

Богдан Т.П.,
доктор економічних наук,
головний науковий співробітник
відділу фінансового
та бюджетного прогнозування
ДУ “Інститут економіки
та прогнозування НАН України”

ГЛОБАЛЬНА ФІНАНСОВА КРИЗА ТА ВИКЛИКИ ДЛЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ В ПОСТКРИЗОВИЙ ПЕРІОД

Розкрито глибинні недоліки моделі ринкового фундаменталізму і політики економічного лібералізму, які призвели до виникнення світової фінансової кризи. З урахуванням виявлених чинників запропоновано комплекс заходів фінансової політики держави, реалізація яких сприятиме зниженню системних ризиків і посиленню стійкості фінансової системи до впливу негативних факторів у майбутньому.

The author investigates the drawbacks of market fundamentalism model and economic liberalism policy that resulted in a world financial crisis. On the basis of the factors revealed she proposes a number of financial policy measures — financial institutions regulation, monetary policy reforming and fiscal policy tightening. Being implemented these measures will promote the reduction of systemic risks and financial system’s vulnerability to the impact of adverse factors in the future.

Ключові слова: фінансова криза, системні ризики, регулювання діяльності фінансових установ, грошово-кредитна політика, фінансові стимули.

Сучасна світова економічна і фінансова криза продемонструвала системні недоліки чинної моделі глобального капіталізму з її орієнтацією на надмірне споживання і використання кредитних ресурсів, прорахунки політики економічного лібералізму і впливу держави на розвиток фінансового сектору. Структурна криза, у ході якої відбувся збіг малого, великого і стадіального циклів, викликала потужний резонанс гальмування економічної активності, руйнування старих структур і міжгалузевого переливу капіталів.

Чинниками фінансової кризи, які спершу реалізували свій вплив у розвинутих країнах, а згодом поширилися на інші країни і регіони світу, є:

- кон’юнктурне зростання цін на активи, не підкріплене дією фундаментальних економічних факторів;
- надлишок глобальної ліквідності та виникнення кредитного буму;
- накопичення надмірних боргів у секторі домогосподарств і досягнення високого рівня левериджу фінансових установ;
- широке застосування складних і “екзотичних” фінансових інструментів і поширення системних ризиків;
- нездатність органів фінансового регулювання стримати надмірно ризикову діяльність фінансових установ і неспроможність передбачити кризовий сценарій розвитку подій.

За 2009 рік обсяг світового ВВП зменшився на 0,6%, у тому числі в країнах колишнього СРСР — на 6,6%. Суттєвих втрат зазнала міжнародна торгівля товарами і послугами: за минулий рік темпи її падіння становили 10,7%. Дефіцит державного бюджету в країнах Великої сімки досяг рекордного значення в 10% ВВП, а зовнішній борг, незважаючи на охолодження кредитних ринків, у цілому ряді країн продовжував зростати: у країнах Центральної та Східної Європи він збільшився з 54,7% ВВП на кінець 2008 року до 68,6% ВВП на кінець 2009-го¹. За оцінками МВФ, суми списання банківських активів із початку глобальної кризи до кінця 2010 року становитимуть 2,3 трлн дол. США.

Поточна фінансово-економічна криза довела, що теорія раціональних очікувань і гіпотеза ефективних ринків є недієздатними: ринкові суб'єкти не володіють достовірною інформацією і не в змозі передбачити розвиток майбутніх подій, тому вони можуть впадати або в стан колективної ейфорії (коли всі суб'єкти недооцінюють і не враховують у своїх рішеннях певні ризики), або в стан колективної депресії (коли схильність до прийняття ризиків різко зменшується). За таких умов сподівання на ринкове саморегулювання і на дію “невидимої руки” призводять до чергування циклів “бум — спад” і згубних наслідків для економіки.

