

Віктор КОЗЮК

## **БОРГОВА ПАНОРАМА КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНО-СХІДНОЇ ЄВРОПИ: ПОСТКРИЗОВІ ПАРАДОКСИ**

---

*Демонструється, що спроможність країн ЦСЄ нагромаджувати державний борг під час кризи та в умовах європейської кризи суверенних запозичень може помилково інтерпретуватись як суттєве послаблення бюджетних обмежень. Ринкова дисципліна набуває нелінійного прояву. В сукупності із підвищенням рівня імпліцитного номінального якоря боргової стабільності це може призвести до нарощування ризиків фіскальної стійкості. Корекція боргової стратегії повинна враховувати необхідність достатнього фіскального простору в умовах, коли реальна конвергенція та звуження можливостей у сфері міжнародної податкової конкуренції робитимуть рікардіанську боргову політику дестабілізуючим механізмом досягнення первинних профіцитів, а зменшення видатків таким, що суперечить необхідності збереження інвестицій в людський капітал, якість інститутів та інфраструктури.*

---

Фіскальні зрушення посткризового періоду продемонстрували, що світ прямує до нових стандартів обтяжливості державним боргом. При чому, сам факт такої обтяжливості вказує на низку неоднозначних моментів. З історичної точки зору, сучасні "норми" співвідношення боргу до ВВП не виглядають катастрофічними. Рівні процентних ставок для багатьох розвинутих країн і рейтингових позичальників з решти світу залишаються на достатньо помірному рівні, спонукаючи до аналогій із повоєнним періодом, впродовж якого більшість розвинутих країн зуміли радикально знизити борговий тягар. Однак глобальна економіка стикнулася з потужним фіскальним шоком, внаслідок якого рівні державного боргу суттєво зросли і, наразі, не існує чітких і переконливих сигналів, що вони повернуться до хоча б докризового рівня в найближчій перспективі. Глобально-центричний борговий шок породжує суттєву проблему фрагментації боргових ринків. Ефект витіснення перестає діяти на-

пряму через величину процентних ставок, а трансформується шляхом прояву у вигляді сегментації позичальників. Варіація спредів у відповідь на колективне нагромадження боргу загрожує найбільше тим країнам, для яких значні рівні боргового навантаження завжди сприймалися як додатковий ризик.

Країни Центрально-Східної Європи (далі – ЦСЄ) тривалий час вважались прикладом боргового благополуччя та фіскальної стриманості. В світлі радикальних змін в їхніх боргових стратегіях в процесі євроінтеграції указане благополуччя значно більше скидається на епізод виходу зі смуги гіперінфляції та необхідності дотримуватись жорстких бюджетних обмежень. Відносно високі процентні ставки, вразливість валютно-фінансової стабільності до переливів капіталів на боргові ринки, підвищена чутливість монетарної політики до зрушень у бюджетних балансах вимагала дотримання боргових орієнтирів на рівні 25–40% ВВП. Нарощування державного боргу під час вступу до ЄС переросло у пе-

рехід країн ЦСЄ у іншу категорію боржників. Вони значно більше тепер нагадують розвинуті країни, з точки зору характеру фіскальної реакції та паттернів довгострокової боргової траєкторії, але продовжують залишатись специфічно вразливими до глобальних шоків. Під час глобальної фінансової кризи та після неї ці країни як група демонструють низку парадоксальних моментів у сфері макрофіскальної політики, чим достатньо відрізняються від інших країн-членів ЄС, які опинились у більш жорстких бюджетних обмеженнях в світлі боргової нестабільності в зоні євро. Особливості боргової ситуації в цих країнах, що сформувались останнім часом, потребують дослідження, що робить нашу статтю актуальною.

Так, в загальній проекції еволюції фіскальних студій країн ЦСЄ можна виокремити низку етапів. Більшість ранніх досліджень концентрувались на зв'язках між швидкістю ринкових реформ та їх макроекономічних корелятах, вказуючи на те, що швидкість структурних змін напряму визначала рівні бюджетних дефіцитів, інфляції та ступінь монетизації державного боргу. Міркування про валютно-курсову стабільність також є важливими у цьому аспекті [1; 2; 3]. Достатньо явно демонструючи апологетику низького боргового навантаження як найбільш релевантного цієї групі країн, більшість ранніх розвідок вказувала на те, що можливості і надалі підтримувати помірні фіскальні дисбаланси визначаються глибиною реформ, ігноруючи ризик того, що економічний розвиток даної групи країн не виключає, що разом із монетарною також і фіскальна політика може наслідувати політику в розвинутих країнах [4; 5].

В процесі наближення до ЄС-ЄВС ракурс досліджень фіскальної політики країн ЦСЄ суттєво змінився в напрямку їх спроможності активно продовжувати структурні реформи, які кореспондували б із необхід-

ністю підвищення європейської й глобальної конкурентоспроможності, в світлі того, що жорсткі критерії конвергенції вимагають рестриктивної стратегії у сфері первинного профіциту бюджету. В одних дослідженнях підкреслювалось, що політика зниження державного боргу сприятиме виконанню критеріїв конвергенції у їх структурній цілісності [6; 7], тоді як інші акцентували на міжчасових перевагах нагромадження державного боргу [8] у відповідь на додаткові потреби структурної адаптації до вимог членства в ЄС. Поза цим, дотримання монетарних критеріїв конвергенції було визнано значно важчим завданням, ніж фіскальних, навіть в світлі очікуваних змін у процесах акумуляції державного боргу [9]. Наголос на аналізі функціональної конвергенції, за неявного оптимістичного припущення, що номінальна фіскальна конвергенція буде дотримуватись, показав, що країни ЦСЄ в процесі перших років членства в ЄС не наблизились до рівня розвинутих країн з міркувань еластичності автоматичної стабілізації, завдяки чому їхня політика хоч і може породжувати певні проциклічні ефекти, проте, швидше, матиме позитивні наслідки для стабілізації державного боргу [10].

