell'Erba S. Does Fiscal Policy Affect Interest Rates? Evidence From A Factor-Augmented Panel / S. Dell'Erba, S. Sola // IMF Working Paper. — 2013. — No. 159. — P. 1—43*).

збільшення володіння валютними резервами в решті країн світу. По-друге, такі додаткові послуги дають змогу відкладати наближення до боргового ліміту та заохочувати домінування тих позичальників, котрі вже нагромадили значні борги й щодо яких ринок не може вдатися до відчутної цінової корекції саме через політику центробанку та зовнішній попит у рамках управління резервними активами. По-третє, асиметричні можливості підтримувати ліквідність боргових ринків також породжують додаткові переливи капіталів у пошуках оптимального боргового портфеля, структуру якого важко підібрати в умовах наростання невизначеності. По-четверте, механізм ринкової дисципліни зазнає істотного викривлення. Перед кризою він був фрустрований ефектами експансії глобальної ліквідності, після — активізмом центробанків.

У міру колективного зростання боргового тягаря в сукупності з неконвенціональною монетарною політикою підвищується ризик шоку процентних ставок. У разі коли більшість країн проводять приблизно однакову політику нагромадження боргу, варіація процентних ставок може уповільнюватися порівняно з різкою варіацією рівня боргового навантаження чи швидкості його приросту. Невипадково через асиметричні можливості з підтримки ліквідності ринку на найбільший ризик наражаються ті країни, щодо яких процентні ставки коригувались із запізненням, завдяки чому державний борг зростає. Проте, з огляду на підвищення чутливості фіскальної стійкості до шоків процентних ставок, глобальна фіскальна нестабільність дедалі більшою мірою генеруватиметься не лише вичерпанням фіскального простору, а й наближенням до монетарних лімітів неконвенціональної поведінки центральних банків. Уведення останніх у аналіз передбачатиме, що відповідальність урядів за фінансову стабільність через бюджетні механізми посилюватиметься там, де спроможність центробанків підтримувати таку стабільність вичерпуватиметься з міркувань як перерозподілу глобальної ліквідності, так і обмежень на монетарну експансію з боку ризику виникнення нових “бульбашок”¹. Зазначене породжує якісно нову проблему глобальної нестабільності. Чим більше підтримка ліквідності боргових ринків уможливорює швидке нагромадження боргу в короткостроковому періоді, тим дужче в довгостроковому періоді звужуються можливості завбачливого створення простору для підтримки фінансового сектору в разі нестабільності. Що більшою мірою центробанки нагнітають ліквідність у короткостроковому періоді, то ймовірнішою є поява “бульбашок” на ринку активів, які порушуватимуть фінансову стабільність у

¹ Наприклад, М. Обстфельд стверджує, що в умовах переважання банківськими активами ВВП відповідних країн у декілька разів, безумовність спроможності гарантувати підтримку фінансовій системі з бюджетних джерел є втраченою. Це вимагає переосмислення критеріїв ефективності фіскальної політики на принципах завбачливого підтримання додаткового фіскального простору (див.: *Obstfeld M. On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability : Keynote Speech Prepared for the Annual Research Conference of the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, May 29–30, 2013 / M. Obstfeld. — P. 1–12).*

довгостроковому періоді. Чим вищі ризики інфляції й інфляції вартості активів генеруватиме монетарна експансія, тим більше наближення центробанків до макрофінансових лімітів експансійної політики посилюватиме невпевненість у борговій стійкості.

Традиційна теорія фіскальної інфляції наголошує на тому, що рівень цін у країні визначається не тільки прямими наслідками монетизації боргу. Пристосування цін облігацій до очікуваної майбутньої дисконтованої номінальної вартості первинних профіцитів відбувається автоматично в ув'язці з рівнем інфляції [25; 27, с. 1—20]. Однак унаслідок істотних викривлень у структурі інфляційного процесу, зумовлених глобалізацією (так званими глобалізаційними факторами дезінфляції [28, с. 97—186]), фіскальні детермінанти зростання цін дедалі більше активізуватимуться через канал експансії глобальної ліквідності, що заохочує поведінку вартості активів і первинних ресурсів. З огляду на підвищену чутливість останніх до монетарних процесів, а надто до того, як вони визначають очікування зростання в майбутньому, фіскальну інфляцію буде шодалі важче від'єднати від глобальної макрофінансової нестабільності. А зміни у структурі глобальних монетарних взаємовідносин ставатимуть дедалі загрозливішим для боргової стійкості джерелом шоку процентних ставок.

Беручи до уваги згадану проблему неявних зобов'язань та ризики мutowаної фіскальної інфляції, неважко помітити, що збільшення державного боргу в розвинутих країнах генерує полярні напрями тиску на вартість активів. Поєднання неявних зобов'язань із нарощенням державного боргу так чи інакше порушуватиме питання про траєкторію первинного профіциту бюджету. Хоча більшість європейських країн вже реалізують програми фіскальної консолідації, в довгостроковому періоді існуватиме високий ризик того, що неявні зобов'язання підштовхуватимуть фіскальну політику в рикардіанський бік. Це призведе до порівняного зниження привабливості майбутніх інвестицій, унаслідок чого вартість активів перебуватиме під тиском депресивних факторів. Підтримка ліквідності та розтягування в часі неконвенціональних монетарних акцій, навпаки, створюватимуть передумови для утримання вартості активів на певному імпліцитному рівні, за яким активуватимуться стримувальні щодо споживання ефекти стиснення багатства.

