

**Козюк В.В.,**

доктор економічних наук, професор,  
академік Академії економічних наук України,  
завідувач кафедри економічної теорії  
Тернопільського національного  
економічного університету

## ОПТИМАЛЬНИЙ РІВЕНЬ БОРГОВОГО НАВАНТАЖЕННЯ: ГЛОБАЛЬНІ МАКРОФІНАНСОВІ ЗРУШЕННЯ ТА ШВИДКОПЛІННІ ОЧІКУВАННЯ

*Проаналізовано характер глобальних макрофінансових зрушень, які призводять до підвищення боргової вразливості розвинутих країн. Доведено, що в умовах високої чутливості боргової політики до величини й поведінки спредів оптимальний рівень державного боргу повинен передбачати можливість здійснення нових запозичень у разі настання шоку так, щоб це сприймалось як позитивний сигнал. Для цього стереотипне сприйняття відношення державного боргу до ВВП на рівні 60 % як оптимального повинно зазнати перегляду.*

*Global macrofinancial changes are analyzed. It is proved that in conditions of high debt policy sensitivity to level and spread behavior, optimal level of public debt must include possibility to issue new borrowing with a good signal to the markets in stress times. For this purpose stereotypic perception of 60% debt to GDP as optimal must be changed.*

**Ключові слова:** державний борг, оптимальний рівень боргового навантаження, глобальна фінансова конкуренція, макрофінансові зрушення, фінансова криза, фіскальна політика.

Реалізація масштабних антикризових заходів дуже швидко вичерпала позитивні кейнсіанські ефекти підтримки попиту в економіці, охопленій падінням вартості активів та посиленням рестрикції кредиту. Для багатьох економічних агентів необхідність переходу до політики фіскальної консолідації в умовах, які відображають відсутність закріплення тенденції виходу з рецесії, стала несподіваною. Більше того, економічні агенти виявилися неготовими до визначення оптимальної ринкової стратегії, беручи до уваги, що більш жорстка фіскальна політика, покликана обмежити приріст державного боргу, стримує посткризове відновлення економіки, а експансія дефіцитів дедалі більше втрачає довіру на глобальних ринках. Обидва варіанти породжують невизначеність і посилюють ринкову волатильність, ураховуючи неспроможність глобальних інвесторів віддати перевагу тому чи іншому варіанту виходу на траєкторію посткризового зростання, оскільки жоден із них не є нейтральним із міркувань поєднання фіскальних стимулів сукупного попиту з рівнем боргового навантаження, що не передбачав би загрозу підвищення ризиків рефінансування. Останнє особливо важливе, якщо взяти до уваги ймовірність відновлення рецесії та подальшого погіршення очікувань у сфері фіскального балансу.

Розширення спредів і підвищення їхньої волатильності на тлі спроб обмеження бюджетних дефіцитів та амбітних планів щодо їх збалансування вже

© Козюк В.В., 2012

у середньостроковій перспективі засвідчують, що уявлення про оптимальний рівень боргового навантаження, сформовані напередодні кризи, потребують перегляду. Для розвинутих країн це питання набуває особливого змісту з огляду на виконання їхніми валютами функцій резервних (передусім це стосується США та зони євро). Трансформація глобальних монетарних взаємин і тривала орієнтація

---

---

країн із ринками, що формуються, на нагромадження зовнішніх активів засвідчує, що на визначення рівня боргового навантаження, яке б асоціювалося з довірою до країни й до збереження її активами інвестиційних якостей, чинять вплив нові фундаментальні фактори. Мірою посилення глобалізації та зростаючої ваги країн із ринками, що формуються, розширюється набір альтернативних варіантів глобального інвестування. Чутливість світової економіки до змін у очікуваннях показує, що оптимальний рівень боргового навантаження має відображати дію факторів, пов'язаних зі зміною макрофінансової структури світу. Отже, актуальним є поглиблення теоретичного і практичного розуміння необхідності зміни орієнтиру боргового навантаження на економіку, асоційованого з маастрихтським відношенням боргу до ВВП на рівні 60 %.

Відновленню інтересу до проблеми оптимального боргового навантаження передував період, коли дослідження фіскальної політики концентрувалися на виявленні базових макроекономічних структурних зрушень, що засвідчують зменшення значення сеньйоражу й тиску дефіцитів на монетарну політику, підвищення гнучкості бюджетних рішень на циклічній основі, орієнтацію на запровадження різного роду фіскальних правил та акцент на автоматичній стабілізації бюджету<sup>1</sup>. На тлі низки успіхів у сфері фіскальної та монетарної політики знизився інтерес до такого напрямку макроаналізу, як фіскальна теорія обумовленості рівня цін факторами довгострокової платоспроможності країни (від англ. *fiscal theory of price determination*), що виникла на продовження дискусій щодо оптимального варіанта взаємодії фіскальної та монетарної політики за різних структур очікувань і макropriоритетів (цінова стабільність чи боргова платоспроможність у номінальному виразі). Водночас, на думку окремих дослідників, монетарний фактор забезпечення боргової стабільності тривалий час був актуальним<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — № 353. — P. 1–65; Fiscal Policy as a Countercyclical Tool // World Economic Outlook. Chapter 5. — IMF: Wash. (D.C.), 2008. — P. 159–197; Baunsgaard Th., Symansky S. Automatic Fiscal Stabilizers // IMF Staff Position Note. — 2009. — SPN/09/23. — P. 1–26; Debrun X., Kapoor R. Fiscal Policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere. — 2010. — WP/10/111. — P. 1–47; Fiscal Rules — Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance // IMF. — 2009. — SM/09/274. — P. 1–72.