Після глобальної кризи більшість країн ЦСЄ продемонстрували, що подолання наслідків фінансового потрясіння допускає фіскальну реакцію, властиву розвинутим країнам. Це стосується як підвищення ролі автоматичних стабілізаторів в реакції на шок попиту, так і дискреційних заходів, зокрема тих, що стосуються підтримки фінансово-банківського сектору. В деяких дослідженнях вказується на те, що криза суттєво змінила профіль боргової політики в регіоні в напрямку більш агресивної експансії, ніж це можна було би очікувати, послуговуючись стереотипами, почерпнутими з періодів ринкової трансформації [11; 12]. Аналіз боргової стійкості країн ЦСЄ також проде-

монстрував, що саме реакція на глобальну фінансову кризу з наступною неготовністю до обмеження бюджетних дефіцитів призводить до нагромадження значних ризиків боргової стабільності. Зокрема, низка країн, такі як Польща, Словенія, Латвія, демонструють, що темпи акумулювання державного боргу не відповідають принципу фінансової стійкості [13; 14]. Функція реакцій фінансової політики в країнах регіону значно більше схожа до розвинутих країн в аспекті автоматичної стабілізації, але в розрізі країн вона суттєво різниться з міркувань зв'язку між нагромадженням боргом та первинним балансом бюджету. Поведінка первинного балансу бюджету однозначно вказує на довгострокову фінансову стійкість виключно для Болгарії та Естонії [13]. Тобто, якщо раніше країни ЦСЄ, наражаючись на обмеження періоду ринкової трансформації, були більш однорідні з міркувань боргової стійкості, то нині така однорідність випаровується. Швидкість, з якою окремі країни нагромаджують державний борг, незважаючи на глобальну боргову кризу, в розглянутих публікаціях аналізується формально. Попри актуальність гіпотези про міжчасові переваги підвищення боргового навантаження в процесі набуття і поглиблення членства в ЄС-ЄВС, залишається відкритим питання про роль бюджетних обмежень щодо визначення прийнятних боргових траєкторій та ризики переходу на нові рівні співвідношення між державними зобов'язаннями та ВВП.

Відповідно, мета статті – показати, що в фінансовій поведінці країн ЦСЄ присутні парадоксальні моменти, які не вписуються в традиційну макроекономію фінансових реакцій на шоки, внаслідок чого фінансова конвергенція в ЄВС – на вищих рівнях боргового тягаря – вміщує значно більше ризиків для регіону (так звана “погана конвергенція”).

Найбільш загальним трендом зростання боргового тягаря в країнах ЦСЄ є те, що в роз-

різі окремих країн приріст державної заборгованості суттєво випереджає той, що склався в країнах з ринками, що формуються, в цілому, та в європейських країнах з ринками, що формуються, для яких властиве суттєве викривлення даних завдяки сировинному фактору фінансового благополуччя в Росії. Як видно з табл. 1., Угорщина та Словенія перетнули позначку 60% боргу до ВВП, для більшості країн існує ризик, що вони перетнуть його. При цьому, очевидним є те, що стереотипне уявлення про посткомуністичні країни Європи як такі, що підтримують низькі рівні боргового навантаження, поступово руйнується.

Дані табл. 1. вказують на низку закономірностей в змінах позиціонування боргової ситуації в країнах ЦСЄ порівняно з розвинутими країнами, і країнами з ринками, що формуються. По-перше, на 2006 р. за винятком Польщі та Угорщини, за рівнем державного боргу до ВВП ці країни були значно ближчими до країн з ринками, що формуються, як групи в цілому. Ситуація змінилась з 2008 р. В більшості своїх країн ЦСЄ почали демонструвати ознаки поведінки, які значно зближують їх з розвинутими країнами. По-друге, приріст державного боргу під час кризи і після неї, а також довгострокова тенденція зміни рівня боргового тягаря також значно зближує країни ЦСЄ з розвинутими країнами. Попри те, що рівень боргу у них продовжуватиме залишатись на нижчій позначці, але ступінь його очікуваного зниження у довгостроковому періоді є значно нижчим, ніж у випадку країн з ринками, що формуються, як групи. По-третє, можливості розширити бюджетний дефіцит під час кризи та підтримувати його помірний рівень також виявляються вищими, ніж по групі країн з ринками, що формуються, в цілому.

Дані закономірності демонструють виникнення специфічної ситуації, коли в загальному країни ЦСЄ відтворюють паттерни фінансової політики розвинутих країн, осо-

