



БОРГОВА ПОЛІТИКА В СИСТЕМІ ГЛОБАЛЬНИХ МАКРОФІНАНСОВИХ ПРОЦЕСІВ

Віктор КОЗЮК

Проаналізовано нові тенденції у сфері зовнішніх наслідків експансії державної заборгованості. Виявлено глобальні макрофінансові зрушення, які обумовлюють появу нових можливостей реалізації боргової політики. Доведено, що боргова політика стає більш вразливою до зміни глобальних макрофінансових процесів особливо в умовах швидкої корекції глобальних фінансових дисбалансів.

The new tendencies in external effects of public indebtedness expansion are analyzed. The global macro-financial structural changes that shape such tendencies and create new supportive possibilities for debt policy are found. It is proved that debt policy becomes more fragile to changes in global macro-financial environment especially in a case of rapid correction of global financial imbalances.

Сучасні процеси глобалізації радикально трансформують середовище реалізації фінансової політики. Боргові заходи уряду, будучи найбільшою мірою залежними від тенденцій у сфері фінансових ринків, наражаються на нові загрози, але, водночас, здобувають нові можливості щодо оптимізації державних запозичень. Такий дуалізм впливу глобалізації на боргову політику безсумнівно пов'язаний зі змінами, які відбулися. Можна стверджувати, що на теперішній час практично повністю сформований глобальний рівень детермінант управління державним боргом. Як основу формування даного рівня слід розглядати, перш за все, модифікацію засад утворення та поведінки процентних ставок, які дедалі більше визначаються як монетарними процесами глобального рівня, так і структурними зрушеннями у сфері фінансової глобалізації. Окрім цього, до детермінант утворення глобальних процентних ставок та спрямування потоків капіталу в географічному розрізі додається ставлення до ризику глобальних інвесторів.

В сукупності боргова політика в умовах глобалізації опиняється на перехресті дії рів-

невих факторів, тобто тих, які відображають взаємодію між глобально-центричними та національно-центричними детермінантами формування вартості капіталу, та факторів, які поєднують паттерни взаємопроникнення об'єктивних та суб'єктивних детермінант формування тієї складової вартості запозичень, яка відображає плату за ризик. З цих міркувань для вибору оптимальної траєкторії боргової політики надзвичайно важливим стає врахування не просто поведінки процентних ставок як похідних від політики провідних центральних банків, а скоріше як відображення глобального балансу між інвестиціями та заощадженнями в світлі монетарних взаємин між профіцитними та дефіцитними країнами, у тому числі врахування змін в мотивах глобальних інвесторів та розуміння їхньої моделі поведінки. З цих міркувань дослідження боргової політики в глобальних макрофінансових процесах є актуальним та таким, що є затребуваним сучасною теорією і практикою управління державним боргом.

В більшості своїй сучасний акцент в аналізі боргової політики опиняється на стику

ряду теоретичних проблем. По-перше, це проблема співвідношення рикардіанських та не-рикардіанських витоків у стратегії управління державним боргом [1]. Важливість даного підходу в світлі глобалізації пов'язується з дилемою: як поведе себе уряд щодо вибору податкового чи монетарного важеля наближення поточних боргових платежів до лінії довгострокової платоспроможності країни з огляду на те, що глобалізація накладає ряд обмежень як на можливості монетизації дефіциту бюджету (зростає ризик макрофінансових дестабілізацій та валютних криз), так і на можливості запровадження додаткових податків (фіскальна конкуренція, ускладнення оподаткування високо мобільних виробничих факторів). У більш предметному фокусі дана проблема досліджується в контексті того, що в умовах глобалізації не тільки монетарна, але й фіскальна політика стає більш нейтральною [2].

По-друге, повернення до ідеї важливості автоматичної стабілізації бюджету вимагало раціоналізації боргового навантаження. Тобто, ефективне виконання бюджетом функції автоматичного стабілізатора фіскальної політики можливе тільки за умови, коли видатки на обслуговування державного боргу не перевищують певний максимум, інакше вибір щодо обсягів первинного профіциту/дефіциту є неможливий з огляду на спрямування значної частки бюджетних коштів в рахунок оплати за борговими зобов'язаннями [3]. Емпіричний аналіз підтверджує, що автоматична стабілізація стає важливим імперативом сучасної фіскальної політики [4]. Аспектом цього є аналіз фіскальної політики в контексті євроінтеграції. Тут розгляд проблеми боргової політики стосується питань виконання маастрихтських критеріїв фіскальної конвергенції, необхідності побудови фіскальної політики на принципах автоматичної стабілізації з огляду на неможливість монетарної компенсації шоків, вибору оптимальної фіскальної стратегії країнами-претендентами на вступ до зони євро [5; 6; 7]. Зокрема, очікування значних трансфертів з боку ЄС в майбутньому дуже часто розглядається як можливість проводити більш м'яку

фіскальну політику в теперішньому [8], що, однак, не виключає процес функціональної конвергенції у сфері фіскальної політики: в нових членах ЄС фіскальна політика також починає будуватись на принципах автоматичної стабілізації. Однак, попри необхідність зниження державного боргу для переорієнтації бюджету на орієнтири автоматичної стабілізації, видатки на його обслуговування залишаються принципово важливим фактором поточних фіскальних рішень незалежно від характеру та базової моделі таких рішень [9; 10; 11]. Дане явище є принципово важливим, оскільки переконує, що рішення у сфері управління державним боргом в кожному з періодів в минулому чи сучасному справляють реальний макроекономічний вплив на спектр можливих фіскальних рішень у кожен часовий період у майбутньому. З цих міркувань будь-яка міжчасова оптимізація публічних видатків завжди здійснюватиметься з поправкою на видатки щодо обслуговування державних боргових зобов'язань, а шоки процентних ставок транслюватимуться у майбутнє.