<sup>2</sup> Див., наприклад: Kremers J. U.S. Federal Indebtedness and the Conduct of Fiscal Policy // Journal of Monetary Economics. — 1989. — Vol. 23. — P. 129–147; Canzoneri M., Cumby R., Diba B. Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency? // NBER Working Paper. — 1996. — № 6471. —

На зникнення з порядку денного питання щодо посилення тягаря державного боргу в розвинутих країнах до глобальної фінансової кризи багато в чому вплинуло падіння довгострокових процентних ставок. Спадаюча траєкторія видатків на обслуговування державного боргу в розвинутих країнах разом із можливостями легшого доступу до джерел фінансування засвідчила наявність так званої нової економіки у сфері боргових фінансів. З одного боку, поєднання спадаючого тренду видатків на обслуговування боргу зі зростаючим трендом останнього (табл. 1) перед кризою розглядалось як досить новий феномен. У таких умовах відносна вартість податкового тягаря є зависокою порівняно з можливостями певного підвищення рівноважного рівня державної заборгованості.

Таблиця 1. Тенденція динаміки навантаження процентних виплат на економіку країн G7 до глобальної фінансової кризи

Регіон/країна	Показник	1991	1995	2000	2005
G7	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
Великобританія	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

Джерело: Haunter D., Kumar M. Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The "New Economy"? // IMF Working Paper. — 2006. — WP/06/112. — P. 9.

Із другого боку, будь-яке істотне зростання рівня державного боргу, спричинене падінням довгострокових ставок, є ризиковим і вразливим до потреби у рефінансуванні в умовах зміни ринкових очікувань<sup>3</sup>. Це означає, що вибір на користь виходу за межі 60 % рівня боргу до ВВП є не так наслідком структурних змін у сфері боргових фінансів, як переходом до більш ризикової макрополітики,

стандарт обмежував можливість інфляційного знецінення боргу) та після Другої світової війни

яка стала відзеркаленням структурних змін у сфері поведінки економічних агентів в умовах експансії глобальної ліквідності й ендогенного зв'язку між характером монетарної політики в часі та ставленням до ризику<sup>4</sup>. Аналогічно зниження видатків на обслуговування державного боргу через падіння довгострокових ставок на сьогодні сприймається як наслідок стабілізації провідними центробанками інфляційних очікувань у 1990-х і на початку 2000-х років<sup>5</sup>.

Утім, аналіз боргової політики в контексті зростаючого значення факторів світової економіки ще до кризи засвідчив наявність певних проблем. Зокрема, якщо з огляду на досвід боргових криз країн із ринками, що формуються, глобалізація теоретично асоціювалася з посиленням ефектів дисципліни, то емпіричні дослідження даного феномену не підтвердили це. Спочатку вважалося, що глобалізація не справляє прямого впливу на дисципліну у сфері фіскальної політики<sup>6</sup>. Більше того, ефект “домашнього зміщення” і фрагментація глобального ринку за критерієм суверенного ризику спочатку розглядалися як істотні обмежувачі переваг глобалізації для фіскальної політики<sup>7</sup>. Водночас подальша фінансова інтеграція показала, що відмінності в суверенних ризиках не спростовують зростаюче значення глобальних факторів алокації ресурсів і детермінант поведінки спредів.

Пізніше стало зрозуміло, що переваги глобалізації (доступ до ринків, глобальних заощаджень, низькі процентні ставки) спонукають до значних запозичень у державах із високою борговою репутацією. Країни ж із низькою репутацією отримують

глобальної ліквідності. На фазі її експансії панівне значення у стисненні спредів має ставлення до ризику (спреди не лише стискаються, оцінки ризиків стають більш гомогенними), а в умовах кризи й нестабільності відновлюється роль суверенних ризиків (стрибок дисперсії спредів у розрізі країн)<sup>8</sup>. Утім, існує доволі широкий консенсус, що спреди обумовлюються величиною боргового тягаря, довірою до фіскальної та монетарної політики, очікуваннями щодо фіскальної консолідації, а також ефектами переливу. Політико-інституціональні фактори також є важливими<sup>9</sup>.

З огляду на різке збільшення боргового тягаря внаслідок реалізації антикризових заходів, можна стверджувати, що значення спредів для боргової та загальної макрофінансової стабільності істотно зросло. Оскільки поведінка спредів дедалі більше асоціюється з ефективністю боргової політики, особливо коли величина державного боргу межує або перевищує конвенціонально оптимальний рівень, виникає питання про те, чи виключно міркування економічного зростання мають бути покладені в основу визначення такого рівня (емпіричний аналіз довгострокових даних підтверджує, що в разі коли державний борг сягає 80–100 % ВВП, борг корпорацій — 90 %, а борг домогосподарств — 85 % ВВП, з'являються негативні реальні наслідки для зростання економіки)<sup>10</sup>. Більшість дослідників у цій сфері не акцентують на тому, що оптимальний рівень боргового навантаження повинен визначатися з урахуванням низки змін у глобальних макрофінансових процесах і враховувати раціональні очікування економічних агентів щодо оцінки змін у фіскальному балансі у світлі пристосування до масштабних шоків.

Отже, метою статті є доведення того, що глобальні макрофінансові зрушення призводять до необхідності зниження відношення рівня державного боргу до ВВП порівняно з існуючим.