У країнах з ринками, що формуються, світова фінансова криза оголила гіпертрофовану залежність їх економік від зовнішнього фінансування і засвідчила неадекватність національних фінансових систем завданням забезпечення поступального економічного розвитку. В умовах зниження глобальної ліквідності, зменшення схильності міжнародних інвесторів до прийняття ризиків і повернення капіталів до місць їх походження багато країн-позичальниць зіткнулися зі втратою доступу до зовнішніх джерел фінансування і зазнали масштабної втечі капіталів. Так, у 2008 році лише взаємні фонди вивели з країн з ринками, що формуються, 54,2 млрд дол., тоді як у 2007 році вкладення цих фондів становили 45,1 млрд дол.²

Фінансова криза також показала, що інститути і ринки неспроможні адекватно оцінювати сукупність фінансових ризиків, а системні ризики ними повністю ігноруються. Деривативи, покликані сек'юритизувати фінансові ризики і розподіляти їх між різними типами інструментів, зазнавали малопомітних мутацій, які маскували стан колективної безвідповідальності і на практиці призвели до лавиноподібного розростання непокритих ризиків. Недарма відомий американський інвестор У. Баффет назвав деривативи “фінансовою зброєю масового знищення”.

Математичні моделі оцінки ризиків виявилися неадекватним інструментом для прийняття обґрунтованих фінансових рішень. Використання спрощених ретроспективних моделей з опорою на ринкові ціни, в поєднанні з ігноруванням основних ризикових факторів, виливалося в хибну оцінку ризиків ринковими

¹ World Economic Outlook Database. — 2010. — April.

² International Monetary Fund. Global Financial Stability Report: [Електр. ресурс]. — 2010. — April. — <http://www.imf.orf>.

суб'єктами. Унаслідок застосування багатьма агентами схожих моделей управління ризиками вони відкривали ринкові позиції однакової спрямованості й у такий спосіб ще більше посилювали системні ризики.

Поширення тенденцій недооцінки ризиків створювало передумови для нарощування позичальниками частки позичкового капіталу і надавало поштовх зростанню цін на активи. Зазначена практика, у свою чергу, породжувала самопідтримуючу спіраль збільшення левериджу і підвищення цін на активи. У США з 1994 по 2007 рік заборгованість населення і нефінансових підприємств перед фінансовими установами за отриманими кредитами зростає зі 118 % до 173 % ВВП. При цьому з 1980 по 2007 рік заощадження фізичних осіб скоротилися з 10 % чистих доходів до 0 %³.

Політика невтручання центральних банків у буми цін на активи і кредитні буми мала згубні наслідки для світової економіки. У багатьох країнах протягом тривалого часу центральні банки скеровували свою діяльність на утримання стабільності цін, ігноруючи роздування “бульбашок” на різних сегментах ринку і запліщуючи очі на бездумну поведінку комерційних банків з кредитування високоризикових видів діяльності. Така їх недалекоглядність частково пояснювалася тим, що роздування спекулятивних “бульбашок” сприяло зв'язуванню надлишкової грошової маси, яка у розвинутих країнах формувалася в результаті експансійної монетарної політики, а в країнах із ринками, що формуються, — залучення значних обсягів іноземного капіталу.

Під час економічної кризи стало зрозумілим, що центральні банки мали контролювати не лише рівень цін, а й розвиток фінансового ринку. Російський вчений О. Суєтін відзначає, що економіки країн світу стали вразливими до криз не внаслідок війн чи хвороб, а через комбінації помилкових рішень у грошово-кредитній політиці та надмірне використання банками позичкових коштів. Таким чином, глобальна фінансова криза була викликана “провалами” не лише ринку, а й держави. Особливо деструктивну роль відіграли неефективні системи пруденційного регулювання і нагляду за діяльністю фінансових установ.

Ми стали свідками того, наскільки болісно протікають фінансові кризи, у центрі яких перебуває слабо регульована і контрпродуктивна діяльність фінансових установ. Якщо ціновий бум на певних сегментах ринку підтримується банками та іншими установами з високим левериджем, то в разі зниження цін на активи і здування спекулятивних “бульбашок” катастрофічно погіршуються баланси банківських позичальників і самих банків, що призводить до заморожування кредитної діяльності останніх і зниження рівня економічної активності.

