

В. В. Козюк

## ГЛОБАЛІЗАЦІЯ ТА ПРОБЛЕМА ПРОВАЛУ ФІСКАЛЬНОЇ ДИСЦИПЛІНИ

*Проаналізовано теоретичні проблеми браку фінансової дисципліни в умовах глобалізації. Доведено, що гіпотеза нової економіки публічних фінансів не підтверджується.*

*Theoretical issues of lack of fiscal discipline under globalization are analyzed. Fact that the hypothesis of a new economy of public finance is unconfirmed is proved.*

**Ключові слова:** глобалізація, фінансова дисципліна, гіпотеза нової економіки публічних фінансів, процентні ставки, державний борг.

Глобальна боргова криза засвідчує наявність суперечливих фінансових стратегій у період порівняно стабільного макроекономічного середовища, толерантного до розгортання спіралі публічних і приватних запозичень за рахунок низьких процентних ставок. Водночас, попри приблизно однаковий негативний вплив глобального шоку на реальний випуск майже в усіх розвинутих країнах, підтримання боргової стабільності стає дедалі асиметричнішим, а необхідність проциклічної фінансової орієнтації може уповільнити відновлення реального сектору та зайнятості.

Порушення боргової стабільності під час кризи та після неї зумовлює потребу в детальному аналізі взаємозв'язку процентних виплат і боргового тягаря для того, щоб з'ясувати, у якій мірі зниження процентних ставок спонукало більшість розвинутих країн до проведення ризиковішої боргової політики.

У науковій літературі думка про те, що глобалізація у випадку фінансової політики не гарантує однозначного ефекту дисципліни, є досить поширеною<sup>1</sup>. Утім, розгляд питання впливу глобалізації на боргову політику не обмежується вивченням ефекту дисципліни<sup>2</sup>: зниження процентних ставок відкриває додаткові можливості у сфері запозичень і стабілізації державного боргу; збільшення ємності ринку через фінансову інтеграцію меншою мірою впливає на формування глобальних рівноважних тенденцій та послаблює національні

---

<sup>1</sup> Tytell I. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? / I. Tytell, W. Shang-Jin // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/84. — P. 3—40; Tytell I. Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies / I. Tytell // Globalization and External Imbalances: World Economic Outlook. — 2005. — Ch. III. — P. 122, 123.

<sup>2</sup> Виокремлення вказаних каналів здійснено на основі аналізу таких досліджень: Globalization, Financial Markets and Fiscal Policy // SM/09/274. — IMF, 2009. — P. 1—45; Garcia-Herrero A. International Diversification Gains and Home Bias in Banking / A. Garcia-Herrero, F. Vazques // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/281. — P. 1—28; Financial Stability and Local Currency Bond Markets // Committee on the Global Financial System Papers. BIS. — 2007. — № 28. — P. 1—142; Globalization and External Imbalances: World Economic Outlook. — 2005. — Ch. III. — P. 109—156; Kremer M. Globalization and International Public Finance / M. Kremer, P. Mehta // NBER Working Paper. — 2000. — № 7575. — P. 1—28; Goetzmann W. Long-Term Global Market Correlations / W. Goetzmann, L. Li, K. Rouwenhorst // The Bank of Nederland Conference Papers. — 2002. — February 22. — P. 1—52.

ефекти витіснення; затухання ефекту домашнього зміщення, з одного боку, розширює можливості у сфері запозичень через володіння інвесторами глобально репрезентативним борговим портфелем, з другого — передбачає, що зростання значення закордонного володіння борговими інструментами повинне справляти жорсткий дисциплінуючий вплив на фіскальну політику; зменшення трансакційних витрат глобальної торгівлі фінансовими інструментами впливає на фіскальну політику залежно від того, наскільки відрізняється ставлення до ризику резидентів і нерезидентів. Послаблення ефекту “первісного гріха” (згідно з гіпотезою “первісного гріха” (*original sin*), країни з низькими й середніми доходами не можуть запозичувати під низькі проценти на тривалий термін у власній валюті<sup>3</sup>) супроводжується зниженням дисципліни<sup>4</sup>. У міру поглиблення глобальної фінансової інтеграції та досягнення успіхів у розширенні фінансових ринків зазначені обмеження послаблюються внаслідок формування тенденції глобалізації національних валют, тобто збільшення зони закордонного обігу валют, які не мають статусу ключових і резервних<sup>5</sup>. Отже, глобалізація дає змогу подолати обмеження не тільки внутрішньої ємності ринку, а й вибору стосовно деномінації валюти тощо.