Таблиця 1

**Бюджетний дефіцит та державний борг в країнах ЦСЄ, % ВВП**

	2006	2008	2010	2012	2014	2018
<b>Бюджетний дефіцит ("-" – означає профіцит)</b>						
Розвинуті країни	1,3	3,5	7,7	5,9	3,6	2,2
Зона євро	1,3	2,1	6,2	3,7	2,5	0,8
Країни з ринками, що формуються	-0,3	0,1	3,1	2,1	2,5	1,6
Європейські країни з ринками, що формуються	-2,5	-0,5	4,1	0,7	1,2	1,7
Естонія	-3,2	2,3	-0,4	0,2	-0,2	-0,1
Латвія	0,5	7,5	7,3	-0,1	0,5	0,3
Литва	0,4	3,3	7,2	3,3	2,7	2,3
Польща	3,6	3,7	7,9	3,9	3,4	2,4
Угорщина	9,4	3,7	4,4	2,0	2,8	2,8
Чехія	2,4	2,2	4,8	4,4	2,9	2,4
Словаччина	2,6	2,0	7,7	4,3	3,8	3,2
Словенія	0,8	0,3	5,4	3,2	3,8	2,4
Румунія	1,4	4,8	6,4	2,5	2	1,8
Болгарія	-3,3	-2,9	4	0,5	1,7	0
<b>Державний борг</b>						
Розвинуті країни	75,8	80,4	100,3	108,7	109,2	105,1
Зона євро	68,6	70,3	85,7	93,0	96,1	89,9
Країни з ринками, що формуються	36,9	33,5	40,3	36,5	34,1	30,3
Європейські країни з ринками, що формуються	26,4	23,6	29,1	26,9	27,5	26,9
Естонія	4,4	4,5	6,7	9,7	10,4	8,1
Латвія	9,9	17,2	39,7	36,4	34,6	26,4
Литва	17,9	15,5	38,4	41,1	42,3	41,6
Польща	47,7	47,1	54,8	55,6	50,0	49,9
Угорщина	65,9	73,0	81,8	79,2	80,0	78,8
Чехія	28,3	28,7	37,9	45,9	48,9	50,4
Словаччина	30,5	27,9	41,0	52,1	57,5	59,1
Словенія	26,4	22,0	38,7	52,8	75,3	77,8
Румунія	12,6	13,6	31,1	38,2	38,1	36,2
Болгарія	23,4	15,5	14,9	17,6	19,0	17,2

\* Згруповано на основі IMF Fiscal Monitor. – IMF. – Wash. (D.C.), 2014. – April. – P. 72-76.

бливо зони євро, але за нижчого рівня боргового тягаря. Іншими словами, перехід на вищі рівні боргового навантаження відбувається каскадоподібно. Країни Центрально-Східної Європи підтягуються до масштабів акумулювання державного боргу країн ЄС, які були притаманні їм в процесі фіскальної конвергенції на ранніх етапах функціонуван-

ня ЄВС. При цьому, перші демонструють значно розмаїтішу картину, засвідчуючи, що структурні особливості кожної з них в сукупності із нюансами впливу глобальної фінансової кризи та відповідним профілем антикризових програм починають відігравати більш важливу роль у диференціації фіскальних макростратегій, порівняно із більш

ранніми періодами ринкових трансформацій, коли така диференціація задавалась швидкістю в проведенні реформ.

Посилення глобальної боргової нестабільності, фіскальна криза в ЄВС та відносні успіхи у реалізації неконвенціональних монетарних режимів продемонстрували, що можливості нагромаджувати державний борг є обмеженими, навіть для багатьох розвинутих країн. Перехід у режим фіскальної консолідації, хоч і з різною інтенсивністю в розрізі країн, насамперед, стосувався країн-членів зони євро. Запровадження програм економії припало на період часу, коли економіка ще не встигла одужати від фінансового обвалу, завдяки чому фіскальна політика опинилась в стані генерування дуже специфічних макрофінансових ризиків. Боргова експансія не користувалась довірою з міркувань стану ліквідності ринків та браку оптимізму щодо платоспроможності країн, які втратили конкурентоспроможність, а програми економії не користувались довірою в світлі політико-економічних ризиків їх швидкого згорання та суперечливого взаємозв'язку із заходами щодо структурних реформ, націлених на відновлення конкурентоспроможності. В таких умовах згорання ліквідності на ринках капіталу та сегментація позичальників досить швидко сформували залежність між рівнем боргового навантаження та можливостями збільшити дефіцити у відповідь на кризу у перші роки після 2008 р.; необхідністю здійснювати програми економії та зменшувати дефіцит бюджету відповідно до виникнення більш жорстких бюджетних обмежень.

Теоретично, чим меншим є рівень державного боргу, тим більш гнучкою може виявитись фіскальна політика, пристосовуючись до шоку (оскільки збільшення державного боргу зі стабілізаційною метою користуватиметься довірою, а достатність фіскального простору не викликатиме сум-

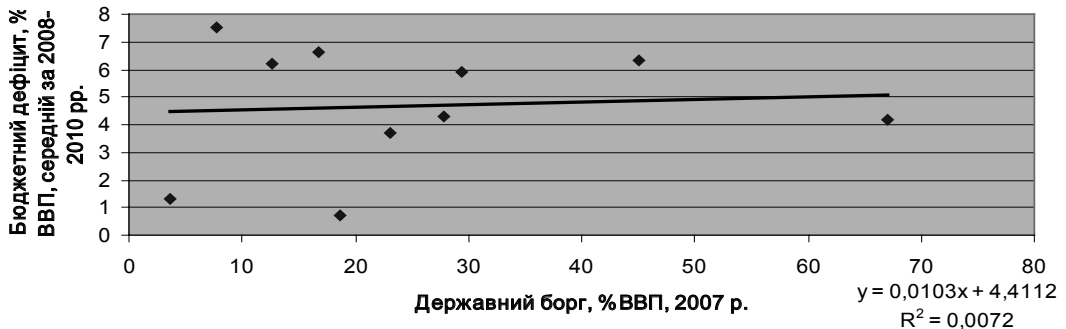
нівів у платоспроможності країни в довгостроковому періоді) і, навпаки, чим вищим є державний борг, тим у відповідь на більш жорсткі бюджетні обмеження країна повинна реагувати вищим рівнем бюджетного профіциту (оскільки саме це дозволить стабілізувати траєкторію державного боргу й усунути сумніви у борговій стійкості, інакше зростання державного боргу вийде на нестійку експоненціальну траєкторію). Емпірично, для більшості країн ЄС-ЄВС простежується закономірність, яка вказує на наявність ринкових обмежень щодо фіскальної експансії у міжчасовому вимірі. Тобто спроможність розширювати дефіцит і збільшувати запозичення зі стабілізаційною метою прив'язані до стартового рівня державного боргу, а подальші можливості підтримувати дефіцит в рамках програм економії також прив'язані до рівня боргу, акумульованого в моменті ескалації кризи та пристосування до неї. Втім, загальний алгоритм прояву даної закономірності у випадку країни зони євро суттєво викривився з огляду на специфіку функціонування валютного союзу, модель якого не передбачає наявності механізмів кредитування останньої інстанції [19]. Поєднання втрати глобальної конкурентоспроможності із затяжним розкручуванням спіралі внутрішніх фінансових дисбалансів до кризи суттєво вплинуло на те, що погіршення фіскальних показників детермінувалось потребами порятунку фінансового сектору. Структурна негнучкість на тлі відсутності курсового механізму відновлення конкурентоспроможності заохочувала спекуляції щодо суверенної платоспроможності навіть у тих випадках, де зростання державного боргу не сягнуло рівнів найбільших держав-боржників (на кшталт, Італії та Бельгії). Аналогічно спекуляції сконцентрувались щодо тих країн, які потребували найбільш масштабних заходів щодо корекції фінансових дис-