У країнах з ринками, що формуються, національні фінансові системи виявилися неспроможними опосередковувати масштабні переливи міжнародних капіталів. Недієздатні системи фінансового нагляду і пруденційного регулювання

³ *Сакаса Н.* Предотвращение будущих кризисов // Финансы и развитие: [Електр. ресурс]. — 2009. — № 1. — <http://www.imf.org>.

допускали надмірну концентрацію кредитних ризиків і дозволяли фінансовим установам накопичувати валютні дисбаланси, а також мати значні розриви за строковістю активів і пасивів.

Спільною декларацією самміту країн Великої двадцятки, який проходив у Лондоні 1—2 квітня 2009 року, одним із напрямів здійснення антикризових заходів було визначено посилення контролю за фінансовими установами. Ця сама проблема порушувалася і на самміті в Піттсбурзі 24—25 вересня того ж року. У межах більш жорсткої системи регулювання їхньої діяльності передбачається вжиття заходів для попередження надмірного зростання левериджу банків і продекларовано необхідність збільшення резервів на покриття можливих ризиків, що формуються в період економічного піднесення.

У докризовий період органи регулювання багатьох країн світу недостатньо активно протистояли прагненню фінансових установ брати на себе надмірні ризики при нехтуванні системним ризиком. Так, банки і нефінансові підприємства під час економічного буму суттєво підвищили власний леверидж без урахування факту істотно завищених цін на активи, що підірвало їх фінансовий стан після ринкового коригування цін. У цілому фінансові установи та їх менеджмент були схильні до копіювання ринкової поведінки інших установ і накопичення надмірних ризиків під тиском конкуренції та задля бажання утримати частку ринку. Свою роль також відіграли схеми оплати праці, які ґрунтувалися на відносних результатах, і очікування усупільнення державою збитків від ризикової діяльності фінансових установ.

Таким чином, високоризикова поведінка частково пояснювалася наявністю державних гарантій із забезпечення стабільності фінансового сектору. У цьому контексті Дж. Стігліц доречно ставить таке питання: “Чому мегабанки повинні безконтрольно брати на себе ризики, якщо платники податків страхують їх втрати? Банки, які є занадто великими, щоб збанкрутувати, мають спотворені стимули. Якщо вони ризикують і виграють, то отримують прибуток, а якщо зазнають невдачі, то їх рахунки оплачують платники податків”⁴.

У розвинутих країнах Великої двадцятки прямі бюджетні витрати на рекапіталізацію фінансового сектору досягли станом на початок 2010 року 2,7 % ВВП минулого року. В окремих країнах витрати держави на стабілізацію фінансового сектору були мінімальними, а в деяких досить значними (табл.).

Державна підтримка включала такі заходи: вливання капіталу, викуп проблемних активів, поширення державних гарантій на певні види зобов'язань фінансових установ, надання ліквідності центральним банком і розширення схем гарантування депозитів. У широкому розумінні фінансові, економічні та соціальні втрати від фінансової кризи значно перевищили 4 % ВВП прямої бюджетної підтримки фінансового сектору чи 19 % ВВП підтримки держави у цілому. Станом на початок 2010 року кумулятивне падіння ВВП у країнах Великої двадцятки,

⁴ *Стіглиц Дж.* Слишком большие, чтобы жить // Мысль. — 2010. — № 1 (40). — С. 62.

Таблиця. Державна підтримка фінансового сектору у країнах Великої двадцятки станом на початок 2010 року, % ВВП за 2009 рік