Аналіз боргової політики проводиться також із метою виявлення особливостей поведінки спредів. Якщо спочатку жорстка прив’язка останніх до величини боргового навантаження на економіку певної країни сприймалась як обмежувач вигід від глобалізації для фіскальної політики<sup>6</sup>, то після глобальної фінансової кризи формується думка, що такої прив’язки насправді немає. Нелінійний характер зв’язку між спредами та оціненою ринками суверенною платоспроможністю надає можливість для “надзапозичення” в моменти зниження рівня надбавок за ризик та зумовлює не виправдано високі ставки й жорсткі обмеження щодо виходу на глобальні ринки в умовах розширення спредів. Причому найнекоректніша оцінка ризиків стосується саме розвинутих країн<sup>7</sup>.

Аналіз потенційного впливу глобалізації на боргову політику свідчить, що насправді вона за певних умов заохочує не так до фіскальної дисципліни, як до ризикової поведінки у сфері публічних запозичень. Ряд авторів погоджується з

<sup>3</sup> Eichengreen B. Exchange Rate and Financial Fragility / B. Eichengreen, R. Hausmann // NBER Working Paper. — 1999. — № 7418. — P. 1—54.

<sup>4</sup> Е. Прасад наводить інший аспект, пов’язаний із послабленням ефекту “первісного гріха”, — зміщення ризику з боку зобов’язань країн із ринками, що формуються, у напрямі ризику вартості активів, який є принциповим викликом борговій політиці розвинутих країн (див.: Prasad E. Role Reversal in Global Finance / E. Prasad // NBER Working Paper. — 2011. — № 17497. — P. 1—53).

<sup>5</sup> Thimann Ch. Global Role of Currencies / Ch. Thimann // ECB Working Paper. — 2009. — № 1031. — P. 1—38.

<sup>6</sup> Egli D. How Global are Global Financial Markets? The Impact of Country Risk / D. Egli // International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability : BIS Conference Papers. — 2000. — № 8. — P. 275—280.

<sup>7</sup> Continued Fiscal Tightening is in Store for 2012, Particularly among Advanced Economies // IMF Fiscal Monitor. — 2012. — April. — P. 1—6; Reassuring Markets about Fiscal Sustainability in the Euro Area // IMF Fiscal Monitor. — 2011. — September. — P. 1—6.

тим, що низький рівень процентних ставок протягом тривалого періоду про-вокує ризикову поведінку. Якщо низькі ставки не заохочували до фіскальної дисципліни безпосередньо, то принаймні вони не мотивували до зменшення наявного боргового навантаження. У середовищі глобально низьких процентних ставок забезпечення значних первинних профіцитів із метою зменшення відношення боргу до ВВП виглядало зайвим і таким, що не є оптимальним у контексті зростання відносної вартості податкового тягара, а збільшення державного боргу на тлі падіння процентних ставок дістало назву “нова економіка публічних фінансів”<sup>8</sup>. Створення середовища глобально низьких процентних ставок почало розглядатись як нова можливість у сфері публічних фінансів та ідентифікуватись як вигода від глобалізації, що може істотно послабити борговий тягар.

Якщо ставки падають і вирівнюються, а ситуація з бюджетом та відношенням боргу до ВВП залишається стабільною, конкуренція за кредитора послаблюється, що тягне за собою виникнення ризику зниження фіскальної дисципліни. Запобігання такому ризику великою мірою залежить від якості інститутів фіскальної політики, її цілей та характеру політичної інтерпретації теоретичних позицій щодо ступеня ризику боргової політики в середовищі низьких процентних ставок. Оскільки в економічній літературі бракує досліджень, які вказували б на причини зв'язку між глобалізацією та асиметрією провалів фіскальної дисципліни, метою цієї статті є оцінка ризиків боргової політики у світлі зменшення процентних ставок.

Будь-яке значне зростання державного боргу, пов'язане зі зниженням довгострокових ставок, зумовлює потребу в рефінансуванні за умов зміни ринкових очікувань<sup>9</sup>. Це означає, що вибір на користь виходу рівня боргу за межі 60 % ВВП є не так наслідком структурних змін у сфері боргових фінансів, як переходом до ризиковішої макрополітики, яка стала віддзеркаленням структурних змін у поведінці економічних агентів в умовах експансії глобальної ліквідності. Аналогічним чином зменшення видатків на обслуговування державного боргу через падіння довгострокових ставок сьогодні однозначно сприймається як результат стабілізації провідними центробанками інфляційних очікувань у 1990-х і на початку 2000-х років<sup>10</sup>. Отже, підвищення рівня

---

<sup>8</sup> Детальніше див.: *Haunter D. Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The “New Economy”?* / D. Haunter, M. Kumar // IMF Working Paper. — 2006. — WP/06/112. — P. 1–32; *Козюк В. В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів* / В. В. Козюк // Світ фінансів. — 2008. — Вип. 1. — С. 29–40; *Turner Ph. Is the Long-term Interest Rate a Policy Victim, a Policy Variable or a Policy Lodestar?* / Ph. Turner // BIS Working Paper. — 2011. — № 367. — P. 1–39. Утім, зазначені дослідження більшою мірою вказують на ризики боргової експансії, не обмеженої релевантним підвищенням процентного тягара.