Після реалізації масштабних антикризових заходів із підтримки сукупного попиту, рекапіталізації фінансового сектору, списання “поганих” боргів і викупу ряду активів більшість розвинутих країн стикнулися з глибокою фіскальною кризою. Як показують дані табл. 2, різке погіршення сальдо бюджету з 2008 р. є глобальною тенденцією. Однак найбільше це торкнулося розвинутих країн, які на

---

<sup>8</sup> *Caceres C., Guzzo V., Segoviano M.* Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/120. — P. 1–30; *Bellas D., Papaioannou M., Petrova I.* Determinants of Emerging Market Sovereign Spreads: Fundamentals vs Financial Stress // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/281. — P. 1–26.

<sup>9</sup> *Baldacci E., Gupta S., Mati A.* Is it (Still) Mostly Fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets // IMF Working Paper. — 2008. — WP/08/259. — P. 1–25; *Akitoby B.* Severn Questions on How Institutions Shape Financial Markets // IMF Research Bulletin. — 2010. — Vol. 11, № 3. — P. 1–2; *Baldacci E., Kumar M.* Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/184. — P. 1–29; *Alper E., Forni L.* Public Debt in Advanced Economies and its Spillover Effects on Long-term Yields // IMF Working Paper. — 2011. — WP/11/210. — P. 1–24.

<sup>10</sup> Див.: *Cecchetti S., Mohantry M., Zampolli F.* The Real Effects of Debt // Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25–27 August 2011. — P. 1–33.

Таблиця 2. Баланс бюджету, % ВВП

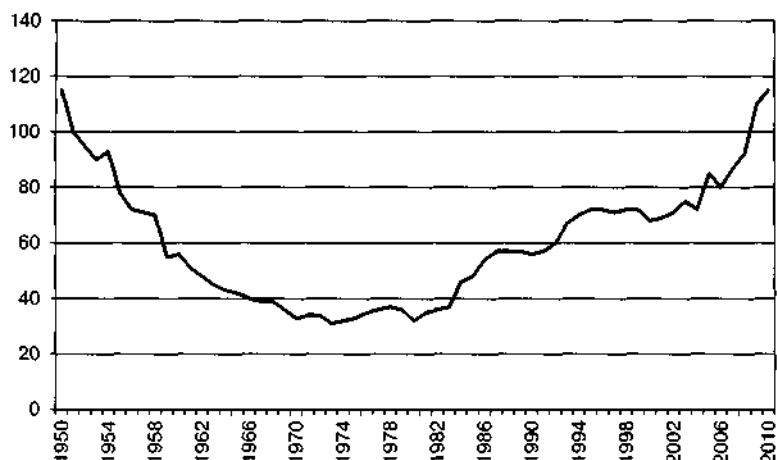
Регион/країна	2007	2008	2009	2010
Світ	-0,4	-2,0	-6,8	-5,5
Розвинуті країни	-1,1	-3,7	-8,9	-7,5
Країни з ринками, що формуються:	0,0	-0,6	-4,8	-3,7
Азія	-0,8	-2,3	-4,7	-3,9
Європа	2,1	0,3	-6,1	-4,5
Латинська Америка	-1,2	-0,6	-3,7	-2,9
Країни з низькими доходами	-1,8	-2,0	-4,4	-3,0
Експортери нафти	2,2	1,9	-4,7	-0,8
Розвинуті країни G20	-1,7	-4,3	-9,5	-8,1
Решта країн G20	0,2	-0,3	-4,7	-3,5

Джерело: IMF Fiscal Monitor. — Wash. (D.C.): IMF, 2010. — Nov. — P. 3; IMF Fiscal Monitor. — Wash. (D.C.): IMF, 2011. — Sept. — P. 2.

момент настання кризи мали вищі рівні державного боргу, ніж країни з ринками, що формуються, і в яких у подальшому підтримуються більш високі бюджетні дефіцити, унаслідок чого переростання фінансової кризи в боргову виявилось чіткішим.

З одного боку, тенденція до поглиблення фіскальних дисбалансів у розвинутих країнах обумовлюється рядом структурних змін: міжнародна податкова конкуренція, старіння населення і збільшення частки видатків, пов'язаних із цим процесом опосередковано; з другого боку, автоматичні стабілізатори попиту продемонстрували реакцію на поглиблення проблеми безробіття висхідним трендом соціальних виплат. Різне погіршення фіскального балансу впродовж кризи й у подальшому відбулося на тлі зростаючого тренду боргового навантаження на розвинуті країни, навіть незважаючи на деяке зниження частки видатків для обслуговування державного боргу. Реалізація програм підтримки фінансового сектору в декілька стадій, відсутність однозначного результату стимулюючих кроків із боку урядів і центробанків та зміни у ставленні до ризику на глобальних ринках засвідчили, наскільки всі економіки є вразливими до змін не просто в очікуваннях економічних агентів, а в їхніх розумінні й інтерпретації моделі економіки, на основі якої ці очікування формуються. Так, порівняно легкий доступ до фінансування зростаючих бюджетних дефіцитів до кризи викликав серйозну проблему. Як видно з рис. 1, рівень боргового навантаження розвинутих країн не є історично безпрецедентним, що ставить питання про причину різкого погіршення ситуації на боргових ринках і посилення спекулятивних настроїв.