По-третє, аналіз фіскальної політики в глобальній перспективі. Ранні дослідження даної проблеми в більшості своїй концентруються на тому, як фіскальна політика найбільш розвинутих країн впливає на поведінку глобальних процентних ставок. По-суті, в таких дослідженнях запропоновано категорію глобального ефекту витіснення [12; 13], який перетворює глобальні інвестиції та споживання на функцію, залежну від масштабів запозичення публічним сектором провідних економік світу. Формування глобальної рівноваги внаслідок інтеграції фінансових та реальних ринків ускладнює конфігурацію зовнішніх ефектів фіскальної політики в розвинутих країнах щодо країн, що розвиваються. Останнє обумовлено актуальністю не тільки каналу процентних ставок, але і прямого каналу попиту на імпорт й каналу коливання умов торгівлі внаслідок зрушень у попиту під впливом експансивної/рестриктивної фіскальної політики [14].

По-четверте, валютно-фінансові кризи в країнах з ринками, що виникають, продемон-

стрували, що ймовірність настання боргової кризи, швидкість подолання її наслідків багато в чому є залежними від глобальних монетарних процесів. Останні розуміються як похідні політики провідних центральних банків, відповідно до грошової пропозиції та встановлення процентних ставок, від яких і залежать глобальні рівні вартості капіталу [15]. Дещо відмінним є погляд на дану проблему під кутом зору того, що є більш вигідним глобальній економіці – менш волатильні процентні ставки, чи менш волатильні валютні курси [16]. Важливість даного підходу у тому, що він демонструє варіанти вибору у спрямуванні потоків капіталу в розрізі розвинутих країн та країн, що розвиваються, в залежності від фази циклу коливання процентних ставок. Це є принципово важливим для боргової політики в країнах, які розпочинають та поглиблюють свою інтеграцію з глобальними фінансовими ринками.

Разом з тим, в науковій літературі чітко не сформульовані проблеми впливу глобальних монетарних процесів на формування процентних ставок у світі. Тим більше, що тільки за останній час структура таких процесів зазнала суттєвих змін, що потребує перегляду традиційних уявлень про роль макроекономічної політики розвинутих країн в глобальній економіці. Експансія глобальної ліквідності, викликана значним дефіцитом платіжного балансу США та надшвидким зростанням валютних резервів у світі, суттєво посунула до низу макроекономічну політику розвинутих країн в ієрархії детермінант глобальних процентних ставок. Так само, трансформація глобальної фінансової системи в напрямку зростання значення ринків, а не банків, відбилась на виникненні нових структурних зрушень, які взаємодіють з монетарними процесами глобального рівня, перетворюючись на цілісний глобальний макророзподіл реалізації боргової політики. Відповідно, у статті ставиться за мету виявити принципові нові риси макророзподілу процесів глобального рівня, які створюють якісно новий баланс співвідношення можливостей та загроз при реалізації політики управління державним боргом.

З емпіричної точки зору за останній час сформувалась суперечлива картина щодо бюджетних дефіцитів та боргового навантаження у розвинутих країнах. Таблиця 1 демонструє певне зростання боргового тягаря та посилення схильності до фіскальної розбалансованості. Дана проблема не викликала би такого здивування в світлі досвіду значних бюджетних дефіцитів 1980-х й першої половини 1990-х років, як би не той факт, що практично усі розвинуті країни перейшли до практики застосування інституціональних обмежень на безстрокову фіскальну експансію в світлі усвідомлення негативних наслідків для економіки значного боргового навантаження, викликаного і самопідтриманням державного боргу через процентні платежі, і – значною роллю дефіцитів в практиці велфеферизму.

Однак, як свідчать дані з табл. 1 в середньостроковій перспективі можна очікувати певного послаблення боргового навантаження, що суттєво суперечить логіці експансії бюджетних дефіцитів в теперішньому часі. Така ситуація підтверджується з огляду на тенденцію до зниження співвідношення між процентними платежами та ВВП й валовим боргом (табл. 2).