<sup>9</sup> *Haunter D. Зазнач. праця*; *Козюк В. В. Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів* / В. В. Козюк // Світ фінансів. — 2008. — Вип. 1. — С. 29–40; *Turner Ph. Зазнач. праця*.

<sup>10</sup> *Turner D. Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics* / D. Turner, Fr. Spinelli // OECD Economics Department Working Paper. — 2011. — ECO/WKP(2011)88. — P. 1–26.

державного боргу або його збереження на позначці 60 % ВВП перед кризою варто розглядати як прояви ризиковішої поведінки, продиктованої хибними уявленнями про зменшення величини процентних виплат.

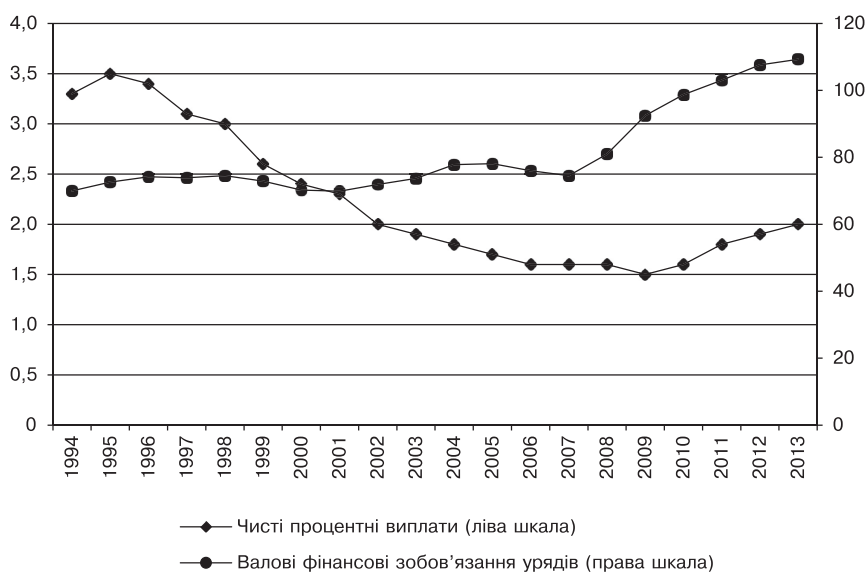
Як зазначають окремі дослідники, фіскальна політика під час і після глобальної фінансової кризи була неоднорідною в розрізі країн та залежала від вразливості банківського сектору, нагромадження фінансових дисбалансів і фіскальної позиції до кризи<sup>11</sup>. Оскільки під час кризи структура державного боргу погіршується (скорочується строкова структура та збільшується частка боргу з вищими процентними ставками)<sup>12</sup>, величина бюджетного дисбалансу в системі антикризових заходів має велике значення для подальшої стабілізації рівня державного боргу.

З огляду на неоднорідність характеру фіскальної політики під час кризи та гіпотезу, що зниження процентних ставок спонукає до підвищення рівня боргу по відношенню до ВВП, є сенс розглянути це явище детально. Як видно з рисунка, із середини 1990-х років у країнах Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) почала формуватися тенденція постійного зменшення величини чистих процентних виплат як частки ВВП, хоча до 1995 р. відбувалося протилежне. Ця тенденція змінилася тільки з нагромадженням значного обсягу державного боргу внаслідок реалізації антикризових заходів: із 2010 р. чисті процентні виплати по відношенню до ВВП почали зростати, демонструючи відновлення зв'язку між трендом державного боргу та процентними платежами.