Країна	Вливання капіталу	Викуп активів і позиції Казначейства	Пряма бюджетна підтримка, усього	Гарантії держави	Своп активів та їх викуп центральним банком	Державна підтримка в цілому
Австралія	0,0	0,0	0,0	13,2	0,0	13,2
Канада	0,0	9,1	9,1	0,0	0,0	18,2
Франція	1,3	0,2	1,5	16,9	0,0	19,9
Німеччина	3,4	0,0	3,4	17,2	0,0	24,0
Італія	1,3	0,0	1,3	0,0	2,7	5,3
Японія	2,5	4,1	6,6	7,2	0,0	20,4
Південна Корея	1,2	1,5	2,7	11,6	0,0	17,0
Великобританія	8,2	3,7	11,9	40,0	28,2	92,0
США	5,1	2,3	7,4	7,5	12,1	34,4
Країни з ринками, що формуються						
Аргентина	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Бразилія	0,0	0,8	0,8	0,5	0,0	2,1
Китай	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Індія	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Індонезія	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Мексика	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Росія	7,1	0,5	7,7	0,0	0,0	15,3
Саудівська Аравія	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Південна Африка	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Туреччина	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
У середньому по країнах Великої двадцятки	2,7	1,4	4	6,4	4,6	19,0
У тому числі:						
розвинуті країни						
% ВВП за 2009 рік	3,8	2,4	6,2	10,9	7,7	31,0
млрд дол. США	1220	756	1976	3530	2400	9882
країни з ринками, що формуються						
% ВВП за 2009 рік	0,7	0,1	0,8	0,04	0,0	1,6
млрд дол. США	90	18	108	7	0	223

Джерело: дані МВФ: A fair and substantial contribution by the financial sector / Interim Report for the G-20. — Meeting of G-20 Ministers. — April 2010.

охоплених проявами системної кризи, сягнуло 27 %. За оцінками МВФ, протягом 2008—2015 років державний борг як частка від ВВП розвинутих країн цієї групи збільшиться у середньому на 40 в. п.

Для недопущення майбутніх криз в Україні, як і у світі в цілому, на порядку денному стоїть завдання забезпечення спрямованості макропруденційних нормативів на зниження системних ризиків і стримування кредитних бумів. Лише в такому випадку фінансові посередники зможуть виконувати свою роль, яка полягає в ефективному перерозподілі коштів від кредиторів до позичальників на міцному фундаменті фінансової стабільності. Стратегічні напрями реформування системи нагляду за діяльністю фінансових установ нерозривно пов'язані з:

- підвищенням рівня і поліпшенням якості власного капіталу;
- удосконаленням управління ліквідністю;
- нарощуванням страхових запасів ліквідності.

Зниженню вразливості національної фінансової системи до дії зовнішніх шоків сприятиме використання таких інструментів: запровадження більш високих нормативів адекватності капіталу для фінансових установ і надання антициклічного характеру політиці пруденційного регулювання; обмеження запозичень в іноземній валюті для вітчизняних позичальників; запобігання буму цін на активи з використанням грошово-кредитних важелів.

У більшості країн світу вартість активів і застави, які оцінювалися за поточними ринковими цінами, у фазі економічного піднесення зростала, тоді як банківські резерви на покриття кредитних ризиків знижувалися, оскільки очікувалося зменшення частоти дефолтів. Крім того, у сприятливі часи нормативи адекватності капіталу, зважені за ступенем ризику, не відображали дійсного стану справ, оскільки задіяні показники не враховували фактичного ступеня ризику в тривалій перспективі. Під час економічної кризи, коли показники ризиків суттєво збільшувалися, витрати матеріалізувалися, а капітал фінансових установ зменшувався, виявилось, що накопичені резерви не покривають усіх витрат і збитків. Для уникнення подібних загроз у майбутньому і створення міцних засад фінансової стабільності система пруденційного регулювання має забезпечити:

1) стримування надмірного кредитування і запозичень банків, обмеження левариджу банків шляхом введення лімітів — нормативів адекватності власного капіталу банків, які повною мірою враховуватимуть ризиковість банківських активів;

2) зменшення ризиків, які беруть на себе фінансові установи, шляхом запровадження лімітів на відкриті валютні позиції (з урахуванням позабалансових операцій), особливих вимог до застави при наданні певних видів позик, обмеження надмірно ризикових видів позик (у секторному вимірі) та регулювання розривів активів і пасивів банків за строками;

3) створення буфера ресурсів для покриття збитків у періоди економічних криз шляхом удосконалення методики формування банківських резервів під кредитні ризики і підвищення рівня капіталізації банків.