Співставлення даних табл. 1–2 дозволяє констатувати, що фіскальна експансія та зростання боргового тягаря не позначаються на підвищенні значення витрат на обслуговування державного боргу і щодо ВВП, і щодо самого боргу. Дане явище з точки зору традиційного уявлення про те, що бюджетні дефіцити призводять до зростання процентних ставок як на національному, так і глобальному рівні, слід вважати парадоксальним. По-суті, формується ситуація, коли фіскальні дисбаланси та нагромадження державного боргу може здійснюватись, не актуалізуючи ефект витіснення – хрестоматійне застереження проти експансії державних боргових зобов'язань. При чому, динаміка коротко- та довгострокових ставок у світі засвідчує тенденцію до падіння, незважаючи на циклічні зміни в обсягах чистих запозичень відповідно до дії механізму автоматичної стабілізації, при тому, що реакція ставок на зміну процентної політики провідних центро-

Таблиця 1

Бюджетний дефіцит та державний борг у % ВВП [17, 229]

	1991-2000	2002	2004	2006	2012
G-7					
Бюджетний дефіцит	3,0	4,0	4,2	2,7	2,1
США					
Бюджетний дефіцит	2,2	3,8	4,4	2,6	2,6
Державний борг	65,4	56,1	60,4	60,2	65,8
Зона євро					
Бюджетний дефіцит	3,8	2,6	2,9	1,6	0,8
Державний борг	69,2	68,2	69,7	68,6	60,5
Німеччина					
Бюджетний дефіцит	2,2	3,7	3,8	1,6	0,5
Державний борг	52,4	59,6	64,7	66,0	59,4
Франція					
Бюджетний дефіцит	3,8	3,1	3,6	2,5	1,3
Державний борг	52,0	58,8	65,0	64,1	60,5
Італія					
Бюджетний дефіцит	6,3	2,9	3,5	4,4	2,5
Державний борг	113,8	105,6	103,8	106,8	102,0
Японія					
Бюджетний дефіцит	3,8	8,0	6,2	4,1	2,9
Державний борг	100,2	160,9	178,1	193,1	189,6
Велика Британія					
Бюджетний дефіцит	3,4	1,8	3,4	2,7	1,4
Державний борг	39,6	37,7	40,5	43,1	42,5
Канада					
Бюджетний дефіцит	3,6	0,1	-0,8	-1,0	-0,6
Державний борг	105,2	89,4	80,2	73,5	51,3

банків світу з 2004 року залишається млявою, особливо щодо довгострокових ставок (див. рис. 1).

Незважаючи на сприйняття дефіцитів та боргів як безвідносних стосовно рівня процентних ставок та навантаження процентних платежів на економіку в світлі вищенаведених тенденцій, слід констатувати наступне. Різке послаблення обумовленості національних та глобальних процентних ставок величиною дефіцитів та державного боргу є наслідком глобальних макрофінансових змін структурного характеру. До таких змін слід віднести:

По-перше, трансформацію глобальних монетарних взаємин. Глобальні дисбаланси, виражені значним дефіцитом платіжного балансу США та гіпортрофією глобальних валютних резервів, особливо в Азії, зумовили

нову композицію формування глобального монетарного клімату. Якщо раніше глобальні процентні ставки утворювались відповідно до політики провідних центробанків і, перш за все, ФРС, то на сьогодні коливання ставок за довгостроковими облігаціями не співпадає з вектором рішень центробанку США в чистому вигляді [19; 20, 22]. Такі ставки у більшій мірі визначаються комбінацією стану у сфері платіжного балансу Сполучених Штатів та динамікою попиту на американські цінні папери з боку провідних азійських експортерів. В останніх можливості контролювати внутрішню інфляцію за швидкого нагромадження зовнішніх активів монетарних органів призводить до того, що рівень глобальної ліквідності в світі перманентно зростає. За рахунок привабливості саме американського фінансового ринку

Таблиця 2

Тенденція динаміки навантаження процентних виплат на економіку країн G-7 [18, 9]

		1991	1995	2000	2005
G-7	Проценти/ВВП	100	110	80	90
	Проценти/борг	100	80	68	65
США	Проценти/ВВП	100	90	72	60
	Проценти/борг	100	82	81	62
Японія	Проценти/ВВП	100	100	95	80
	Проценти/борг	100	60	50	35
Велика Британія	Проценти/ВВП	100	120	80	82
	Проценти/борг	100	80	70	58
Німеччина	Проценти/ВВП	100	130	110	100
	Проценти/борг	100	90	78	60
Італія	Проценти/ВВП	100	100	50	40
	Проценти/борг	100	80	50	40
Канада	Проценти/ВВП	100	100	72	50
	Проценти/борг	100	81	72	60
Франція	Проценти/ВВП	100	120	105	100
	Проценти/борг	100	80	64	56

та домінування долара у глобальних валютних резервах формується перекид у бік визначення ставок саме у даному форматі взаємозв'язків, що знаходить емпіричне підтвердження [18]. Домінування монетарного фактора у визначенні глобальних процентних ставок суттєво послаблює традиційний ефект витіснення та взагалі роль фіскальних детермінант глобальної вартості капіталів, оскільки зростання пропозиції інструментів з фіксованим доходом просто поглинається і осідає у резервах центральних банків. Зростання цін на нафту та

зростання резервів в країнах-нафтоекспортерах тільки посилює дану тенденцію. У свою чергу, глобальні монетарні процеси як детермінанти процентних ставок у світі піднялись в ієрархії визначення останніх, порівняно з глобальним рівнем інфляції, падіння якої в сукупності із зростанням довіри до центробанків з кінця 1990-х років розглядалось як основний аргумент на користь зниження ставок на ринку капіталів [3]. Так само, продовження падіння ставок попри перехід більшості центробанків на більш рестрикційну політику з 2004 року,

пов'язуючись з послабленням загальної макроекономічної волатильності та позитивними прогнозами динаміки ВВП [20, 22], не може повною мірою пояснити факт тренду вартості капіталів без врахування глобальних монетарних взаємин та експансії глобальної ліквідності внаслідок розкручування спіралі фінансових дисбалансів.