Дані рисунка загалом підтверджують, що зменшення процентних виплат призводить до підвищення рівня державного боргу, яке спостерігається з початку 2000-х років. Утім, приріст державного боргу не дає підстав однозначно стверджувати, що спадний тренд процентних виплат справді заохочував до переходу від податкового фінансування до боргового. Обмежений досвід аналізу зв'язку між оберненими трендами державного боргу та процентними виплатами припускає оптимістичне тлумачення феномену нової економіки публічних фінансів. Розширення часового ряду демонструє відсутність чіткого оберненого й лінійного зв'язку між названими величинами. Це означає, що на рівні агрегованих даних у розрізі розвинутих країн гіпотеза нової економіки публічних фінансів не підтверджується. Теоретично коректно говорити про те,

<sup>11</sup> Наприклад, А. Бенетре та Ф. Лейн констатують, що погіршення загального і структурного балансу після кризи більшою мірою властиве заможнішим країнам, таким, де рівень безробіття помітно підвищився, й тим, у яких до кризи відбувалося швидке зростання обсягів банківських кредитів. Однак зв'язку між фіскальними індикаторами та іншими характеристиками країн не простежується, тому робиться висновок про подібну реакцію на кризу у вигляді погіршення бюджетного балансу та збільшення державного боргу (див.: *Benetrix A. International Differences in Fiscal Policy During the Global Crisis / A. Benetrix, Ph. Lane // NBER Working Paper. — 2010. — № 16346. — P. 1–46.*

<sup>12</sup> *de Broek M. Government Debt Issuance in the Euro Area: The Impact of the Financial Crisis / M. de Broek, A. Guscina // IMF Working Paper. — 2011. — WP/11/21. — P. 1–30.*



Джерело: статистичні дані ОЕСР (<http://www.oecd.org>).

Рисунок. Борговий тягар у країнах ОЕСР у 1994–2013 рр., % ВВП

що зниження глобальних процентних ставок, формуючи спадний тренд процентних виплат, призводить не так до рівноважного підвищення рівня державного боргу, як до відсутності стимулів для його зниження. Тому боргове навантаження наближається до позначки 60 % ВВП, засвідчуючи не так схильність до відвертого виходу за рамки номінального якоря боргової стабільності, як важливість зв'язку між борговим тягарем і первинним бюджетним профіцитом.

Така стратегія є досить ризиковою. В умовах посилення міжнародної податкової конкуренції та структурних реформ держави добробуту зменшення частки ВВП, що перерозподіляється через бюджет, не допускає того, щоб зниження процентних виплат відносно ВВП також означало скорочення їхньої частки у структурі бюджету. Це робить первинний профіцит дуже чутливим до незначних коливань обсягів процентних платежів. Затягне підтримання державного боргу в межах загальноновизнаного оптимального значення істотно обмежує можливості маневру в разі кризових явищ, коли потреба у фінансуванні різко зростає. У розвинутих країнах боргова криза виникла саме тому, що стартова позиція для посткризового зростання боргових зобов'язань уже була високою, унаслідок чого величина державного боргу за декілька років сягнула рівня, за якого постає загроза гальмування економічного зростання<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Козюк В. В. Оптимальний рівень боргового навантаження: глобальні макрофінансові зрушення та швидкоплинні очікування / В. В. Козюк // Фінанси України. — 2012. — № 1. — С. 78–93.

На думку деяких дослідників, відношення державного боргу до ВВП розвинутих країн на рівні 85—90 % і вище означає ризик перманентної рецесії<sup>14</sup>. Таким чином, припущення, що в умовах зменшення процентних ставок і боргових виплат оптимальною є заміна податкового тягара на борговий, провокують формування ризиковішої макроекономічної політики, оскільки не враховано необхідність фіскальних буферів для маневру в разі шоку. Крім того, такі твердження інертні до зміни ринкових очікувань та вектора потоків капіталу в глобальній економіці. Отже, гіпотеза нової економіки публічних фінансів скоріше апелює до поведінкової реакції на ринкові сигнали, ніж відображає загальну закономірність різноспрямованих трендів державного боргу та видатків на його обслуговування. Відмінності в ставленні до ризику суверенних позичальників так само зумовлюють варіанти боргових траєкторій, як і структурні особливості економіки, бюджетне сальдо чи політико-інституціональні розбіжності між країнами. Ставлення до ризику є не менш важливим для фіскальної дисципліни, ніж раціонально побудована система контрциклічних коливань бюджетного балансу чи інституціональних рестрикцій, що запобігають дефіцитному зміщенню.

У табл. 1 наведено середні значення чистих процентних виплат і валових фінансових зобов'язань урядів у розрізі країн ОЕСР за три періоди: 1) 1994—2001 рр.; 2) 2002—2007 рр.; 3) 2008—2013 рр.<sup>15</sup> Вони свідчать про досить істотні відмінності в характері фіскальної політики. Спільним є те, що процентний тягар справді зменшився для всіх країн у другому періоді порівняно з першим, а в третьому зріс порівняно з другим тільки в тих країнах, які значно збільшили державний борг. Зміщення середньої величини від періоду до періоду буде статистичним свідченням змін у характері політики.