У світовій практиці дедалі більше фахівців говорять про необхідність надання нормативам пруденційного регулювання антициклічного характеру⁵. Зокрема, антициклічні нормативи адекватності банківського капіталу і вимоги до формування резервів на покриття можливих втрат за кредитними операціями банків мають відігравати важливу роль у згладжуванні бумів на фінансових ринках. Нормативи адекватності капіталу повинні змінюватися залежно від стадії економічного циклу, щоб не провокувати кредитного буму в період піднесення економіки і не гальмувати кредитного процесу під час спаду. Так зване динамічне нормування передбачає зростання нормативів адекватності капіталу в разі швидкого зростання банківських кредитів та їх зниження при уповільненні кредитної діяльності. Стосовно формування резервів під кредитні ризики також слід забезпечити підвищення коефіцієнтів резервування в часи економічного піднесення і створювати можливості для використання вже накопичених резервів (і, відповідно, знижувати коефіцієнти резервування) в період економічного спаду.

З метою недопущення надмірного левериджу банків на стадії піднесення економіки та ейфорії на фінансових ринках нормативи власного капіталу банків, зважені за ступенем ризику, повинні мати чітко визначені ліміти, а методика їх розрахунку узгоджуватися з міжнародною практикою. А поки що, як справедливо вказує Н. Швець, в Україні резерви за кредитними операціями банків прийнято включати до складу капіталу II рівня в повному обсязі, тоді як, згідно з Базелем-II, при стандартизованому підході до капіталу II рівня такі резерви можуть включатися лише в розмірі, не більшому від 1,25% зважених за ризиком активів. Унаслідок цього реальні показники достатності банківського капіталу значно завищуються порівняно з міжнародною практикою⁶.

Крім того, слід розглянути питання про доповнення нормативів адекватності капіталу, у рамках яких власний капітал банків співвідноситься з сумою активів, зважених за ступенем ризику, більш простими нормативами, які оперують абсолютними сумами (наприклад, відношення власного капіталу до номінальної суми активів або їх окремих складових). Причому значення таких нормативів повинні бути більш високими порівняно з тими, що діяли в докризовий період.

У цілому ефективна система регулювання діяльності фінансових установ має відповідати таким принципам:

— *повнота охоплення*: система державного контролю, нагляду і регулювання має поширюватися на всі типи фінансових установ, види діяльності та юрисдикцій, функціонування яких пов'язане з накопиченням системних ризиків;

— *спрямованість на стимули агентів ринку*: система регулювання повинна спонукати установи, банкрутство яких матиме значні зовнішні ефекти, передбачати такі втрати у власних системах ризик-менеджменту і бізнес-планування;

⁵ Дель'Ариччіа Дж. Буми цен на активы. Каков лучший способ решения проблемы? // Финансы и развитие. — 2009. — Июнь. — С. 35.

⁶ Швець Н. Проблемність капіталу банків України // Економіка України. — 2009. — № 12. — С. 38.

— *взаємодоповнюваність ринкової дисципліни і державного регулювання*: дисциплінуюча роль ринку може реалізуватися лише при допущенні банкрутств неплатоспроможних суб'єктів і за наявності адекватної системи розповсюдження інформації про результати підприємницької діяльності та фінансовий стан установ⁷.

Для запобігання фінансовим кризам слід переглянути набір цілей та інструментів грошово-кредитної політики: утримання цінової стабільності має бути підпорядковане досягненню мети вищого порядку — утримання фінансової стабільності, а спрямованість та інструментарій грошово-кредитної політики повинні запобігати надуванню “бульбашок” на різні типи активів. Таким чином, роль цільового орієнтуру для НБУ має відігравати не кількісний показник інфляції (у рамках режиму інфляційного таргетування), а утримання фінансової стабільності в країні. При цьому незалежність НБУ не повинна фігурувати як базова передумова для досягнення зазначеної цілі. У даному контексті колишній віце-президент Світового банку, лауреат Нобелівської премії з економіки Дж. Стігліц підкреслював: “У світі існує мало доказів того, що країни з більш незалежними центральними банками зростають швидше чи наражаються на менш глибокі й часті флуктуації. Незалежність Європейського центрального банку прискорила темпи гальмування економічного зростання у 2001 році, оскільки банк не відреагував на зростання рівня безробіття зниженням процентних ставок, демонструючи власну незалежність”⁸. Такі проблеми виникають здебільшого тому, що незалежні центральні банки скеровують свою діяльність на боротьбу з інфляцією, а проблеми економічного зростання чи пом'якшення спаду економіки в деяких випадках ігноруються.