балансів (Греція, Іспанія, Португалія, Ірландія), вимагаючи і більш суворих програм економії саме в них. Водночас, випадок Іспанії та Ірландії засвідчив, що зважена фіскальна політика до кризи, спрямована на підтримання циклічних профіцитів, дозволила збільшити державний борг для порятунку фінансового сектору впродовж 2008–2009 рр., тоді як брак фіскальної стриманості до кризи в Португалії та Греції поглибив кризу і призвів до маргіналізації суверенних ризиків [15; 16].

Незважаючи на те, що, як видно з даних табл. 1., країни ЦСЄ наслідують тенденцію до поступового підвищення рівня державного боргу, сформованого в країнах ЄС-ЄВС, а також внаслідок масштабних структурних змін, можуть дозволити переведення фіскальної політики на принципи контрциклічної реакції (чого ще досі повною мірою не досягнули багато країн з ринками, що формуються), вищерозглянутий алгоритм зв'язку між рівнем державного боргу та фіскальною гнучкістю в них не проявився повною мірою. Рис. 1. засвідчує, що для країн ЦСЄ як групи взагалі не існує теоретично передбачуваного зв'язку між рівнем державного боргу до кризи та масштабами бюджетних дефіцитів у найбільш кризовий період 2008–2010 рр.

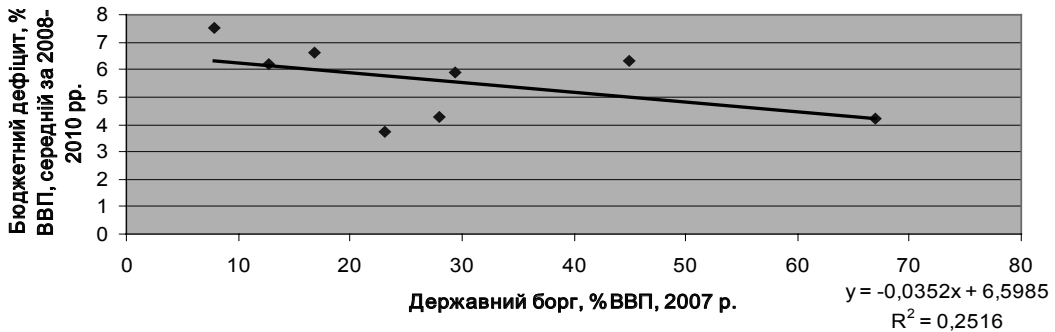
Якщо неухильно слідувати емпіричній картині (рис. 1), то видається, що рівень

державного боргу не є обмеженням для фіскальної експансії у відповідь на потужний шок, яким виявилась глобальна фінансова криза, в країнах регіону. Можна навіть припустити, рівень обтяжливості державним боргом виявився додатковим ампліфікатором макроекономічної дестабілізації, спонукаючи до більш виражених дефіцитних позицій під час кризи. Однак, якщо прийняти до уваги, що маргінальні позиції щодо рівня боргового навантаження припадають на Естонію та Угорщину, макropolітика яких та канали кризового впливу на які суттєво різняться, так само як і глибина спаду і швидкість відновлення після нього, то слід визнати, що режим макроекономічної політики та певна політична перевага щодо рівня державного боргу справляють суттєвий вплив на аналізовану залежність. Виключення з вибірки Естонії та Болгарії – країн з маргінально низьким рівнем державного боргу, які, до того ж, не вдалися до репрезентативних для групи рівнів бюджетного дисбалансу з антикризовою метою (зокрема, це можна пояснити як режимом валютного курсу, так і орієнтацією на пристосування до шоку за рахунок внутрішньої девальвації), змінює загальну картину. Так, рис. 2. демонструє, що без Естонії та Болгарії зв'язок між докризовим рівнем державного боргу та наступними



**Рис. 1. Борговий тягар до кризи та стабілізаційні бюджетні дефіцити в країнах ЦСЄ\***

\* Побудовано на основі IMF Fiscal Monitor за відповідні роки (www.imf.org).



**Рис. 2. Борговий тягар до кризи та стабілізаційні бюджетні дефіцити в країнах ЦСЄ (без Естонії та Болгарії)\***

\* Побудовано на основі IMF Fiscal Monitor за відповідні роки ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

дефіцитами стає теоретично передбачуваним, хоча і не достатньо щільним.