Відштовхуючись від протиставлення моделі ризикової фіскальної політики (зростання державного боргу внаслідок зниження процентних ставок) моделі симетричної автоматичної стабілізації (зменшення державного боргу за сприятливої ситуації та збільшення за умов настання шоку), країни ОЕСР можна поділити на три базові групи:

1) країни, що реалізували модель ризикової політики (середнє значення державного боргу зросло в другому періоді порівняно з першим та в третьому порівняно з другим);

<sup>14</sup> *Cecchetti S.* The Real Effects of Debt / S. Cecchetti, M. Mohantray, F. Zampolli // 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.

<sup>15</sup> Поділ на періоди здійснено з таких міркувань. Період 1994—2001 рр. характеризується досить високими процентними ставками й тенденцією до фіскальної консолідації. 2002—2007 рр. — період експансії глобальної ліквідності, упродовж якого відбувалося зменшення процентних ставок та показника їх дисперсії. Протягом цього періоду спостерігалось звуження спредів і домінування пошуку дохідності. Підвищення глобального попиту на суверенні боргові зобов'язання також сприяло політиці управління державним боргом. Для 2008—2013 рр. характерні криза та посткризова дестабілізація у сфері публічних фінансів.

Таблиця 1. Середні значення чистих процентних виплат і валових фінансових зобов'язань урядів країн ОЕСР за періодами, % ВВП

Країна	Чисті процентні виплати			Валові фінансові зобов'язання уряду		
	1994—2001	2002—2007	2008—2013	1994—2001	2002—2007	2008—2013
Австралія	1,2	0,2	0,3	33,3	16,9	23,3
Австрія	3,0	2,3	2,1	69,0	69,2	78,1
Бельгія	7,3	4,4	3,3	125,3	97,5	100,03
Канада	4,5	1,4	0,5	93,7	73,2	81,2
Чехія	0,4	0,6	1,1	36,03	32,4	45,4
Данія	2,8	1,1	0,4	72,5	48,4	56,2
Естонія	0,04	-0,2	-0,2	11,2	8,8	11,5
Фінляндія	1,2	-0,2	-0,2	59,4	47,97	54,6
Франція	2,9	2,6	2,5	65,7	72,4	96,5
Німеччина	2,8	2,5	2,1	58,3	67,5	82,9
Греція	8,3	4,7	5,8	105,7	115,6	152,2
Угорщина	6,6	3,8	4,1	72,4	66,9	85,2
Ісландія	1,1	-0,1	2,4	76,4	61,8	121,2
Ірландія	3,3	0,9	2,8	56,6	32,3	96,9
Італія	8,4	4,8	4,7	124,8	116,7	122,2
Японія	0,8	0,3	0,8	111,4	162,7	199,2
Південна Корея	-0,9	-1,1	-1,0	31,1	24,2	33,6
Люксембург	-1,2	-0,9	-0,3	15,7	12,4	23,3
Нідерланди	3,8	1,9	1,4	75,2	58,4	73,8
Нова Зеландія	2,0	0,6	0,6	43,2	28,6	40,7
Норвегія	-1,6	-2,2	-2,4	32,2	50,3	39,2
Польща	3,7	2,2	2,2	48,1	54,5	60,6
Португалія	3,5	2,5	3,3	63,9	70,95	108,1
Словаччина	2,2	1,5	1,3	45,4	42,03	45,4
Словенія	1,8	1,4	1,4	34,1	33,7	50,5
Іспанія	3,8	1,7	1,9	69,7	51,4	71,8
Швеція	2,4	1,1	0,3	76,7	57,3	48,8
Швейцарія	0,9	0,9	0,2	50,7	54,3	41,5
Великобританія	2,8	1,7	2,6	48,4	44,2	87,0
США	3,0	1,9	1,9	63,8	64,3	97,7
Зона євро	4,2	2,8	2,6	77,2	75,5	92,0
ОЕСР	2,95	1,8	1,7	72,3	75,3	98,7

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

2) країни, котрі реалізували модель симетричної автоматичної стабілізації (середнє значення державного боргу в другому періоді є меншим, ніж у першому, а в третьому — більшим, ніж у другому);

3) країни, фіскальна політика яких не описується згаданими полярними моделями.

З огляду на досить різні вихідні фіскальні позиції в розрізі названих груп коректність аналізу потребує додаткового субгрупування.