Так, на рис. 1 простежуються дві чіткі фази динаміки боргового навантаження розвинутих країн. Знижувальна фаза (1950—1970-ті) обумовлена виходом із повоєнної смуги. Низькі процентні ставки сприяли цьому так само, як і прискорення інфляції наприкінці 1960-х років. Із 1980-х розпочинається протилежна тенденція, викликана зміною характеру макроекономічної політики й підвищенням процентних ставок. Попри деякий період більш-менш стабільної траєкторії



Джерело: Herhalt J., Downeg A. Government Meeting the Deficit Challenge. — KPMG International. Oxford Economics, 2010. — P. 9.

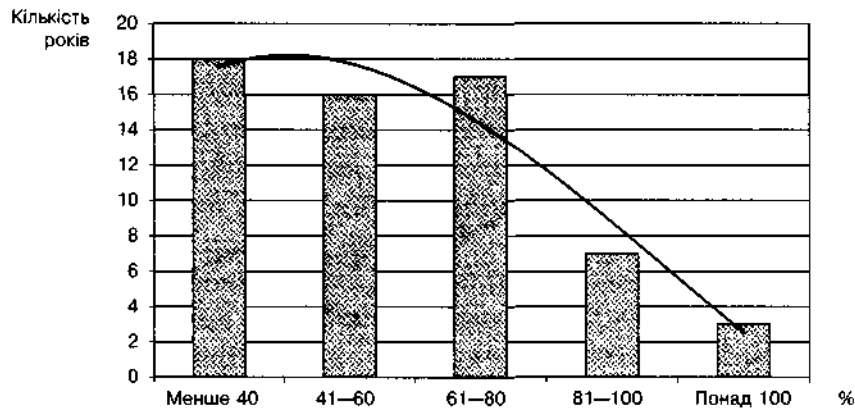
Рис. 1. Державний борг до ВВП країн G7, %

боргу до ВВП у 1990-х роках у подальшому боргове навантаження починає зростати, демонструючи посилення структурних диспропорцій (повільне пристосування до умов глобальної конкуренції, старіння населення, соціальні гарантії, податкова конкуренція тощо) у сфері функціонування публічних фінансів розвинутих країн.

Слід визнати, що, починаючи з 1990-х років, оцінка боргового тягаря відбувається під впливом доволі стереотипного сприйняття позначки у 60 % як оптимального рівня відношення державного боргу до ВВП. Саме таку величину було закладено в американську програму довгострокової фіскальної консолідації в рамках імплементації Закону Гремма — Радмана — Холінгза, а ухвалення Маастрихтського договору ще більше додало цьому показнику універсальних космополітичних рис. Проте, з одного боку, даний показник справді відображає довгострокове усереднене значення боргового тягаря розвинутих країн<sup>11</sup>, з другого боку, питання про те, що такий рівень боргового навантаження підпадає під “критику Лукаса”, у макротерії не ставилося. Додатковим аргументом на користь цього є аналіз розподілу рівня державного боргу до ВВП (рис. 2).

Як видно з рис. 2, медіанне значення боргового навантаження на економіку розвинутих країн зміщено в бік величини, яка є нижчою за позначку в 60 % ВВП. Це означає, що визначення оптимального рівня боргового навантаження наприкінці 1980-х — на початку 1990-х років здійснювалося на підставі усереднених даних щодо поточної боргової ситуації, тобто “від досягнутого” у світлі прагматичного сприйняття неможливості зниження відношення боргу до ВВП без

<sup>11</sup> Reinhart C., Rogoff K. A Decade of Debt. — Wash. (D.C.): Peterson Institute for International Economics, 2010. — P. 6.



Джерело: розраховано на основі даних рис. 1.

Рис. 2. Розподіл показника “державний борг до ВВП” країн G7, 1950–2010 рр.

додаткових макроекономічних та соціально-перерозподільчих втрат. Те, що даний показник закріпився і тривалий час розглядався як якір боргової стабільності, слід пов’язувати зі спадаючим трендом довгострокових процентних ставок і зниженням їх дисперсії (рис. 3). Докризове падіння дисперсії довгострокових ставок можна вважати фактором послаблення конкуренції між суверенними борговими інструментами в розрізі країн, що є проявом як глобальної фінансової інтеграції, так і підвищення рівноважного попиту на боргові інструменти суверенних позичальників. Однак під час і після кризи тенденція змінилась: у середньому ставки продовжили знижатися, а показник їх дисперсії істотно зріс, демонструючи асиметричну оцінку ринками ризиків платоспроможності й відновлення конкуренції за нових кредиторів.

Більше того, як відомо з досвіду процесів євроінтеграції, у світовій економі-

ці напередодні кризи сформувалося специфічне сприйняття показника боргу до ВВП на рівні 60 % як оптимального. Відносна легкість фінансування бюджетних дефіцитів майже в усіх розвинутих країнах і зниження частки видатків на обслуговування державного боргу навіть на тлі тривалого досвіду підтримання інституціональних обмежень на монетизацію дефіциту вплинули на те, що досить жорстке сприйняття стабільності боргової ситуації як такої, що кореспондує із відношенням боргу до ВВП на рівні 60 %, почало зникати.

Докризове підтримання фіскальної стабільності у світовій економіці загалом сприймалось як сигнал того, що нові якості глобальних процесів дають змогу підвищити допустимий рівень боргового навантаження без загрози для рефінансування в майбутньому. Проте допустимість подальшої боргової експансії





Джерело: розраховано на основі даних OECD Statistical Database: [Електр. ресурс]. — <http://www.oecd.org>.