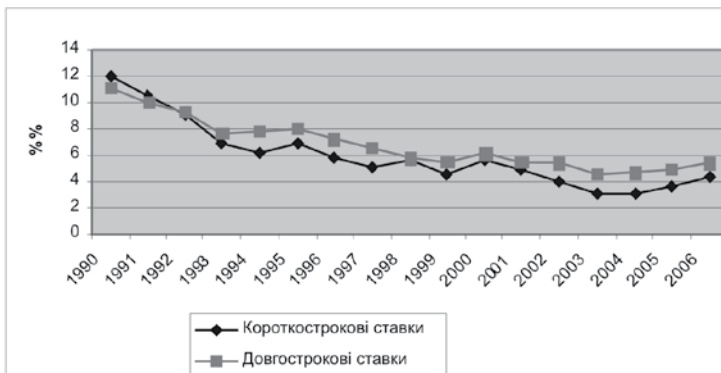


Рис. 1. Коротко- та довгострокові процентні ставки, середні для розвинутих країн ОЕСР за 1990–2006 рр.

По-друге, трансформацію глобальної фінансової системи та послаблення ефекту домашнього зміщення (*home bias effect*). Можна констатувати, що трансформація глобальної фінансової системи в напрямку посилення ринкової складової має суттєві глобальні екстерналії. А) Перетворення економіки із попитообмеженої на залежну від фінансових активів зумовлює постійне нагнітання одразу і попиту, і пропозиції фінансових активів. Це посилює значення останніх як таких і особливо у випадку глобального дефіциту високоякісних активів. Саме з позиції підходу «браку активів» дуже часто пояснюється, чому процентні ставки тяжіють до падіння [21], а фінансові ринки перестають бути фактором стримування спіралі фінансових дисбалансів. Б) Країни з ринками, що виникають у міру економічного зростання та поглиблення фінансових систем перетворюються в категорію природних експортерів капіталу, що привносить знижувальний вплив на процентні ставки. В) Акцент в розвитку внутрішніх фінансових ринків в країнах, що розвиваються, як протизвага зовнішнім запозиченням позитивно відобразився на його ємності та поглибленні, а лібералізація доступу до нього розширила можливості вирівнювання ставок [22]. Г) Разом із зростанням попиту на активи з країн з ринками, що виникають, у світі формується структурна тенденція до послаблення ефекту домашнього зміщення, що позитивно позначається на вирівнюванні процентних ставок, а в умовах експансії глобальної ліквідності – їх зниженні [23]. Вище перелічені тенденції створюють в цілому надзвичайно сприятливе глобальне макрофінансове підґрунтя для боргової політики, оскільки можливості запозичувати під низькі проценти зростають. Це саме стосується можливостей подовження строкової структури боргу в умовах браку активів, експансії глобальної ліквідності та послабленні ефекту домашнього зміщення.

По-третє, зростання значення автономних змін у ставленні до ризику як детермінант рівня глобальних процентних ставок. Азійська криза показала, що ставлення інвесторів до

ризиків перетворилось на такий самий принципово важливий фактор поведінки процентних ставок та потоків капіталу як і фундаментальні макроекономічні процеси. Характер ставлення до ризику розглядається на рівні із монетарними та фінансовими процесами при визначенні тенденцій у сфері глобальної фінансової стабільності [24]. Якщо вище перелічені структурні зрушення в цілому позитивно впливають на можливості боргової політики, то дана тенденція є дуалістичною. Це пов'язано з тим, якою є експозиція ризиків у сприйнятті глобальних інвесторів. Наприклад, чи сприймаються високоякісні активи країн з ринками, що виникають, як більш ризикові; чи вважаються вони такими, з допомогою яких можна диверсифікувати портфель, не приймаючи додатковий ризик; чи вважається рівень доходів країни-походження фінансових інструментів фактором визначення їхнього ризикового класу і відповідної сегментації глобального ринку тощо. З цих міркувань тільки від одних суб'єктивних сприйняття глобальних інвесторів змінюється конфігурація факторів формування спредів по боргових інструментах. Так само автономні зміни у ставленні до ризику, не зважаючи на розглянуті вище можливі варіанти експозиції самої інтерпретації ризиків, не є нейтральними щодо можливих наслідків для боргової політики. Природно, що більш ризикова поведінка створює можливості для боргової політики і навпаки через канал визначення величини спредів.