У межах названих груп можна виділити чотири підгрупи країн за середнім значенням боргового навантаження в посткризовий період: такі, де воно залишилося в межах 60 %; де воно становить 60—80 % (у цій підгрупі можна виокремити країни, де середнє значення боргу в посткризовий період зменшилось або неістотно перевищило даний показник за перший період, а також ті, де воно значно перевищило величину боргового навантаження за два попередніх періоди); де середнє значення перевищило 80 %; де воно сягнуло понад 120 % (маргінальні випадки). Крім того, у межах кожної групи можна виділити підгрупи великих і малих економік, а також тих, де істотні зміни середніх значень (див. табл. 1) засвідчили особливу глибину кризи.

Результати аналітичного групування наведено в табл. 2.

На основі аналізу табл. 2 можна виокремити три групи країн. До складу першої увійшли Австрія, Франція, Німеччина, Греція, Японія, Польща, Португалія, США. За середнім значенням боргового навантаження зона євро та ОЕСР загалом також можуть бути віднесені до цієї групи. Друга група: Австралія, Бельгія, Канада, Чехія, Данія, Естонія, Фінляндія, Угорщина, Ісландія, Ірландія, Італія, Південна Корея, Люксембург, Нідерланди, Нова Зеландія, Словаччина, Словенія, Іспанія та Великобританія. До третьої групи входять три специфічні країни, а саме: Швеція, де спостерігається чіткий спадний тренд середнього рівня боргового навантаження від періоду до періоду; Швейцарія, зростання середнього значення боргового навантаження котрої наближає її до першої групи, а подальше зниження боргового тягара — до Швеції; Норвегія, де борговий тягар збільшився в другому періоді, зменшився в третьому, але не знизився порівняно з першим періодом. Із міркувань моделі автоматичної стабілізації в указаних трьох країнах простежувалися риси проциклічної політики, але не ризикової, як у першій групі.

Хоча групування та субгрупування розвинутих країн, наведене в табл. 2, дає доволі строкату картину, завдяки йому можна зробити ряд теоретичних узагальнень.

По-перше, встановлення чіткого поділу на країни першої та другої груп відповідає логіці розмежування країн на великі й малі економіки. За винятком Польщі, Португалії та Греції більш ризикова фіскальна політика проводилася в найбільших економіках світу. Малі економіки схильні проводити стриманішу політику в рамках моделі симетричної автоматичної стабілізації. Належність Канади й Італії до цієї групи також є характерною. Ці країни мали один із найвищих усередині групи рівнів державного боргу, що спонукало їх до консервативнішої фіскальної стратегії.

По-друге, з найнижчим рівнем державного боргу в третьому, посткризовому, періоді опинилися виключно малі економіки другої групи. Симетрична



Таблиця 2. Відмінності в характері фіскальної політики: групування країн ОЕСР

Підгрупи		Перша група	Друга група	Третя група	
Борговий тягар у третьому періоді	< 60 %	Малі	—	Австралія, Чехія, Данія, Естонія, Фінляндія, Південна Корея, Люксембург, Нова Зеландія, Словаччина, Словенія	
	60—80 %	Великі	—	—	
		Малі	Австрія, Польща	Нідерланди, Іспанія	—
	80—120 %	Великі	—	—	—
		Малі	Португалія	Бельгія, Угорщина, Ірландія	—
> 120 %	Великі	Франція, Німеччина, США (зона євро, ОЕСР)	Канада, Великобританія	—	
Співвідношення боргових тягарів у третьому й першому періодах	> 120 %	Малі	Греція	Ісландія	—
		Великі	Японія	Італія	—
	Третій період ≤ перший період	Малі	—	Австралія, Бельгія, Чехія, Данія, Естонія, Фінляндія, Південна Корея, Нідерланди, Нова Зеландія, Словаччина	—
	Третій період >> перший період	Великі	—	Канада, Італія	—
		Малі	Австрія, Греція, Португалія	Угорщина, Ісландія, Ірландія, Люксембург, Словенія, Іспанія	—
Характер і глибина кризи	Дуже глибока криза	Великі	Франція, Німеччина, США (зона євро, ОЕСР)	Великобританія	—
		Малі	Португалія, Греція	Угорщина, Ісландія, Ірландія, Іспанія	—
	Боргові проблеми	Великі	—	—	—
		Малі	—	Бельгія, Італія	—
Великі	Франція, США	Великобританія	—	—	

Джерело: складено на основі табл. 1.

автоматична стабілізація є потужним механізмом обмеження надмірної боргової експансії та ефективним засобом контролю фіскальних ризиків. Рівень державного боргу, наближений до оптимального, також підтримується виключно малими економіками, але вже першої й другої груп. Це свідчить про те, що більша вразливість малих економік до глобальних шоків спонукає їх до стриманішої фіскальної політики.