Рис. 3. Довгострокові процентні ставки та їх дисперсія у країнах ОЕСР, 1990–2010 рр., %

валют із конкурентоспроможністю фінансового сектору тощо<sup>12</sup>) просто підсилювались поведінкою глобальної ліквідності, завдяки чому ставлення до ризику та, найголовніше, ідентифікація його джерел виявилися зміщеними в бік неадекватного сприйняття загроз середовища повсюдно низьких процентних ставок. Це стає особливо зрозумілим, якщо взяти до уваги обумовленість падіння видатків на обслуговування державного боргу зниженням довгострокових процентних ставок унаслідок глобального попиту на високоякісні активи<sup>13</sup>. Звідси випливає, що

<sup>12</sup> Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of US Current Account Deficit? // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/160. — P. 1–39; Caballero R. On the Macroeconomics of Assets Shortages // NBER Working Paper. — 2006. — № 11996. — P. 1–24; Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. Chapter II. — Wash. (D.C.): IMF, 2007. — P. 63–97; Walker Ch., Punzi M.T. Financing Global Imbalances // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/177. — P. 1–21; Chen J., Imam P. Causes of Asset Shortages in Emerging Markets // IMF Working Paper. — 2011. — WP/11/114. — P. 1–41.

<sup>13</sup> Про зумовленість ставок глобальними монетарними процесами та її вплив на структуру глобального фінансового портфеля див.: Warnock F., Warnock V. International Capital Flows and US Interest Rates // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2005. — № 840; Kamin S., DeMarco L.P. How Did a Domestic Housing Slump Turn into a Global Financial Crisis // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2010. — № 994. — P. 1–62; Bernanke B., Bertaut C., DeMarco L.P., Kamin S. International Capital

радикальна зміна макрофінансових умов, опосередкована розгортанням світової фінансової кризи, збіглися в часі з уже завищеними рівнями державного боргу. Різка погіршення фінансових балансів у світі, особливо у розвинутих країнах, спричинило подальшу експансію державного боргу. Якщо у 2008—2009 рр. такі кроки розглядалися як природна реакція, зумовлена намаганнями не допустити повторення Великої депресії, то вже у 2010 р. ситуація змінилася. Триваюча експансія державного боргу в розвинутих країнах істотно змінила очікування щодо довгострокової платоспроможності, знову ж таки при тому, що обсяги актуального боргового навантаження не є історично унікальними.

Прогресування дисперсії спредів за борговими зобов'язаннями в розвинутих країнах породило новий тип недовіри до боргової політики. Це яскраво підтверджує приклад європейських країн, що відзначаються обтяженням соціальними гарантіями й негнучкими ринками праці. Дивергенція спредів порівняно з німецькими облігаціями, з одного боку, показує чутливість до будь-яких новин щодо реалізації спільних заходів з урегулювання боргових проблем, з другого, продовжує прогресувати (табл. 3) (періодичність даних передбачає можливість порівняти початок процесу конвергенції спредів на момент запровадження готівкового євро із періодом, що передував кризі. Підвищення частоти даних у подальшому дає змогу краще побачити ескаляцію проблеми й коливання спредів у відповідь на антикризові заходи уряду).

Таблиця 3. Премії за суверенний ризик як спред щодо німецьких десятилітніх облігацій, базові пункти

Країна	07.2001	07.2007	02.2009	07.2009	01.2010	07.2010	01.2011	07.2011	09.2011
Греція	50	25	260	175	200	1000	1200	3000	7500
Ірландія	10	4	225	195	50	250	500	1200	1000
Португалія	45	18	140	95	45	225	450	300	1500
Іспанія	30	7	95	70	50	280	300	200	350
Італія	49	20	130	90	45	100	190	150	425
Бельгія	32	10	115	55	0	25	150	100	230
Австрія	25	5	110	75	-5	30	50	30	50
Франція	45	6	50	40	10	20	25	50	30
Нідерланди	15	5	65	45	-10	0	-15	0	10
Фінляндія	25	3	50	47	20	60	65	60	75

*Джерело:* побудовано на основі: Mody A. From Bear Stearns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability // IMF Working Paper. — 2009. — WP/09/108. — P. 31; Haugh D., Ollivaud P., Turner D. What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area // OECD Economics Department Working paper. — 2009. — № 718. — P. 6; Global Financial Stability Report. — Wash. (D.C.): IMF, 2011. — Sept. — P. 5—10.

Новий тип недовіри до боргової політики проявляється в тому, що спекуляція розгортається не лише щодо фізичної неспроможності обслуговувати боргові зобов'язання в умовах перевищення величиною боргу стереотипно оптимального рівня у 60 % ВВП. Недовіра висловлюється щодо спроможності урядів розвинутих країн знизити рівень соціальних гарантій і провести інституціональні реформи,

наслідком яких було б зниження прямих видатків уряду й підвищення відповідальності ринків у сфері зайнятості та пристосуванні економіки до нових рівноважних умов. Більше того, спекулятивні дії підкріплюються різного роду інтерпретаціями монетарного фактора забезпечення платоспроможності. Внаслідок цього в модель спекулятивної поведінки закладається новий набір альтернатив: безризикова платоспроможність країни, що поєднується з підвищенням імовірності знецінення номінального виразу боргових зобов'язань, або підвищення невпевненості у платоспроможності країни в поєднанні з відсутністю застережень щодо номінального знецінення боргу.