Слід відмітити, що дані структурні зрушення мають взаємодоповнюючий характер. Трансформація фінансової системи (попит на активи, послаблення ефекту домашнього зміщення) сприяє нагромадженню фінансових дисбалансів як наслідку глобальних монетарних процесів (фінансування дефіциту/розміщення резервів), а ставлення до ризику визначає еластичність взаємозв'язку між фінансовими та монетарними вимірами глобального макрофінансового простору. Внаслідок цього, моніторинг даних процесів стає принципово важливим елементом побудови боргової стратегії будь-якої країни. Це обумовлено тим, що вартість запозичень і оптимальна валютна

складова боргу дедалі більше визначаються не просто процесами тільки у США, а в цілому у трикутнику «США – зона євро – Азія + нафтоекспортери», оскільки процентні ставки та валютні курси між провідними валютами визначаються характером формування дисбалансів і, найголовніше, напрямком та швидкістю їх можливої корекції. Наприклад, тренд курсу долара визначається не тільки ставками у США, але й намірами щодо диверсифікації валютних резервів в Азії, можливостями євро посилити конкурентну позицію щодо долара, приймаючи до уваги структурну слабкість європейської економіки, ставленням інвесторів до того, як можуть суміщатись одразу дефіцит американської економіки із зростанням доларових активів у глобальних портфелях тощо. Віддзеркаленням цього є перспективи динаміки курсу євро.

Аналізовані структурні глобальні макрофінансові зрушення породжують цілий комплекс проблем, згідно яких однозначні можливості для боргової політики, виражені більш низьким фоном процентних ставок, компенсуються рядом нових ризиків, які більш інфлюентні щодо країн з ринками, що виникають, порівняно з розвинутими країнами.

По-перше, ставлення до ризику може бути функцією процентних ставок в контексті підвищення довіри до центробанків. Тобто, чим нижчими є ставки, тим більш ризиковою є поведінка глобальних інвесторів внаслідок того, що «вікно можливостей» стає вужчим (так званий ньюенвайронменталістський погляд [25]). Указана закономірність відображає системні риси зв'язку між ставленням до ризику і процентними ставками, однак не враховує можливі комбінації між рівнем ставок та характером ставлення до ризику. Важливість врахування цього впливає із зростання значення автономних змін у ставленні до ризику в системі глобальної фінансової стабільності та із того, що такі зміни можуть мати місце за відмінних рівнів глобальних процентних ставок, тим самим підвищуючи значення схильності/несприйняття ризику як таких. Кожна з комбінацій даних параметрів має свої наслідки для

глобальних макрофінансових процесів, які відбиваються на можливостях та загрозах для боргової політики (див. табл. 3).

По-друге, поява ефекту заміщення в поведінці функції, що описує зв'язок між величиною спредів та рейтингом фінансових інструментів (саме така ситуація склалась на глобальних фінансових ринках за останній час [26, 101]), хоч і створює можливості для збільшення пропозиції інструментів з низьким рейтингом під нижчі проценти, відображає проблему неможливості точної ідентифікації того, чи це відбулося за рахунок зміни глобальних умов ліквідності, чи автономних змін у ставленні до ризику. Теоретично у випадку ефекту доходу можна чітко ідентифікувати джерело змін (або рівномірне збільшення спредів при зміні рейтингу, що відображає посилення нейсприйняття ризику, або рівномірне падіння спредів при зміні рейтингу, що відображає збільшення ліквідності ринку) і будувати вектор оптимізації структури боргу. У випадку ж ефекту заміщення зростає невизначеність щодо того, який напрямок корекції ринкових умов матиме місце, чи в напрямку перспективної зміни ставок, чи змін ставлення до ризику. З іншого боку, це ситуація, коли позичальник є в кращих умовах, ніж кредитор, але експлуатація такої ситуації може негативно позначитись на ставленні до репутації позичальника у майбутньому, якщо його поведінка створить негативний прецедент. У свою чергу дане явище демонструє зростання системного ризику в глобальній економіці, оскільки зростає відносна пропозиція менш рейтингових інструментів. В результаті можливості розкручувати спіраль нагромадження «поганих» боргів хоч і зростає, але у момент різкої корекції такі позичальники завжди опиняться перед дилемою рефінансування боргу за умов, що його рівні будуть і так вищими, порівняно з тими, якими вони могли би бути, якби умови запозичень були би більш жорсткими.

По-третє, акцент на розвитку внутрішнього фінансового ринку разом із лібералізацією потоків капіталу створює нове середовище управління державним боргом з міркувань

Таблиця 3

Поєднання рівня процентних ставок та ставлення до ризику: наслідки для глобальних макрофінансових процесів та боргової політики