Утім, зазначене не так гарантує відновлення економіки, як поглиблює розриви порівняної привабливості тих чи тих класів активів зі зміщенням у бік утворення локальних “бульбашок”. Отже, подальше зростання державного боргу, стаючи тригером прямої монетарної експансії та складних зв'язків у рамках фіскальних детермінант інфляції, поглиблює розрив між вартістю активів, котра визначається фундаментальними факторами, та мірою впливу на неї заходів центральних банків. Приклад Японії доводить, що навіть поєднання фіскального й монетарного активізму за процентних ставок,

наближених до нуля, не гарантує відновлення економіки та підвищення вартості активів.

Хоча найбільші ризики глобальної фінансової нестабільності генерують великі розвинуті країни, малі економіки країн із ринками, що формуються, опиняються в особливо вразливій зоні. Поряд із значно вищою вразливістю цих економік до шоків процентних ставок і реверсів у потоках капіталу постає проблема подальшої фрагментації таких країн за критерієм боргової стійкості. Ті з них, які спроможні підтримувати економічне зростання на основі гнучкості й інституціональної якості, матимуть значно кращі перспективи щодо здійснення запозичень. Вони виокремлюються у клас позичальників, спреди для котрих підтримуються майже на рівні розвинутих країн. Водночас країни з інститутами, які гальмують приплив інвестицій у конкурентоспроможні сектори, перебуватимуть під тиском і вищих спредів, і так званих середніх дефіцитів, що можна повною мірою екстраполювати на Україну.

Проблема полягатиме в тому, що нижчий рівень державного боргу, порівняно з розвинутими країнами, підштовхуватиме до підтримання бюджетних дефіцитів у діапазоні 3–5 % ВВП тривалий період часу. З огляду на те, що такі дефіцити не виконують функції автоматичного стабілізатора, а здебільшого відображають неспроможність консолідувати бюджетні статті під тиском групових інтересів, країни подібного типу стають вразливішими до змін у глобальній конкурентоспроможності та розвиваються відповідно до того, як коливання глобальної ліквідності формують профіль цінової кон'юнктури на ринках їхнього традиційного експорту й забезпечують приплив капіталів. При цьому в моменти особливо гострих глобально-центричних фінансових потрясінь такі країни можуть демонструвати неабияку платоспроможність завдяки перекиданню боргового тягаря на широкий загал платників податків (браку якості демократичних інститутів також допускає полегшене зниження соціальних стандартів під тиском необхідності підтримання суверенної платоспроможності) та екстреній підтримці МВФ, розтягуючи в часі фінансову вразливість у посткризовому періоді. Оскільки для таких країн існує висока ймовірність не-кейнсіанських ефектів бюджетної економії, пристосування до глобально-центричних макрофінансових шоків має відбуватися шляхом орієнтації на збалансований бюджет і поступове зниження рівня державного боргу для завбачливого створення фінансового простору. Орієнтація на конвенціональний рівень боргу до ВВП у 60 % є неприйнятною для таких країн, зокрема України. Потреба в просторі для завбачливого зменшення державного боргу вимагає перегляду його таргетованого рівня та обмеження останнього 30 % ВВП.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Зростання державного боргу, яке після глобальної фінансової кризи стартувало з високої позиції, у сукупності зі значними неявними зобов'язаннями породжує

ризика глобальної нестабільності. Колективне нарощення боргу можна вважати глобально-центричним макрофіскальним шоком, котрий може прискорити вичерпання боргового ліміту в багатьох країнах. В умовах зниження довгострокових процентних ставок традиційний ефект витіснення трансформується через фрагментацію фінансових ринків. Зростання державного боргу порушило співвідношення приватних і державних цінних паперів у структурі глобальних портфелів. Через асиметричні можливості розраховувати на кредитування останньої інстанції та посилення зв'язку між суверенними й банківськими спредами негативний вплив на приватні інвестиції посилюватиметься. У міру збільшення державного боргу фіскальна стійкість ставатиме дедалі залежнішою від проведення неконвенціональної монетарної політики та вразливішою до процентних шоків. Фіскальна інфляція чимдалі більше маскується в глобальній фінансовій нестабільності, оскільки підтримка ліквідності боргового ринку з боку центробанків у рамках нинішніх монетарних взаємовідносин призводить до перерозподілу ліквідності на користь країн, які нагромаджують значні валютні резерви. Зміни в глобальних монетарних взаємовідносинах та наближення до монетарних макрофінансових лімітів у вигляді інфляції вартості активів і первинних ресурсів посилюватимуть боргову нестабільність. Для країн зі слабкими інститутами та помірним державним боргом вибір стратегії дефіцитів на рівні 2–5 % може підвищувати ризики платоспроможності.