Аналогії з монетарною політикою очевидні<sup>16</sup>. Макроекономічна модель малої економіки є найповнішим утіленням теоретичних уявлень про дисциплінуючі ефекти глобалізації. Дещо випадають із цієї закономірності Бельгія та Італія — через історично високий рівень боргового навантаження. Глибока криза в Ісландії, Ірландії й Угорщині спонукала їх до швидкого нагромадження державного боргу, внаслідок чого вони потрапили до підгрупи країн із високим середнім значенням валових фінансових зобов'язань.

По-третє, чим успішніше країни мінімізували державний борг у другому періоді, тим кращими виявилися результати в третьому, незважаючи на те, що загалом по групі рівень боргового тягаря за 2008—2013 рр. підвищився. Це чітко ілюструє поділ на підгрупи за співвідношенням середніх значень боргового навантаження за третій і перший періоди. У підгрупі з незначним перевищенням або навіть зниженням його рівня в третьому періоді порівняно з першим переважають знов-таки малі економіки. Виняток становлять лише Італія й Канада. Однак найбільший приріст боргу в посткризовому періоді порівняно з першим, окрім Люксембургу та Словенії, спостерігався в країнах, які сильно постраждали від кризи.

Щодо країн першої групи слід зазначити, що для них усіх характерне істотне збільшення боргового тягаря в третьому періоді порівняно з першим, незалежно від величини економіки. Те саме стосується зони євро та ОЕСР загалом. Різниця полягає тільки в утвореному середньому значенні боргового навантаження в третьому періоді. Тут також є певна закономірність. Найменші економіки групи з помірним боргом на старті посіли середню позицію, найбільші — таку, що відповідає значному борговому тягарю. Греція та Японія стали прикладом маргінального випадку.

Отже, ризиковіша модель фіскальної політики призводить до підвищення вразливості країни в разі настання шоку, оскільки приріст боргу у відповідь на шок стартує із завищеної позиції. У зв'язку з цим модель симетричної автоматичної стабілізації видається виграшнішою, адже припускає, що зменшення державного боргу в кращі часи знижує рівень стартової позиції його зростання на випадок шоку.

<sup>16</sup> Докази наявності чіткого поділу на великі й малі економіки за характером прямого зв'язку між інфляцією та безробіттям і теоретичні узагальнення з приводу різної інтерпретації вразливості до глобальних шоків розробниками макрополітики країн зазначених типів наведені в: *Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми* / В. В. Козюк. — Т. : Астон, 2005. — С. 111—131.

По-четверте, початкові середні значення боргу надають можливість здійснювати подальші запозичення, за винятком маргінальних випадків Греції та Японії. Бельгія й Італія — найбільші боржники Європейського валютного союзу — не змогли істотно збільшити борг під час та після кризи, оскільки він і так був значний, що одразу негативно позначилося на їхній борговій стійкості. Італія опинилася в гіршій ситуації через зниження конкурентоспроможності та випереджальне підвищення реальних зарплат порівняно з продуктивністю праці, що спровокувало спекуляції з її борговими зобов'язаннями. Водночас у Бельгії до кризи істотного зниження конкурентоспроможності не спостерігалось. Такі країни, як США, Японія, Франція, Німеччина й Канада, здійснили чималі антикризові запозичення з позиції нагромадженого боргу, що перевищив позначку 60 %. За рідкісним винятком це властиво тільки великим економікам.

Збереження боргового навантаження на високому рівні може бути пояснене прийняттям морального ризику, коли уряди вказаних країн вважають себе позичальниками з презумпцією безризикового статусу їхніх боргових інструментів. Утім, погіршення рейтингу та його прогнозу по цих країнах у 2011—2012 рр. засвідчило, що така самовпевнена позиція вже не відповідає реаліям глобальної економіки. Зміна ставлення до ризику та переорієнтація на альтернативні фінансові стратегії можуть бути такими радикальними, що рефінансувати державний борг доведеться навіть суверенним позичальникам із виключним статусом.

По-п'яте, досвід країн, котрі найбільше постраждали від глобальної фінансової кризи, крім Греції та Португалії, підтверджує, якою важливою є симетрична автоматична стабілізація. Це стосується й Великобританії. Перед кризою майже всі вони (Угорщина меншою мірою) проводили політику зниження державного боргу у відповідь на прискорене економічне зростання та поліпшення первинних структурних балансів. Якби ці країни не орієнтувалися на зменшення боргового тягаря у сприятливий період, обсяги боргових зобов'язань, необхідних для подолання наслідків кризи, навряд чи були б сумісні з їхньою платоспроможністю. Миттєва криза суверенних боргів цих країн ще більшою мірою розхитала б глобальні фінансові ринки.