	Низькі глобальні процентні ставки	Високі глобальні процентні ставки
Несприйняття ризику	Інтерес до обмеженого набору інструментів з ринків, що виникають. Невизначеність щодо потоків капіталу між розвинутими країнами та рештою світу. Висока залежність обумовленості потоків капіталу від сегментації фінансового ринку в глобальних масштабах	Капітал здебільшого концентрується в розвинутих країнах. Країни, що розвиваються, стикаються з проблемою фінансування платіжних балансів. Висока ймовірність криз по типу «раптова зупинка» (sudden stops)
Наслідки для боргової політики	Проблеми з вибором оптимальної боргової траєкторії. Зростає значення можливості пропонувати вузько сегментовані боргові інструменти із зміщенням у бік високоякісних і, відповідно, більш захищених паперів, що може призвести до прийняття додаткових непрямих зобов'язань	Ускладнення можливостей для експансії державного боргу як на зовнішніх ринках, так і на внутрішньому в світлі виходу з нього нерезидентів. Зростання надбавок за ризик з метою мотивації інвесторів при високих глобальних ставках збільшує навантаження по виплаті процентів у майбутньому та робить не завжди вигідним вихід із довгостроковими інструментами на ринок, що за несприятливого збігу обставин може скоротити дюрацію боргу
Схильність до ризику	Підвищення інтересу до інструментів з країн з ринками, що виникають, як щодо їхніх зовнішніх запозичень, так і щодо активності на їхньому внутрішньому ринку. Підвищення обсягів глобальних потоків капіталу, покращення можливостей фінансування платіжних дисбалансів. Збереження ризику криз по типу «раптова зупинка» (sudden stops). Зростає ймовірність розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів	Висока вразливість країн з ринками, що виникають, до волатильних потоків капіталу. Значні ризики захоплення високо ризикового фінансування, внаслідок чого загострюється проблема глобальної фінансової стабільності та зростання ймовірності валютно-фінансових стресів
Наслідки для боргової політики	Зростання можливостей для експансії державного боргу та можливостей оптимізації його строкової структури. Вразі вичерпання можливостей подальшого розкручування спіралі фінансових дисбалансів та швидкої їх корекції покладання на підвищення боргової складової економіки може призвести до значних проблем із рефінансуванням швидко акумульованого боргу	Боргова політика може будуватись тільки виходячи з тактичних міркувань мобілізації короткострокових ресурсів для фінансування пікових розривів в ліквідності. Довгострокові інструменти будуть дуже обтяжливими для бюджету навіть попри можливості свого розміщення під високі процентні ставки

факторів впливу на спреди. Тут слід відмітити ряд таких суттєвих моментів:

Спреди реагують стрибкоподібно на глобальні фінансові потрясіння. Це обумовлено різким підвищенням усвідомлених ризиків інвестицій в активи з країн з ринками, що виникають, оскільки вони розглядаються як пер-

манентно більш вразливі до криз, або ж кризогенними. Наприклад, спред EMBIG (*Emerging Markets Bond Index Global* – глобальний індекс облігацій країн з ринками, що виникають) напередодні російської кризи складав 400–600 базисних пункти, а вже після неї – 1000–1600. Якщо обвал ринку високотехнологічних компа-

ній поведінку даного спреда суттєво не зачепив, то події у Нью-Йорку 2001 року призвели до його стрибка з 800–900 базисних пункти до 1200. У 2002 році події в Мексиці так само заставили спред стрибнути з 600 базисних пунктів до 1000, після чого він повільно опускається до 300–400 базисних пунктів із невеликим збуренням у 2004 році [27, 77].

Кореляція поведінки спредів на різних географічних ринках різко зростає під час глобальних фінансових стресів. Дане явище обумовлено в більш широкому контексті імперфекціями ринків капіталу, а у більш вузькому – проблемою «стадної поведінки» (*herd behavior*) інвесторів та міграцією криз (*contagion*). Емпірично, найбільші стрибки в кореляції спредів в розрізі різних ринків за останній час мали місце під час кризи в Азії (27 жовтня 1997 р.), Росії (18 серпня 1998 р.), девальвації бразильського реала (13 січня 1999 р.), девальвації у Туреччині (22 лютого 2001 р.), дефолту Аргентини (23 грудня 2001 р.) [26, 98].

Під час дестабілізаційних епізодів спреди стають надзвичайно волатильними. Підвищення волатильності в поведінці спредів повністю співпадає із стрибком в кореляції їх поведінки (див. вище). Поряд із тенденцією до стрибкоподібного зростання спредів підвищення їх волатильності обумовлено невизначеністю щодо того, як поведуть себе одні інвестори, порівняно з іншими, якою буде реакція країни, ринок якої вражено стресовим моментом, яким напрямоком мігруватиме криза і якою буде поведінка макрофінансових показників на решті ринків. Така невизначеність також в загальному обумовлюється імперфекціями глобальних ринків капіталу і має ті самі складові у вигляді «стадної поведінки» та міграції криз.

Ефективність застосування ринкових та реструктуризаційних механізмів врегулювання боргових проблем стає дедалі більш залежною від поведінки спредів. Так, випуск міжнародних облігаційних інструментів з додатковими умовами про колективні дії (*collective actions clauses* (CAC)) передбачають хоч і вищий спред, але гарантують прозорість меха-

нізму врегулювання суперечок між боржником та кредитором в процесі багатосторонньої реструктуризації. Але, у свою чергу, такі спреди є дуже чутливими до ринкових умов, тобто до стану глобальної ліквідності. Величина спредів також коливається в залежності від кількості серій випущених облігацій. Чим більшою є така кількість, тим вищі спреди, оскільки ринки враховують більш складний процес врегулювання боргових проблем в такому випадку. З цих міркувань управління державним боргом повинно враховувати ефект масштабу. Значимість зв'язку між глобальними монетарними умовами і величиною спредів є актуальною і для виходу на ринок з облігаціями, доходність яких прив'язана до динаміки ВВП тощо [28].