Якщо в закритій економіці така альтернативність навряд чи можлива в чистому вигляді, оскільки раціональні економічні агенти, усвідомлюючи ризики інфляційного знецінення боргу, вимагатимуть підвищення процентних ставок, підштовхуючи економіку до погіршення суверенної платоспроможності, то у глобальній економіці із сегментованими борговими ринками й асиметричними ефектами домашнього зміщення така дилема можлива. Якщо зовнішнє володіння суверенними борговими інструментами мотивується попитом на високоякісні активи, а також є способом хеджувати інституціональні ризики належності капіталів, то окрім високої надійності такі інструменти повинні бути високоліквідними. Певною мірою це означає, що для інвесторів виграшним буде перший варіант і спекуляція розгортатиметься довкола вірогідності підтримки боргового ринку центробанком. Звідси чим більшою буде частка зовнішнього володіння інструментами суверенного боргу, тим швидше слід очікувати підтримку ліквідності ринку центробанком і тим більше, якщо останній показав готовність це здійснювати, слід очікувати заміщення мотивів спекуляції та її зміщення на інші ринки. Зокрема, це пояснює, чому агресивніша політика ФРС щодо інструментів федерального боргу США (три раунди програми "кількісного пом'якшення") краще нейтралізує спекуляції, ніж консервативна політика ЄЦБ, не схильного порушити інституціональні рамки своєї незалежності задля підвищення ліквідності ринку боргових інструментів у євро.

Іншим аспектом фіскальної кризи є посилення конкуренції на фінансових ринках. Країни з ринками, що формуються, ще не досягли рівня "фінансової глибини" розвинутих держав, але показали досить високий рівень резистентності щодо кризових потрясінь. Володіння значним обсягом валютних резервів у сукупності з політикою поглиблення внутрішнього фінансового ринку істотно змінює конкуренцію на боргових ринках. Якщо кризові епізоди характеризуються пошуком "надійних гаваней", то окремі країни з ринками, що формуються, цілком спроможні претендувати на те, що їхні боргові інструменти частково можуть виконати таку місію. Навіть якщо це не призводитиме до масштабного відпливу капіталу з розвинутих держав, транскордонне володіння такими інструментами з боку країн із середніми доходами може вплинути на тенденцію до поглиблення дисперсії спредів у розвинутих країнах. Саме завищені рівні державного боргу

провокуватимуть ситуацію, коли існування альтернативних “надійних гаваней” як із точки зору країн, так і з точки зору інструментів заохочуватиме спекулятивні настрої щодо спроможності виконання валютами функцій резервних. Якщо високий рівень монополізації у сфері резервних валют на тлі незначного рівня глобальних валютних резервів сприяв підтриманню боргової платоспроможності, то посилення конкуренції за статус резервних валют за одночасного нагромадження великих обсягів резервних активів у першу чергу передбачатиме, що підвищення ризику платоспроможності автоматично стає тригером спекуляції проти резервної валюти. Кожне наступне розширення спредів на боргових ринках викликатиме невпевненість у майбутньому статусі резервної валюти, а це заохочуватиме до подальшого розширення спредів, оскільки рефінансування вже нагромадженого боргу стає складнішим завданням.

З огляду на зростаючу роль глобальної фінансової конкуренції та перманентний характер високого рівня державного боргу значення спредів із міркувань проведення ефективної боргової політики істотно підвищується. Поведінка спредів є не лише результатом інтерпретації ринками платоспроможності країни та оцінки якості інструментів у даній валюті й перспектив такої валюти, а також сигналом, через який відображається ставлення до ризику на ринку. З характером ставлення до ризику пов’язана модель спекулятивної поведінки. В сукупності це призводить до того, що чим більше відхилятиметься траєкторія боргового навантаження від оптимальної, тим більшою мірою поведінка спредів буде чутливою до спекулятивних настроїв і невизначеності й тим більше спроможність підтримувати позитивне сальдо запозичень залежатиме саме від величини процентних ставок.

Так, фіскальна криза у ЄВС показала, що дивергенція спредів обумовлена експоненціальною залежністю між величиною надбавки за суверенний ризик та рівнем дефіциту й державного боргу до ВВП<sup>14</sup>. Окрім самого факту гіперреакції надбавки за ризик це також свідчить про їх зростаюче значення щодо можливості мінімізувати витрати, пов’язані із запозиченнями в шокових умовах. При цьому на величину спредів впливають оцінка ринками стану фінансового сектору і перспективи реалізації масштабних пакетів допомоги з боку центральних бюджетів. Незважаючи на спроби координувати фіскальні стимули в рамках і G20, і ЄС-ЄВС, дивергенція спредів виявилась серйозним викликом посткризовій макростратегії. Наприклад, якщо стандартне відхилення спредів по 10-річних облігаціях країн ЄВС щодо німецьких облігацій у базових пунктах на початок 2000-х років становило 14, на початок 2005-го — 10, 2007-го — 8 і на середину 2008 р. — 15, то вже на початок 2009 р. — 70<sup>15</sup>. Дивергенція спредів в умовах

<sup>14</sup> Haugh D., Ollivaud P., Turner D. What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area // OECD Economics Department Working paper. — 2009. — № 718. — P. 1–25.

<sup>15</sup> Mody A. From Bear Stearns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability // IMF Working Paper. — 2009. — WP/09/108. — P. 31.

зростаючих потреб у фінансуванні викликає розшарування стратегій управління державним боргом і збільшення значення інструментів, що прирошують ризик стабільності державного боргу. Чим вищими виявляються спреди, тим більшою мірою країни йдуть на збільшення частки короткострокових інструментів та зовнішніх запозичень; ризики ринків повністю перекладаються на бюджет тим більше, чим беззастережнішою була боргова політика попереднього періоду<sup>16</sup>.