Список використаних джерел

1. *Reinhart C.* A Decade of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff ; Peterson Institute for International Economics. — Washington, D. C., 2010. — P. 1–34.
2. *Cottarelli C.* Long-Term Trends in Public Finance in the G-7 Economies / C. Cottarelli, A. Schaechter // IMF Staff Position Note. — 2010. — No. 13. — P. 1–29.
3. *Benetrix A.* International Differences in Fiscal Policy During the Global Crisis / A. Benetrix, Ph. Lane // NBER Working Paper. — 2010. — No. 16346. — P. 1–46.
4. *De Broek M.* Government Debt Issuance in the Euro Area: The Impact of the Financial Crisis / M. de Broek, A. Guscina // IMF Working Paper. — 2011. — No. 21. — P. 1–30.
5. *Davras Z.* The Euro Crisis: Ten Roots, But Fewer Solutions / Z. Davras // Bruegel Policy Contribution. — 2012. — No. 18. — P. 1–14.
6. *Boone P.* The European Crisis Deepens / P. Boone, S. Johnson // Institute for International Economics Policy Brief. — 2012. — No. 4. — P. 6.
7. *De Lucia C.* The Eurozone: An Optimal Currency Area? / C. De Lucia // Conjoncture. — 2011. — March. — P. 10.
8. The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs / IMF // IMF World Economic Outlook. — 2012. — October, Ch. 3. — P. 1–34.
9. *Reinhart C.* Financial Repression Redux / C. Reinhart, J. Kirkegaard, M. B. Sbrancia // Finance and Development. — 2011. — Vol. 48. — No. 2. — P. 22–26.
10. *Reinhart C.* The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, M. B. Sbrancia // BIS Working Paper. — 2011. — No. 363. — P. 1–45.

11. *Reinhart C.* Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800 / C. Reinhart, V. Reinhart, K. Rogoff // *Journal of Economic Perspectives*. — 2012. — Vol. 26. — No. 3. — P. 69–86.
12. *Cecchetti S.* The Future of Public Debt: Prospects and Implications / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli // *BIS Working Paper*. — 2010. — No. 300. — P. 1–26.
13. *Eichengreen B.* Wyplosz Ch. Public Debts: Nuts, Bolts and Worries / B. Eichengreen, R. Feldman, J. Leibman // *Geneva Reports on the World Economy* 13. — 2011. — 164 p.
14. *Gagnon J.* The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy / J. Gagnon, M. Hinterschweiger ; Peterson Institute for International Economics. — Washington, D. C., 2011. — 94 p.
15. *Auerbach A.* Long-term Fiscal Sustainability in Major Economies / A. Auerbach // *BIS Working Paper*. — 2011. — No. 361. — P. 1–22.
16. *Blundell-Wignall A.* Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe / A. Blundell-Wignall // *OECD Journal: Financial Markets Trends*. — 2012. — Vol. 2011. — Issue 2. — P. 1–23.
17. *Reinhart C.* Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff // *American Economic Review*. — 2010. — No. 100 (2). — P. 573–578.
18. *Cecchetti S.* The Real Effects of Debt : Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 25–27, 2011 / S. Cecchetti, M. Mohanty, F. Zampolli. — P. 1–33.
19. *Padoan P.* Avoiding Debt Traps: Financial Backstops and Structural Reforms / P. Padoan, U. Sial, P. van den Noord // *OECD Economics Department Working Paper*. — 2012. — No. 976. — P. 1–46.
20. *Egert B.* The 90 % Public Debt Threshold: The Rise and Fall of a Stylised Fact / B. Egert // *OECD Economic Department Working Paper*. — 2013. — No. 1055. — P. 1–28.
21. *Rother Ph.* The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters / Ph. Rother, L. Schuknecht, J. Starl // *ECB Working Paper*. — 2010. — No. 121. — P. 1–33.
22. *Turner Ph.* Is the Long-Term Interest Rate a Policy Victim, a Policy Variable or a Policy Lodestar? / Ph. Turner // *BIS Working Paper*. — 2011. — No. 367. — P. 1–39.
23. *Ford R.* World Public Debt and Real Interest Rates / R. Ford, D. Laxton // *IMF Working Paper*. — 1995. — No. 30.
24. *Frankel J.* The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises / J. Frankel, N. Roubini // *NBER Working Papers*. — 2001. — No. 8634. — P. 1–108.
25. *Leeper E.* Perceptions and Misperceptions of Fiscal Inflation / E. Leeper, T. Walker // *BIS Working Paper*. — 2011. — No. 364. — P. 1–52.
26. *Fiscal Policy as a Countercyclical Tool* // *IMF World Economic Outlook*. — 2008. — Ch. 5.
27. *Leeper E.* Fiscal Limits and Monetary Policy / E. Leeper // *NBER Working Paper*. — 2013. — No. 18877. — P. 4.
28. *Козюк В. В.* Монетарні засади глобальної фінансової стабільності / В. В. Козюк ; Терноп. нац. екон. ун-т. — Т. : Екон. думка, 2009. — 728 с.