По-четверте, ризиковість боргової експансії в умовах низьких процентних ставок та розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів визначається дедалі більше тим, наскільки рівноважними, отже, – стійкими є останні. З точки зору побудови оптимальної стратегії управління державним боргом зростає значення моніторингу сприйняття ринками того, якими є такі дисбаланси – стійкими чи нестійкими. У випадку, коли верифікуватимуться ознаки стійкості дисбалансів боргова політика може будуватись, виходячи з поточної тенденції глобально низьких процентних ставок та експансії ліквідності. Це дозволить продовжити строкову структуру державного боргу та мінімізувати тягар процентних платежів. Втім, це все одно не виключатиме ризик раптової корекції дисбалансів і, відповідно, зміни паритетів процентних ставок, валютних курсів та стрибку спредів. По-суті, це означає, що управління державним боргом повинно брати на себе приблизно такий самий ризик змін глобальних умов запозичень, який ринки приймають на себе щодо функціонування в умовах наявних чи прогресуючих дисбалансів. У випадку ж, коли дисбаланси перестають бути стійкими, або коли їх нагромадження починатиме загрожувати стабільності у суміжних сегментах глобального ринку (наприклад, зростання цін на первинні ресурси, особливо на нафту, на дорогоцінні метали, різке зростання забор-

гованості у приватному секторі на тлі появи ознак рецесії тощо) фіскальна політика повинна бути більш стриманою. Покладання на те, що у кожному моменті майбутнього вдасться формувати довгострокову структуру боргу під низькі проценти, ставатиме невиправданим, оскільки управління державним боргом прирощуватиме взятий на себе ризик. Процеси корекції дисбалансів та необхідність створення більш жорстких глобальних монетарних умов може позначитись на зростанні ризику майбутнього рефінансування державного боргу. Як правило, необхідність у цьому з'являється саме в моменти ескалації криз, коли бюджетні дефіцити зростають, реагуючи на вже актуалізовану рецесію у реальному секторі та наближення турбулентності у фінансовому секторі. Природно, висока ймовірність корекції дисбалансів та переходу на більш жорсткі глобальні монетарні умови змінюватиме зовнішні наслідки боргової експансії. Це стосується того, що, наприклад, вплив дефіцитів на процентні ставки ставатиме більш істотним, порівняно з випадком послаблення ефекту витіснення в умовах сучасних монетарних взаємин між США та Азією, а потреби у можливому маневрі в обсягах податків та видатків зростуть з огляду на довгострокову тенденцію до старіння населення. З огляду на це для управління державним боргом стає актуальною теза сигнальної теорії структури капіталу, коли поточний рівень боргу повинен бути таким, щоб кожне наступне його збільшення не сприймалось як прояв фінансових проблем.

Високу залежність формування образу «майбутніх валютно-фінансових криз» в країнах з ринками, що виникають, від поточних глобальних монетарних взаємин [27] можна екстраполювати і на боргову політику. Слід визнати, що орієнтація на довгострокове дефіцитне фінансування може бути ризиковою з міркувань майбутнього рефінансування боргу, навіть попри поточну тенденцію до зниження навантаження на бюджет процентних виплат. Це особливо стосується розвинутих країн із значною часткою старіючого населення, країн з ринками, що виникають, які мають значні

проблеми із інституціональними передумовами забезпечення довгострокової макрофінансової стабільності, та нових членів ЄС. В останньому випадку, орієнтація на стратегію міжчасового згладжування споживання, відповідно до якої поточні значні бюджетні дефіцити, які виходять за рамки маастрихтських критеріїв фіскальної конвергенції, будуть компенсовані за рахунок майбутнього зростання трансфертів з боку ЄС, є ризиковою.

Глобальні макрофінансові процеси формують якісно новий вплив на автоматичну стабілізацію фіскальної політики. У випадку сприятливого глобального макрофінансового клімату автоматична стабілізація в аспекті збільшення дефіцитів в умовах рецесії полегшується. Але у випадку зростання повернення до профіцитного бюджету в умовах «спокусливо» низьких процентних ставок може бути ускладненою, руйнуючи тим самим принцип циклічного бюджетного балансування. За несприятливого клімату автоматична стабілізація у випадку дефіциту/рецесії загрожуватиме зростанню процентних виплат, а повернення до зростання/профіциту може не відбутись. Виходячи з цього, цикл автоматичної стабілізації бюджету стає дедалі більш відкритим для впливу з боку екзогенних факторів. Якщо такий цикл перебуває в межах однієї фази циклу глобальних макрофінансових процесів, то питання лише в тому, наскільки останні є сприятливими чи несприятливими для боргової політики. Якщо обидва цикли не співпадають, то актуалізується проблема або із доступом до нових запозичень і згладжування шоків споживання, або із поверненням до профіцитного бюджету з огляду на низьку відносну вартість боргового тягаря. Останнє не тільки негативно позначається на фіскальній дисципліні, але й послаблює еластичність циклічної реакції бюджету, привносячи елемент невизначеності в очікування ринків щодо майбутнього фіскального курсу.