Враховуючи, що антициклічні фіскальні заходи зі стабілізації економіки, охопленої кризою й рецесією, так чи інакше відбуваються за вже нагромадженого державного боргу, на передній план виходить проблема адекватної реакції учасників ринку (в розумінні поведінки спредів) на його приріст. Модель інтерпретації раціональним економічним агентом фіскального дисбалансу, обумовленого кризою й рецесією, є важливою складовою оптимальної боргової політики. Аналогічно фіскальна консолідація також повинна користуватися довірою, інакше цілком умотивована з макроекономічної точки зору тенденція до бюджетного балансу може не знайти адекватного сприйняття ринками, спричиняючи погіршення ситуації довкола спредів<sup>17</sup>. Це означає, що реакція у сфері боргової політики на ті чи інші шоки є сигналом, який інтерпретується раціональними економічними агентами. Величина спредів визначатиметься тим, у який спосіб ринки інтерпретують такий сигнал і кваліфікують його як позитивний або негативний.

У своїй більшості раціональна поведінка передбачатиме, що зростання державного боргу в кризові моменти є природною закономірністю, а фіскальний дисбаланс і через автоматичну стабілізацію бюджету, і через прямі фіскальні стимули має погіршитись, стаючи джерелом ін'єкцій попиту й підтримки зайнятості. Тобто підвищення боргового навантаження у кризові моменти повинно сприйматись як позитивний сигнал. На думку окремих дослідників<sup>18</sup>, відхід від проциклічних фіскальних рішень у царину антициклічного фіскального реагування є свідченням ефективнішого функціонування інституцій суспільного сектору економіки, а не просто здійснення оптимальної політики міжчасового вирівнювання добробуту, модель якої адаптована в розвинутих державах і до якої

---

<sup>16</sup> *Broek De M., Guscina A.* Government Debt Issuance in the Euro Area: The Impact of the Financial Crisis // IMF Working Paper. — 2011. — WP/11/21. — P. 1–30.

<sup>17</sup> Наприклад, існує суттєва різниця щодо характеру фіскальної політики в розвинутих країнах і країнах із ринками, що формуються. Якщо першим більше властива антициклічна фіскальна політика, то другим — проциклічна. Можливості для першого варіанту зумовлені переважно величиною валютних резервів і тим, наскільки боргова експансія підвищує вартість запозичень. Натомість у країнах із ринками, що формуються, фіскальна консолідація, якщо користується довірою, може стимулювати ВВП у зв'язку зі зниженням вартості обслуговування державного боргу, вираженого спредами. За будь-яких обставин його вихідна величина не є нейтральною щодо подальшої ефективності фіскальної експансії (детальніше див.: *Kandil M., Morsy H.* Fiscal Stimulus and Credibility in Emerging Markets // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/123. — P. 1–25).

<sup>18</sup> *Frankel J., Vegh C., Vuletin G.* On Graduation from Fiscal Procyclicality // NBER Working Paper. — 2011. — № 17619. — P. 1–29.

прагнуть країни з ринками, що формуються. Отже, зростання боргу в момент погіршення економічної ситуації (в рамках моделі раціональних очікувань) слід вважати позитивним сигналом, ступінь позитивності якого обмежується уявленнями про довгострокову боргову платоспроможність. Із цих позицій рівень початкового боргового навантаження має фундаментальне значення і, фактично, ув'язує між собою довгострокову траєкторію державного боргу, реакцію фіскального балансу на шок, інтерпретацію ринками цього як сигналу та поведінку спредів. Для детальнішого пояснення розглянемо чотири випадки (у методологічному плані взаємодія між ринками й суверенними позичальниками, що опосередковується сигналами, близька до так званої сигнальної теорії структури капіталу С. Маерса, яка пояснює взаємодію між менеджерами й інвесторами щодо оптимальної структури різних джерел фінансування):

1. Початковий рівень державного боргу є високим. Фіскальний баланс погіршується в разі шоку. За такої ситуації нові запозичення являтимуть собою раціональну реакцію на шок, проте зростання обсягів чистих запозичень призводитиме до того, що ринки виявлятимуть скептицизм щодо довгострокової боргової стійкості. Прогнозування високого ризику платоспроможності в майбутньому спонукатиме до розширення спредів. Нові запозичення не розглядатимуться як позитивний сигнал.

2. Початковий рівень державного боргу є високим. Країна прагне фіскальної консолідації всупереч шокові. Дана проциклічна реакція може бути розцінена як така, що хоч і сприяє довгостроковій платоспроможності, однак є динамічно інконсистентною. Недовіра до відсутності нових запозичень під час шоку розширюватиме спреди. Відсутність запозичень розцінюватиметься як негативний сигнал.

3. Початковий рівень державного боргу є низьким (у межах або нижче за оптимальний). У відповідь на шок країна збільшує запозичення. В цьому разі погіршення бюджетного балансу може розглядатись як позитивний сигнал. Антициклічна гнучкість користуватиметься довірою. Спреди звужаться.

4. Початковий рівень державного боргу є низьким (як у попередньому випадку). У відповідь на шок країна орієнтується на підтримання фіскального балансу. За такої ситуації ухилення від запозичень для міжчасового згладжування можуть бути розцінені як негативний сигнал, оскільки ринки допускають можливість альтернативної поведінки за оптимальну. Наслідком цього буде якщо не яскраво виражена дивергенція спредів, то, принаймні, невизначеність щодо їхньої поведінки.