Дж. Стігліц вказує на такий факт: у розпал корейської кризи МВФ наполягав, щоб Центральний банк Південної Кореї став більш незалежним і сконцентрував свою увагу переважно на інфляції, хоча у країні не було проблем з інфляцією. МВФ просто використав надану кризою можливість нав'язати свою політичну програму. Фонд завжди намагався зробити вигляд, що він стоїть над політикою, але було очевидно, що його кредитні програми, щонайменше частково, визначалися політичними міркуваннями⁹. У даний час міжнародні організації рекомендують країнам-членам включати до мандата центрального банку в якості експліцитної цілі його діяльності нівелювання системних ризиків і утримання фінансової стабільності¹⁰. При цьому не лише центральні банки, а й інші установи системи фінансового регулювання повинні керуватися цілями усунення системних ризиків і мати у своєму розпорядженні відповідні інструменти для їх досягнення.

⁷ Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis / Prepared by S. Claessens, G. Dell’Ariccia, D. Igan, and L. Laeven // IMF Working Paper. Research Department. — February 2010. — P. 21.

⁸ Стігліц Дж. Глобалізація: тривожні тенденції. — М.: Мысль, 2003. — С. 65.

⁹ Там само. — С. 66, 67.

¹⁰ Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis / Prepared by S. Claessens, G. Dell’Ariccia, D. Igan, and L. Laeven // IMF Working Paper. Research Department. — February 2010. — P. 21.

Щодо цільової спрямованості системи макрофінансового регулювання в пост-кризовий період, то досвід 2008—2009 років продемонстрував: з найменшими втратами з кризи вийшли країни, політика яких скеровувалася на усунення джерел уразливості та стримування кредитних бумів, включала гнучкий режим валютного курсу (який певною мірою абсорбував зовнішні потрясіння) і збалансованість державних фінансів (бюджетні профіцити у часи економічного піднесення створювали підґрунтя для проведення м'якої фіскальної політики у часи кризи)¹¹.

Остання економічна криза продемонструвала, що в умовах волатильності міжнародних потоків капіталу “жорсткій посадці” економіки країни-реципієнта зазвичай передують суттєве збільшення державних видатків і розширення внутрішнього попиту на стадії припливу іноземного капіталу. Водночас стримування збільшення витрат держави і накопичення значних валютних резервів частково нівелюють тиск потоків капіталу на внутрішній попит, що згодом створює сприятливі умови для “м'якої посадки” національної економіки. Таким чином, експансійна бюджетно-податкова політика і некероване зростання внутрішніх споживчих (інвестиційних) витрат, обумовлене надходженням іноземного капіталу, після його реверсу обертаються більш значним падінням ВВП і дестабілізацією фінансової системи.

У відповідь на поширення кризових явищ у 2007—2009 роках уряди багатьох країн світу активно використовували інструменти бюджетно-податкової політики. Пакети бюджетно-податкового стимулювання економіки були особливо значними в Японії, США та азійських країнах з ринками, що формуються. Країни єврозони, Африки і Латинської Америки застосовували дані інструменти в менших обсягах. Щодо конкретного набору стимулюючих заходів, то в Японії перевагу надавали цільовим і загальним трансфертам, в Азії — державним видаткам інвестиційного спрямування, у США — соціальним трансфертам і зниженню рівня оподаткування трудових доходів; у європейських країнах основну роль відігравала податкова політика: багато урядів для пожвавлення економіки зменшують податки на корпоративні прибутки.