Виключення з вибірки країн з маргінально низькими рівнями державного боргу та прихильністю до внутрішньої девальвації як реакції на шок вказує, що у випадку більш репрезентативних показників фіскальних дисбалансів державний борг таки справляє вплив на ступінь жорсткості бюджетних обмежень. Невипадково, що спроможність Угорщини збільшувати дефіцит у відповідь на шок виявилась найнижчою. Щодо країн з низьким рівнем державного боргу, таких як Латвія чи Литва, то вони змогли вдатись до суттєвих бюджетних дисбалансів саме завдяки тривалій практиці фіскальної стриманості. Водночас, брак щільності зв'язку між рівнем боргового тягаря до кризи та бюджетними дисбалансами після неї вказує на те, що саме країни, які займають проміжну позицію між маргінальними боржниками, не зіткнулись з лінійною дією бюджетних обмежень. Іншими словами, ринкова дисципліна виявилась достатньо відносною щодо встановлення обмежень на боргову експансію впродовж кризи. З іншого боку, це може бути свідченням достатнього запасу довіри до макроекономічної політики, допоки остання не призвела до нагромадження державного боргу до рівня, який імпліцитно

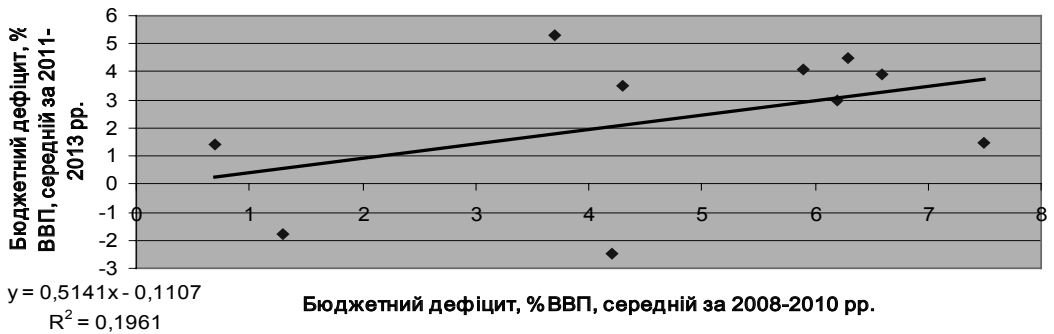
асоціюється з таким, що генерує суверенні ризики в масштабах, які були би дискримінуючими щодо антикризової фіскальної експансії. Водночас, сам факт того, що такий імпліцитний номінальний якір боргової стабільності виходить за межі показника 60% ВВП, говорить про наявність нових можливостей та суттєвих ризиків переходу країн ЦСЄ в якісно нову категорію боржників, для яких зміст фіскальної вразливості видозмінюється. Тобто, до позитивів цього можна віднести, що як група такі країни не асоціюються з суверенними боржниками, оптимальний рівень боргового навантаження для яких має бути суттєво занижений порівняно з величиною 60% ВВП. Це суттєво розширює простір для фіскального маневру. Чутливість ситуації на борговому ринку до сприйняття глобальними інвесторами низького порогу оптимального рівня боргу стає також менш помітною, що підвищує загальну макрофінансову стабільність. З іншого боку, рівень фіскальної стійкості, вираженої спредами, ще не сягнув середнього рівня розвинутих країн, навіть якщо окремі з них охоплені борговою кризою.

Завдяки тому, що країни ЦСЄ подолали поріг номінальної боргової стабільності, асоційований із здоровою фіскальною політикою періоду ринкової трансформації, і за-

знали поглиблення диференціації в характері фіскальних макростратегій, віддаляючись від часу структурних змін раннього періоду ринкових реформ, обмеження на боргову експансію після кризи виявились такими ж відносними, аналогічно до випадку зв'язку між спроможністю вдаватись до бюджетних дефіцитів під час кризи та початковим (на момент кризи) рівнем державного боргу (як це впливає з рис. 1.). Так, рис. 3. демонструє, що зв'язок між бюджетними дефіцитами 2008–2010 рр. та 2011–2013 рр. не має теоретично передбачуваного напрямку.

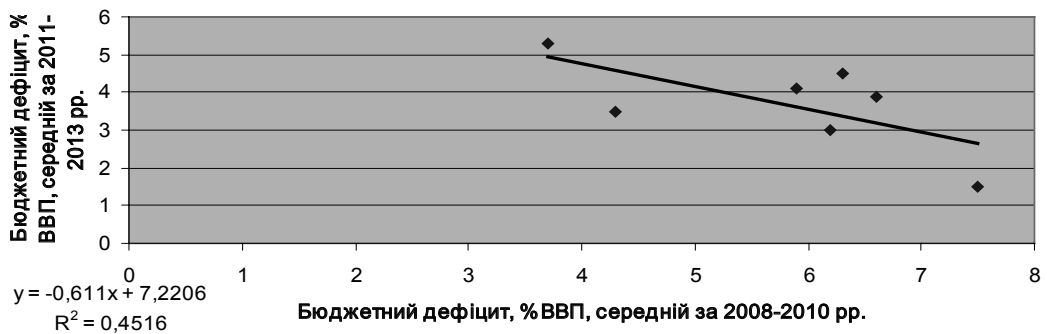
Так, рис. 3. засвідчує, що фіскальна експансія під час кризи в цілому збереглась і після неї. Водночас, формальна інтерпретація прямого зв'язку між даними на рис. 3.

вказуватиме на те, що країни ЦСЄ як група не зіткнулись із посткризовими борговими обмеженнями і можуть дозволити собі уникнути фіскальної консолідації, відрізняючись у такий спосіб від своїх західних сусідів, для яких програми економії стали невід'ємним елементом макрополітики. Однак, якщо з вибірки виключити Естонію, яка вдалась до профіциту за низького рівня державного боргу в силу специфічного ставлення до рівня останнього, Угорщину, яка досягла значного профіциту бюджету за високого рівня державного боргу у відповідь на посилення ринкового тиску, та Болгарію, рівень дефіциту залишився низький і до, і після кризи, то результати будуть протилежні і теоретично передбачувані (рис. 4.).