Наведений схематичний аналіз показує, що оптимальна величина боргового тягаря має визначатися поєднанням його поточного значення з можливістю нових запозичень бути сприйнятими як позитивний сигнал. Навіть попри те, що для кожної окремої країни величина такого оптимального значення може істотно варіювати, орієнтація на нього дасть змогу відійти від панівного тривалий час розуміння оптимальності як такої, що є нижчою ніж порогові значення, за межами яких з'являються негативні наслідки для національної економіки. Середовище

низьких процентних ставок до глобальної фінансової кризи (див. рис. 3) істотно викривлювало ці межі, породжуючи боргове зміщення макроекономічної політики, через що величина боргового тягаря швидко перетнула позначку в 60 % (див. рис. 1) і наблизилася до величини, яка асоціюється з ризиками для економічного зростання. Природно, що граничне підвищення боргового навантаження ставало дедалі чутливішим до глобальних макрофінансових умов (зумовленість рівня реальних процентних ставок глобальними монетарними взаєминами і вектором руху потоків капіталу, детермінованість поведінки спредів ефектами ліквідності і ставленням до ризику, інституціональна толерантність до пошуків доходності й посилення фінансової конкуренції не на основі рівня процентних ставок, а можливості прийняти ризик тощо), зміна яких істотно вплинула на поведінку економічних агентів. Унаслідок цього, навіть попри історично некритичні обсяги боргового навантаження, антикризові заходи урядів втратили довіру в багатьох країнах, і нові запозичення почали розглядатись як негативний сигнал. У країнах ЄС-ЄВС дивергенція спредів почала руйнувати макроекономічні основи стабільного функціонування зони євро.

Можна стверджувати, що не лише високі процентні ставки послаблюють боргову стійкість країни. Затяжний період низьких процентних ставок є не менш ризиковим. Це стосується не лише фінансової стабільності в розумінні зв'язку між м'якою монетарною політикою і зростанням вартості активів та посилення спекулятивних настроїв, а також фіскальної політики. Вразливість останньої до середовища низьких процентних ставок обумовлюється ендегенним підвищенням рівня державного боргу, що тривалий час розглядається як рівноважний процес, зумовлений відносним підвищенням вартості податкового тягаря на тлі спадних процентних виплат. Структурно ж така вразливість впливає зі специфіки глобальних макрофінансових факторів, які є дуже чутливими до змін у політиці управління глобальними валютними резервами, потоках капіталу і ставленні до ризику.

Зростаюча мінливість очікувань стає особливо небезпечною з огляду на підвищення глобальної фінансової конкуренції та зумовленості самих очікувань поведінковими стереотипами, що формуються під впливом суб'єктивного пріоритету тієї чи

---

іншої теоретичної схеми. Отже, відношення державного боргу до ВВП на рівні 60 % як оптимальне має бути переглянуте навіть для розвинутих країн. Беручи до уваги, що в довгостроковій перспективі реальні процентні ставки істотно не зростатимуть (це не стосується спредів) унаслідок триваючої монетарної експансії провідних центробанків у поєднанні із глобальними фінансовими дисбалансами, повернення зазначеного співвідношення до позначки в 60 % не гарантуватиме майбутньої фіскальної стабільності в разі виникнення додаткових потреб у запозиченнях. Тобто

---

більшість розвинутих країн стикається з потужними продефіцитними факторами (наприклад, старіння населення), то 60 % значення боргу до ВВП як стартова позиція для нових запозичень у шоківих умовах навряд чи користуватиметься довірою.

Таким чином, зниження порогу оптимального боргового навантаження до рівня 40—50 % для розвинутих країн і 30—40 % для решти світу більше відповідатиме актуальним структурним особливостям глобальної економіки. Виявлення оптимального рівня боргового навантаження для української економіки потребує додаткових спеціальних досліджень, які виходять за межі цієї статті, але в першому наближенні можна констатувати необхідність проведення жорсткішої фінансової політики, яка би не допускала вихід показника державного боргу за межі 40—45 % ВВП.

Підсумовуючи викладене, зазначимо, що сучасний рівень обтяжливості державним боргом розвинутих країн не є історично безпрецедентним. Труднощі, які виникли у процесі антикризового збільшення державного боргу, слід пов'язувати зі структурними змінами у світовій економіці: посилення фінансової конкуренції, конкуренції між резервними валютами, загострення проблеми валютної диверсифікації глобальних портфелів активів; обумовленість ставлення до ризику рівнем процентних ставок; виникнення спекулятивної поведінки щодо можливості країни знижувати соціальні гарантії, вдаватися до монетизації бюджетного дефіциту, фокусувати зовнішній попит на активи із суверенним ризиком. Тривале підтримання низьких процентних ставок призвело до завищення рівноважного рівня державного боргу, що посилює фінансову вразливість більшості країн світу до змін глобальних макрофінансових умов, зокрема ставлення до ризику. З огляду на зростаюче значення спредів і поведінкових факторів спекуляції оптимальний рівень державного боргу має бути на рівні, який би надавав можливість здійснювати нові запозичення в разі настання шоку, причому щоб вони розцінювались як позитивний сигнал. Це потребує зниження усталеного значення оптимального співвідношення боргу й ВВП до рівня 40—50 % для розвинутих

---

країн і 30—40 % для решти світу.