У теорії визнається, що фіскальні стимули зазвичай позитивно впливають як на сукупний попит, так і на сукупну пропозицію в економіці. Однак практичний досвід показує: у країнах з ринками, що формуються, у період дестабілізації фінансових ринків застосування фіскальних стимулів може призводити до суттєвого підвищення рівня процентних ставок, невід'ємним компонентом яких є ризикові премії. Якщо при цьому довіра учасників фінансового ринку до перспектив утримання макроекономічної стабільності у країні є хиткою, а зростання ризикової премії достатньо вагомим, то ефекти фіскальних стимулів для рівня випуску стають негативними.

¹¹ The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact / Prepared by P. Berkmen, G. Gelos, R. Rennhack, and James P. Walsh // IMF Working Paper. Western Hemisphere Department. — December 2009. — P. 15.

Крім того, проведення стимулюючої фінансової політики може мати досить небезпечні наслідки у країнах із суттєвими потребами у зовнішньому фінансуванні та значними обсягами зовнішніх боргових зобов'язань. У цьому контексті експерти МБРР зазначають, що у країнах Центральної та Східної Європи, які характеризуються високими дефіцитами фінансових рахунків, ціль підтримки сукупного попиту з використанням інструментів грошово-кредитної та фіскальної політики має балансуватися з ризиками впливу капіталів і спричиненого цим погіршення фінансового становища підприємств і банків. Девальвація національних валют із високою ймовірністю підриватиме платоспроможність міжнародних позичальників, а підвищення облікової ставки чи скорочення дефіциту бюджету, хоча й негативно впливає на рівень економічної активності, допомагає відновити зовнішню рівновагу¹².

У розвинутих країнах збільшення дефіциту бюджету і нарощування державного боргу зазвичай позитивно впливають на економічну динаміку в короткостроковому періоді. Проте в довгостроковій перспективі підвищення реальних процентних ставок у результаті проведення експансійної фіскальної політики і зростання рівня податкових вилучень, необхідних для обслуговування накопичених боргів, деформують економічні пропорції та знижують динамізм економічного розвитку.

У країнах з ринками, що формуються, нарощування заборгованості національних урядів, поряд з окресленими негативними наслідками, має своїм результатом підвищення вартості зовнішнього фінансування як для самих урядів, так і для корпорацій цих країн. Адже суверенні кредитні рейтинги, які знижуються в міру зростання обсягу державного боргу, являють собою своєрідний верхній ліміт для корпоративних кредитних рейтингів. А зростання вартості іноземного позичкового капіталу за дефіциту довгострокових ресурсів внутрішнього характеру, у свою чергу, уповільнює темпи нагромадження основного капіталу, що негативно позначається на темпах економічного зростання. У докризовий період економіки більшості країн характеризувалися помірним співвідношенням державного боргу і ВВП. Однак застосування дискреційних фіскальних стимулів, дія автоматичних стабілізаторів і витрачання державних коштів на стабілізацію фінансового сектору призвели до істотного нарощування державної заборгованості.

У відповідності з базовим сценарієм МВФ, відношення державного боргу до ВВП у країнах Великої двадцятки зросте з 63 % у 2007 році до 85 % у 2014-му, а у розвинутих країнах даної групи це зростання буде ще більш вражаючим — з 78 % до 114 % ВВП¹³.

На сьогодні дедалі більше фахівців висловлюють стурбованість щодо негативних наслідків фінансової експансії урядів у довгостроковій перспективі та імовірності порушення боргової стійкості окремих держав. Експерти МВФ справедливо

¹² International Bank for Reconstruction and Development. Global Development Finance 2009. — Washington, 2009.

¹³ Global Risks 2010. A World Economic Forum Report: [Електр. ресурс]. — <http://www.weforum.org/en/initiatives/globalrisk/Reports/index.htm>.

вказують на те, що швидке накопичення державних боргів і нарощування бюджетних дефіцитів змінили характер глобальних ризиків; фактори вразливості тепер в основному пов'язуються зі стійкістю балансів органів державного управління¹⁴.