**Рис. 3. Бюджетний дефіцит країн ЦСЄ під час та після глобальної фінансової кризи\***

\* Побудовано на основі IMF Fiscal Monitor за відповідні роки ([www.imf.org](http://www.imf.org)).



**Рис. 4. Бюджетний дефіцит країн ЦСЄ під час та після глобальної фінансової кризи (без Естонії, Угорщини та Болгарії)\***

\* Побудовано на основі IMF Fiscal Monitor за відповідні роки ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

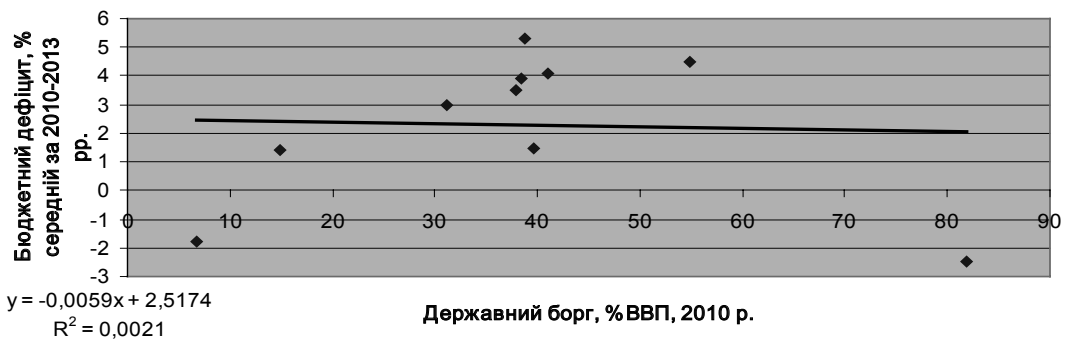


З рис. 4. видно, що країни ЦСЄ з репрезентативними рівнями бюджетних дефіцитів таки змушені були вдатись до більш стриманої фіскальної політики у відповідь на борговий шок в глобальній економіці та розгортання кризи суверенних запозичень в зоні євро. При цьому, щільність зв'язку є достатньо високою. Це однозначно вказує на те, бюджетні обмеження для країн ЦСЄ можуть бути більш жорсткими, ніж для розвинутих країн, як це традиційно і було. Маргінальний випадок Угорщини якраз чітко вказує на те, що необхідність забезпечення значного профіциту бюджету у відповідь на зростання боргового тягаря під час кризи із завищеної початкової позиції є неминучим проявом неможливості перекласти на ринки суверенні ризики, як це мало місце в деяких розвинутих країнах, наприклад, в Греції у 2008 р.

Поза цим, рівень державного боргу не виявився ключовим фактором схильності до фіскальної консолідації в регіоні, як це показують дані рис. 5.

З аналізу рис. 5. впливає, що рівень державного боргу не є значимим для вибору на користь фіскальної стриманості у відповідь на погіршення глобальної боргової ситуації. Це зближує нас з поверхневою оцінкою даних з рис. 3., коли між рівнями бюджетного дефіциту 2008–2010 рр. та 2011–2013 рр. немає теоретично передба-

чуваного напрямку зв'язку. Слід визнати, що у випадку країн ЦСЄ бюджетні обмеження проявились у більш нелінійний спосіб. По-перше, найбільш репресивні обмеження щодо фіскальної експансії припали щодо країни, яка найбільшою мірою виявилась обтяженою державним боргом, і яка дуже суттєво постраждала від кризи внаслідок гіпертрофії зовнішньої заборгованості приватного сектору (Угорщина). По-друге, такі обмеження актуалізувались за рівнів державного боргу, які явно перевищували 60% ВВП, і значно відхилялись вгору від того імпліцитного номінального якоря боргової стабільності, який вважався прийнятним для країн регіону. По-третє, у не маргінальному випадку обтяжливості державним боргом, його величина напряму не формує стимули до фіскальної стриманості, навіть якщо міжчасові обмеження на фіскальну експансію все ж існують. По-четверте, виникнення жорстких обмежень на фіскальну експансію тільки за межами імпліцитного номінального якоря боргової стабільності, який має схильність мігрувати вгору, відкриває шлях до поступового підвищення рівня державної заборгованості в цілому по регіону, оскільки жорсткий прояв ринкової дисципліни справцює із запізненням (чому є свідченням дані табл. 1). Загалом, це відповідає досвіду “старих” членів ЄС-ЄВС, але за вищих рів-



**Рис. 5. Борговий тягар після кризи та схильність до фіскальної консолідації в країнах ЦСЄ\***

\* Побудовано на основі IMF Fiscal Monitor за відповідні роки ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

нів державного боргу, коли низькі процентні ставки та багатозначність читання фіскального правила щодо боргового ліміту у 60% ВВП заохочували уникнення зниження суверенної заборгованості значно більше, ніж обмежували її зростання [15].

З вищезазначеного випливає загальна парадоксальна картина: репрезентативний рівень боргового навантаження для країн ЦСЄ як групи має стійку тенденцію до зростання і глобальна фінансова криза захопила це. Центральнo-Європейські країни вже не можуть асоціюватися із низькими рівнями державної заборгованості, орієнтири якої диктувалися макроекономічною нестабільністю трансформаційного періоду, поширюючи на них стереотипні уявлення про занижений якір номінальної боргової стабільності, властивий для країн з низькими та середніми доходами. Найбільш суттєвим є те, що це визначається не тільки змінами у макрофіскальних стратегіях, а також і змінами уявлень ринків про оптимальний рівень боргового тягаря для даної групи країн. Підвищення вгору імпліцитного якоря боргової стабільності супроводжується ситуацією, коли обмеження ринкової дисципліни починають діяти нелінійно: досить жорстко у маргінальних випадках боргового навантаження та відносно м'яко за його репрезентативного, наближеного до усереднених значень, рівня. Подібна нелінійність мала місце щодо розвинутих країн до боргової кризи і на сьогодні вважається однією з її причин [17; 18], вказуючи на те, що система ринкової дисципліни, втрачаючи лінійність обмежень і симетрію "покарань та заохочень", відкриває шлях до більш ризикової фіскальної політики, інспірованої зміщенням поточного балансу в оцінці податкового та процентного тягаря.