По-шосте, досить адекватна фіскальна політика зазначених країн не гарантувала уникнення кризи, якщо остання генерується не так макроекономічною політикою, як “перегрівом” у фінансовому секторі. Навіть здорова основа фіскальної політики може не забезпечити імунітету від потужних фінансових стресів, якщо вони пов'язані з проциклічністю фінансової системи та фінансовими дисбалансами. Також це може свідчити, що симетричної автоматичної стабілізації не достатньо для запобігання дестабілізації макрофінансового характеру, коли дисбаланси переростають у кумулятивне примноження системних ризиків. Така стабілізація вирівнює траєкторію державного боргу, але вона

не спроможна зробити те саме щодо запозичень у приватному секторі. Тому модель фіскальної політики, що враховує необхідність запобігання швидкому зростанню державного боргу внаслідок розв'язання кризових ситуацій у фінансовому секторі, повинна включати додаткові обмежувачі сукупного попиту, активізація котрих сигналізуватиме про наближення до порогу безпечного підвищення левереджу приватними позичальниками. Зрозуміло, що така модель має оперувати істотно нижчими значеннями боргу, ніж 60 % ВВП.

По-сьоме, маргінальні випадки, попри розбіжності між Японією та Грецією, свідчать, що ринкової дисципліни може бути не достатньо для запобігання зростанню державного боргу. Якщо специфікою Японії є вкрай низькі ставки та приховані механізми фінансової репресії в сукупності з досвідом політики кількісного пом'якшення, котру проводив Банк Японії, то Греція — яскравий приклад морального ризику з боку як уряду, так і учасників ринку. Те саме стосується найбільших економік світу, де з огляду на репутацію та відповідні стереотипи глобальних інвесторів проводилася ризикова політика, яка зумовила істотне зростання боргового навантаження, зміну ставлення до ризику та потребу в пошуку нових моделей інвестування в інструменти з фіксованим доходом. Збереження значного глобального попиту на суверенні зовнішні активи ще протягом тривалого часу пом'якшуватиме наслідки збільшення державного боргу в країнах, боргові інструменти котрих формують авуари центральних банків. Однак зміна конфігурації глобального монетарного устрою може похитнути таку перевагу розвинутих країн — найбільших позичальників, як місткий ринок високонадійних боргових інструментів.

Незважаючи на істотне збільшення боргового тягаря в посткризовий період, процентні ставки залишаються загалом помірними. Підвищення процентних виплат, як видно з рисунка й табл. 1, спостерігається тільки в окремих країнах, де державний борг значно зріс. Утім, і там обсяги виплат не досягли середнього значення за 1994—2001 рр. Помірна реакція процентних ставок може бути зумовлена радикальними змінами в монетарній політиці, унаслідок яких операційні ставки вже тривалий час перебувають на рівні близько нуля зі збереженням впливу факторів стримування глобальних ставок. З одного боку, це істотно зменшує борговий тягар фіскальної експансії в кризовий і посткризовий періоди, з другого — не виключає подальшого боргового зміщення. Отже, поділ на консервативніші, обережніші у сфері боргових фінансів країни та країни з ризиковою борговою політикою буде актуальним і надалі, до того ж глобалізація та ринкова дисципліна не гарантують уникнення надмірного нагромадження державного боргу окремими суверенними позичальниками.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Ефект дисципліни у сфері боргової політики, асоційований із глобалізацією, є скоріше теоретичним припущенням, ніж емпіричним фактом. Гіпотезу нової економіки публічних фінансів (зниження процентних ставок за зростання державного боргу) можна

розглядати як інтелектуальний аргумент на користь формування ризиковішої боргової політики. З емпіричної точки зору, не існує однозначних свідчень на користь того, що всі розвинуті країни сприйняли цей факт як обґрунтування гіпотези заміщення податкового тягаря на борговий. Зменшення процентних ставок спричинило не так справді фундаментальні зміни в моделі боргових фінансів, як нееластичний рух державного боргу вниз, коли він наближався до номінального якоря боргової стабільності. Спостерігається чіткий поділ країн на такі, де зниження середнього рівня процентного тягаря заохочувало до агресивнішої політики нагромадження державного боргу, й такі, де цього не відбувалося. До перших здебільшого належать великі економіки, а до других — малі. Як видно, малі економіки схильні проводити стриманішу боргову політику, ніж великі, котрі зловживають презумпцією цілковитої платоспроможності. Отже, глобалізація та ринкова дисципліна самі по собі не гарантують уникнення надзапозичень у публічному секторі.