Події 2008—2009 років засвідчили, що економіки країн з високим ступенем боргової залежності найбільше постраждали від проявів світової фінансової кризи. Є. Берглоф, Й. Корнієнко і Д. Цеттельмейєр з використанням економіко-математичних методів установили, що в країнах з ринками, які формуються, глибина падіння ВВП у IV кварталі 2008 року і I кварталі 2009-го визначалася дією таких факторів: обсягом зовнішньоборгових зобов'язань, ревальвацією РЕОК з 2002 року, величиною ПП і рівнем політичної нестабільності¹⁵.

В Україні за 2009 рік загальна сума державного боргу збільшилася на 127,5 млрд грн, у тому числі гарантованого боргу — на 31,1 млрд грн. За підсумками 2009 року, державний борг України досяг величини 316,9 млрд грн, або 34,7 % ВВП. Для порівняння: наприкінці 2007 року сума державного боргу України становила 12,3 % ВВП, а 2008-го — 19,9 % ВВП.

Таким чином, розмір державного боргу України впритул наблизився до критичного значення, а при врахуванні найбільш ризикових видів умовних зобов'язань уряду — вже перевищив його. Фахівці МВФ установили, що для країн з низьким і середнім рівнями доходів своєрідною “точкою відсікання” (що відповідає середньому рівню боргового навантаження у рік, який передував року виникнення боргової кризи) є рівень у 43 % ВВП¹⁶.

За оцінками Міжнародного валютного фонду і Міжнародної асоціації розвитку, у країнах із слабкими ринковими інститутами критичний рівень державного боргу не перевищує 30 % ВВП, оскільки такі країни не спроможні ефективно використовувати запозичені кошти і характеризуються підвищеними ризиками їх нецільового використання¹⁷.

В Україні, згідно з нашими оцінками, надмірне нарощування державного боргу може спровокувати кризу державної заборгованості у 2012—2013 роках. Нині експансія уряду на внутрішньому фінансовому ринку і переспрямування частини національних заощаджень на фінансування державних витрат виливаються у звуження джерел позичкових коштів для вітчизняних підприємств і зростання внутрішніх процентних ставок, що знижує можливості для відтворення основного капіталу і погіршує перспективи посткризового відновлення економіки.

¹⁴ Доклад о глобальной финансовой стабильности / Международный валютный фонд: [Електр. ресурс]. — 2010. — Апрель. — <http://www.imf.org>.

¹⁵ *Bergluf E., Korniyenko Y., Zettelmeyer J.* Crisis in Emerging Europe: Understanding the Impact and Policy Response / Unpublished manuscript. — 2009.

¹⁶ Debt Sustainability in Low-Income Countries — Proposal for an Operational Framework and Policy Implications / International Monetary Fund and International Development Association: [Електр. ресурс]. — February 3, 2004. — <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2004/020304.htm>.

¹⁷ Там само.

Для нівелювання вказаних негативних наслідків і забезпечення платоспроможності держави у тривалій перспективі уряду слід зменшити темпи накопичення державного боргу в поточному році та перейти до його поступового погашення в наступні. Глобальна фінансова криза засвідчила: для того щоб отримати належний простір для застосування стимулюючих заходів у період економічних негараздів, уряд повинен мати достатньо низький рівень державного боргу в докризовий період. З урахуванням зазначених чинників, після відновлення економічного зростання пріоритетом бюджетно-податкової політики уряду України має стати зменшення розміру державного боргу, що виключає можливість нарощування державних видатків чи суттєвого зниження податкового навантаження.

У середньостроковій перспективі переорієнтація бюджетної та позичкової політики держави на розв'язання стратегічних завдань розвитку національної економіки вимагає першочергового фінансування з позичкових джерел пріоритетних проектів загальнонаціонального значення в енергетичній та транспортній галузях, надання підтримки розвитку експортних і високотехнологічних виробництв. Така політика має стати невід'ємною складовою в системі заходів, спрямованих на структурну перебудову економіки і модернізацію виробництва на основі технологій V та VI укладів, розширення внутрішнього ринку і створення інвестиційної системи, що спиратиметься на внутрішні джерела фінансування.