У підсумку зазначимо, що на сучасному етапі глобальні макрофінансові умови суттєво трансформують традиційні залежності між борговими процесами і процентними ставка-

ми, зокрема, зростання дефіцитів не транслюється на зростання процентних ставок, отже не призводять до ефекту витіснення, але захоплюючи більш м'яку фіскальну політику. Така ситуація склалась внаслідок перманентних глобальних макрофінансових зрушень структурного рівня: монетарні взаємини США та провідних світових експортерів демонструють тенденцію до розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів; глобальна фінансова система трансформується в ринковому напрямку, підвищуючи автономний попит на фінансові активи та послаблюючи ефект домашнього зміщення, полегшуючи формування дисбалансів; зростає значення ставлення до ризиків як самостійного елемента впливу на процентні ставки на потоки капіталів. Зазначені зміни дуже часто є сприятливими для боргової політики, оскільки послаблюють тягар процентних виплат та дозволяють сформулювати більш сприятливу строкову структуру боргу. Втім, вони породжують нові ризики для боргової політики. Це – зростання ризику майбутнього рефінансування боргу в умовах корекції дисбалансів, підвищення значення екзогенних факторів в поведінці спредів, неспівпадіння в часі циклічного балансування бюджету відповідно до дії автоматичних стабілізаторів та зміни глобальних макрофінансових умов. В наслідок цього, боргова стратегія повинна враховувати ризик зміни глобальних умов ліквідності, зміни в ставленні до ризиків з боку глобальних інвесторів. З цих міркувань слід визнати, що можливості відносно легкого підтримання значних бюджетних дефіцитів обертається більш болісним процесом повернення до консервативних засад управління бюджетними видатками в разі зміни глобальних макрофінансових тенденцій.

Література

1. Defren C. *Fiscal Policy Effectiveness and Neutrality. Results in a Non-Ricardian World* // *ECB Working Paper*. – 1999. – № 3. – P. 1–24.
2. Wagner H. *Implications of Globalization for Monetary Policy* // *IMF Working Paper*. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.
3. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. *Macroeconomic Policy and Economic Performance* // *OECD Economic Department Working Papers*. – 2003. – № 353. – P. 1–65.
4. Козюк В. В. Координація фіскальної та монетарної політики в умовах глобалізації: інтеграція старих та нових ідей // *Економічна теорія*. – 2007. – № 4. – С. 59–70.
5. de Bandt O., Mongelli F. *Convergence of Fiscal Policies in the Euro Area* // *ECB Working Paper*. – 2000. – № 20. – P. 5–28.
6. Козюк В. В. *Фіскальна політика в Європейському валютному союзі: проблеми автоматичної стабілізації та конвергенції* // *Фінанси України*. – 2006. – № 6. – С. 57–67.
7. Козюк В. В. *Проблеми оптимізації фіскальної політики при вступі до ЄВС: аспекти виконання монетарних критеріїв євроконвергенції* // *Наукові праці НДФІ*. – 2005. – Вип. 2. – С. 16–23.
8. Копич Р. *Еволюція фіскальної політики у трансформаційних економіках* // *Журнал Європейської економіки*. – 2004. – Том 3. (№ 4). – С. 452–472.
9. Tujula M., Wolswijk G. *What Determines Fiscal Balances? An Empirical Investigation in Determinants of Changes in OECD Budget Balances* // *ECB Working Paper*. – 2004. – № 424. – P. 3–40.
10. Ardagna S., Caselli F., Lane T. *Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimations for OECD Countries* // *ECB Working Paper*. – 2004. – № 411. – P. 3–36.
11. Caselli F., Giovannini A., Lane T. *Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries* // *IMF Working Paper*. – 1998. – № 55 // www.imf.org.
12. Лэксстон Д. *Внешние последствия государственного долга. Специальный выпуск Научно-исследовательского управления МВФ*. – Б.м. – 1996. – 16 с.
13. Ford R., Laxton D. *World Public Debt and Real Interest Rates* // *IMF Working Paper*. – 1995. – WP/95/30 // www.imf.org.
14. Козюк В. В. *Проблеми макроекономічної політики у світлі формування глобальної рівноваги* // *Економіка України*. – 2004 – № 9. – С. 53–60.
15. Frankel J., Roubini N. *The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises* // *NBER Working Papers*. – 2001. – № 8634. – P. 1–108.

16. Reinhart C., Reinhart V. *What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility*. – NBER Working Papers. – 2001. – № 8535. – P. 1–52.

17. *World Economic Outlook*. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – 246 p.

18. Haunter D., Kumar M. *Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The “New Economy”?* // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/112. – P. 1–32.

19. Xafa M. *Global Imbalances and Financial Stability* // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/111. – P. 1–20.

20. *Institutional Investors and Asset Allocation* // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–57.

21. Caballero R. *On the Macroeconomic of Asset Shortages* // NBER Working Paper. – 2006. – № 12753. – P. 1–16.

22. *Financial Stability and Local Currency Bond Markets* // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. – 2007. – № 28. – P. 1–142.

23. *Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability* // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – Chapter II. – P. 63–97.

24. *Assessing Global Financial Risks* // Global Financial Stability Report. IMF. – Wash. (D.C.): IMF, 2007. – Chapter I. – P. 1–46.

25. Borio C. *Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New challenges in the New Century* // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–28.

26. *Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications* // Bank of England Financial Stability Review. – 2005. – Dec. – P. 94–102.

27. Goldstein M. *What the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?* // IIE Working Paper. – 2005. – 05–7. – P. 1–130.

28. Eichengreen B. *Financial Stability* // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. – 2004. – Jan. 26. – P. 1–16.