Можливості підвищення прийнятно-го для ринків рівня державного боргу для країн регіону слід визнати амбівалентни-

ми. З одного боку, підвищується фіскальна гнучкість, а фіскальний простір залишається достатнім для здійснення більш м'якої фіскальної політики. Це дозволяє більш агресивно реагувати на глобальні шоки, суміщаючи процеси адаптації із подальшими структурними реформами, націленими на підвищення європейської і глобальної конкурентоспроможності, та реальною конвергенцією. Інвестиції в якість інститутів з певного моменту реальної конвергенції починають відігравати вкрай важливу роль тим більше, чим швидше вичерпуються інші джерела глобальної конкурентоспроможності у вигляді більш низьких зарплат та нижчого рівня оподаткування. Оскільки такі інвестиції, як і вкладення в інфраструктуру, не мають миттєвого ефекту, достатній фіскальний простір допомагає підтримувати міжчасову боргову експансію навіть коштом поточної втрати фіскальної стійкості (на що, з рештою, вказують окремі дослідження [11; 12; 13; 14]). З іншого боку, політика, зорієнтована на підтримання вищих рівнів державного боргу, ніж це мало місце в середньому в процесі ринкової трансформації і в подальшому, має низку загроз.

По-перше, підвищення рівня державного боргу відбувається паралельно із підвищенням рівня перерозподілу ВВП через бюджети. Країни регіону поступово підтягують величину податкового тягаря до середньо-європейського рівня. В сукупності із нижчими показниками якості інститутів це може загрожувати довгостроковим погіршенням алокаційної ефективності публічних фінансів. Виклики глобальній конкурентоспроможності тут також очевидні, оскільки країни ЦСЄ втрачають перевагу у сфері міжнародної податкової конкуренції. Забезпечення реверсу траєкторії зростання рівня державного боргу шляхом реалізації рікардіанської фіскальної політики ставатиме тим обмеженішим, чим швидше наблизатиметься вели-

чина перерозподілу ВВП через бюджет до середньоєвропейського рівня. Досягнення первинного профіциту для потреб стабілізації траєкторії державного боргу в таких умовах буде можливе виключно завдяки видатковій частині бюджету, що несприятливо позначатиметься на інвестиціях в людський капітал, якість інститутів та інфраструктуру – джерела довгострокової європейської та глобальної конкурентоспроможності.

По-друге, усі країни регіону є малими відкритими економіками, значення спеціалізації в яких є достатньо високим. Зовнішнє пристосування до шоків є дуже обмеженим в країнах, які запровадили євро, та таким, що генерує додаткові проциклічні ризики там, де має місце значне нагромадження зовнішньої заборгованості приватного сектору. Якщо припустити, що поглиблення фінансових систем указаних країн кореспондуватиме із подальшим процесом погіршення зовнішніх чистих позицій, то можливості номінальної валютно-курсової гнучкості в структурі процесів адаптації також ставатимуть дедалі більш обмеженими. Це також означає, що в низці ідіосинкратичних шоків фіскальні стабілізаційні потреби можуть бути значними. Здійснення нових запозичень так, щоб вони користувались довірою, потребує підтримання рівня державного боргу, що перебуває на нижчому рівні, ніж той, з яким асоціюється конвенціональний якір боргової стабільності. При затяжному зростанні державного боргу це не виглядає доступним сценарієм. Ризик звуження фіскального простору у співвідношенні до наступних потенційних фіскальних потреб у стабілізаційних дефіцитах виглядає недооціненим.

По-третє, строкова структура державного боргу в країнах ЦСЄ продовжує залишатись коротшою, ніж в розвинутих країнах. Внаслідок цього ризик рефінансування боргу підвищується. Також коротша

структура боргових зобов'язань посилює вразливість до процентних шоків.

По-четверте, значна роль нерезидентів на внутрішньому борговому ринку підвищує його вразливість до потоків капіталу та сприйняття ризиків глобальними інвесторами.

В обох останніх випадках висока ступінь вразливості до ринкових ризиків вказує на те, що збереження тренду щодо нагромадження державного боргу загрожує посиленню вразливості до змін в стереотипах уявлень про платоспроможність відповідних урядів та ліквідність їх боргових зобов'язань. Дрейф вгору імпліцитного якоря номінальної боргової стабільності у випадку країн ЦСЄ вказує на посилення нелінійності у прояві ринкової дисципліни. Іншими словами, виникнення більш жорстких ринкових обмежень може відбутись значно швидше, ніж це допускається, виходячи із поточної оцінки зв'язку між рівнем державного боргу, швидкістю його нагромадження та індикаторами фіскальної стійкості. Також поточна тенденція до нагромадження державного боргу складається на тлі активної політики провідних центробанків щодо підтримки ліквідності ринків капіталу. Середовище низьких процентних ставок в сукупності із залишковим збереженням ризиків суверенної платоспроможності в деяких країнах ЄВС наразі дозволяють позиціонувати країни ЦСЄ як такі, що перебувають у кращих конкурентних позиціях, внаслідок чого їхня платоспроможність не викликає сумніву. Це ж стосується того, що темпи зростання ВВП у них продовжують випереджати аналогічні показники в середньому по ЄС-ЄВС. Однак ці фактори, що толерують політиці нагромадження державного боргу, не виглядають такими, в основі яких перебувають фундаментальні переваги аналізованих країн як позичальників і швидше є екзогенними щодо їхньої боргової політики. З огляду на це подальше посилення реальної конвергенції та підвищення рівнів перерозподілу ВВП через

бюджет суттєво впливатиме на звуження можливостей для досягнення значного первинного профіциту в разі настання потреб у стабілізації траєкторії державного боргу. Зважаючи на виявлені ризики посткризових боргових тенденцій в країнах ЦСЄ та низку парадоксальних моментів, пов'язаних із послабленням ринкової дисципліни щодо них, можна стверджувати, що магістральна боргова стратегія потребує корекції в напрямку уповільнення темпів приросту суверенних зобов'язань та розширення фіскального простору в перспективі. Затягування в часі корекції тренду зростання боргу робитиме це в перспективі більш складним завданням з огляду на те, що відбуватиметься за його вищих рівнів та вищого ступеня реальної конвергенції, яка посилюватиме вразливість до шоків глобальної конкурентоспроможності.

На основі вищезазначеного можемо зробити висновки, що під час глобальної фінансової кризи та після неї країни ЦСЄ продемонстрували групову тенденцію до суттєвого підвищення рівня державного боргу. З огляду на спроможність нарощувати державний боргу в періоди глобальної та європейської кризи суверенних запозичень така тенденція є свідченням, що країни регіону змогли підвищити величину імпліцитного номінального якоря боргової стабільності, внаслідок чого не зіткнулися з жорсткими ринковими обмеженнями. Для групи в цілому не спостерігається теоретично передбачуваного зв'язку між рівнем нагромадженого боргу до кризи та величиною стабілізаційних дефіцитів, а також між ними та потребами у фіскальній консолідації. Це можна інтерпретувати як відсутність жорстких обмежень на фіскальну експансію. Однак виключення з вибірки країн з маргінально низьким та високим рівнем боргу до ВВП зближує картину бюджетних обмежень з теоретично передбачуваною. Сильний прояв бюджетних обмежень у випадку мар-

гінально високого рівня боргового навантаження в сукупності із відносною прояву для репрезентативних рівнів такого навантаження вказує на нелінійний характер ринкової дисципліни. Збереження тенденції до нагромадження державного боргу в сукупності із нелінійним характером ринкової дисципліни і підвищенням величини імпліцитного номінального якоря боргової стабільності загрожує ризиками фіскальної дестабілізації. Реальна конвергенція, звуження можливостей для міжнародної податкової конкуренції та збереження ринкових ризиків (строкова структура боргу, значна роль нерезидентів) посилюватимуть загрози фіскальної стійкості країн ЦСЄ, що вимагає переходу до більш консервативної боргової стратегії.

### Література

1. Донбровски М. *Фискальные проблемы в период трансформации* // Исследование и анализ. CASE (Варшава). – 1999. – №122. – 35 с.
2. Buiter W. *Aspects of Fiscal Performance in Some Transition Economies Under Fund-Supported Programs* // IMF Working Paper. – 1997. – wp/97/31. – P. 1–57.
3. Tanzi V., *Fiscal Reform Over Ten Years of Transition* // IMF Working Paper. – 2000. – wp/00/113. – P. 1–31.
4. Brada J. *Fiscal Policy in Transition Economies. A Postscript* // *Post-Soviet Geography and Economics*. – 2000. – №7. – P. 24–38.
5. Coricelli F., Dombrowski M., Kosterna U. *Fiscal Policy in Transition. Economic Policy Initiative Forum. Report 3*. – London: SEPR, 1997. – 56 p.
6. 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.
7. *The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration*. – Warsaw: National Bank of Poland, 2003. – 55 p.

8. Копич Р. Еволюція фіскальної політики у трансформаційних економіках // Журнал Європейської економіки. – 2004. – Том 3. (№4). – С. 452–472.
9. ECB Convergence Report. 2006. – Frankfurt-on-Main: ECB, 2006. – 264 p.
10. Козюк В.В. Фіскальна політика країн Центрально-Східної Європи: проблеми функціональної та номінальної конвергенції // Світ фінансів. – 2007. – Вип. 2.
11. Zaidi A., Rejniak M. Fiscal Policy and Sustainability in View of Crisis and Population Ageing in Central and Eastern European Countries // European Centre Policy Brief. – 2010. – Aug. – P. 1–21.
12. Euro Debt Crisis Contagion in Central and Eastern Europe // A D&B Special Report. – 2010. – Jul. – P. 1–9.
13. Stoian A. How Vulnerable is Fiscal Policy in Central and European Countries? // Romanian Journal of Fiscal Policy. – 2012. – Vol. 3. – Issue 2. – P. 68–81.
14. Stoian A., Campeanu E. Fiscal Policy Reaction in the Short Term for Assessing Fiscal Sustainability in the Long Run in Central and Eastern European Countries // Czech Journal of Economics and Finance. – 2010. – № 60. – P. 501–518.
15. Козюк В.В. Глобалізація та проблема провалу фіскальної дисципліни // Фінанси України. – 2013. – № 1. – С. 58–70.
16. Mongelli F. P. The Mutating Euro Area Crisis. Is the Balance Between “Sceptics” and “Advocates” Shifting? // ECB Occasional Paper. – 2013. – № 144. – P. 1–41.
17. Toward a Fiscal Union for the Euro Area // IMF Staff Discussion Note. – 2013. – P. 1–29.
18. Completing the Euro. A Road Map Towards Fiscal Union in Europe. Report of the “Tommaso Padoa-Schioppa Group”. – Notre Europe Studies and Reports. – 2013. – №-92. – 68 p.
19. Krugman P. Currency Regimes, Capital Flows, and Crises // Paper (Mundell-Fleming Lecture) Presented at the 14<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the IMF, Wash. (D.C.), Nov. 7–8, 2013. – P. 1–35.