



■ **Тетяна Богдан**  
*Tetiana Bohdan*

Доктор економічних наук, головний науковий співробітник, завідувач сектору міжнародних фінансових досліджень Інституту економіки та прогнозування Національної академії наук України  
*Sc.D. (Economics), Chief Research Officer, Head of the Section for International Financial Research of the Institute for Economics and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine*

## Глобальні ризики боргового “нависання” у розвинутих країнах і засоби їх мінімізації

### Global risks of a debt overhang in developed countries and ways of their minimization

*Автором досліджено причини виникнення боргових проблем у розвинутих країнах, висвітлено макроекономічні наслідки існування боргового “нависання”, розглянуто поточні та перспективні методи зменшення боргового навантаження, обґрунтовано оптимальні часові рамки і набір заходів бюджетної консолідації.*

*The article investigates causes of debt problems in developed countries and macroeconomic effects of a debt overhang. The author analyzes current and future methods of decreasing the debt burden and grounds the optimal time frame and a set of budget consolidation instruments for this aim.*

*Ключові слова:* державний борг, бюджетна консолідація, глобальні ризики, розвинуті країни, реструктуризація боргу, фискальний мультиплікатор.

*Key words:* public debt, budget consolidation, global risks, developed countries, debt restructuring, fiscal multiplier.

Модель кредитно-боргової економіки, яка впродовж кількох десятиліть сформувалася у розвинутих країнах світу, внаслідок світової фінансово-економічної кризи суттєво трансформувалася. Глобальну кризу 2007–2009 років чимало експертів називають борговою кризою, оскільки головною її передумовою було надмірне збільшення обсягів приватних боргів. Уже на її початку відбувалися масові банкрутства позичальників. У вир кризових потрясінь спочатку потрапили іпотечні фонди та їхні клієнти, потім інвестиційні фонди і комерційні банки, домашні господарства, а через деякий час – і цілі держави. Уряди багатьох країн для стабілізації фінансових систем змушені були перекласти тягар приватних боргів на суверенні баланси, а згодом самі опинилися на межі платоспроможності. Нині оцінка боргової ситуації у розвинутих країнах, аналіз впливу боргових процесів на міжнародні фінанси і динамізм економічного розвитку,

пошук методів розв’язання боргових проблем та визначення оптимального набору заходів бюджетної консолідації належить до найактуальніших проблем світової економіки.

#### БОРГОВІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИНУТИХ КРАЇН: ПРИЧИНИ ВИНИКНЕННЯ ТА ЗАХОДИ РЕАГУВАННЯ

Державний борг розвинутих країн світу відносно їх ВВП за останні 6 років збільшився на 33 в. п. і вже перевищив 108% від ВВП цих країн (див. таблицю 1). Найвищий рівень боргового навантаження мають Японія – 243.5% від ВВП, Греція – 175.7%, Італія – 132.3%, Ірландія – 123.3%, Португалія – 123.6%, США – 106%, Бельгія – 100.9%, Іспанія – 93.7%, Франція – 93.5%, Ісландія – 93.2%, Канада – 87.1% від ВВП.

Найвагомішою компонентою збільшення обсягу державного боргу розвинутих країн відносно ВВП у кризовий період стала фінансова підтримка

державою фінансового сектору, яка збільшила тягар державного боргу в середньому на 10% від ВВП.

Очікується, що розмір державного боргу розвинутих країн у середньому стабілізується на рівні 108–109% від ВВП у період 2013–2016 років. Фактично це означатиме досягнення історичного максимуму обсягів державного боргу для розвинутих країн у цілому, що наражатиме їх на ризики рефінансування боргу і шоків зниження довіри, а також уповільнить потенційні темпи економічного зростання. Таким чином, зменшення тягара державного боргу для розвинутих країн залишатиметься вкрай важливим завданням на найближчі десятиліття.

Майже всі розвинуті країни, починаючи з 2010 року, вдалися до значних бюджетно-податкових коригувань. За оцінками МВФ, у 2013 році дефіцит загального уряду в розвинутих країнах у середньому зменшиться на 1.4% від ВВП. Такий показник є свідченням найбільшого прогресу, досягнутого у

Таблиця 1. Обсяг загального урядового боргу в різних групах країн (середній рівень)

Група країн	Відсотки від ВВП								
	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р. (оцінка)	2014 р. (прогноз)
Розвинуті країни	76.7	75.4	81.5	93.0	99.3	103.5	106.5	108.5	109.2
Країни з ринками, що формуються	36.9	35.5	33.5	36.0	40.3	37.8	36.5	35.3	34.1
Країни єврозони	68.6	66.4	70.2	79.9	85.7	88.2	93.0	95.7	96.1
Країни "Великої сімки"	85.5	84.7	91.8	105.0	113.1	118.3	122.5	121.9	122.4
Країни "Великої двадцятки"	65.0	63.5	66.0	72.8	77.9	77.7	77.5	77.1	76.2

Джерело: МВФ, Fiscal Monitor. – 2013. – October. – P. 72.

Таблиця 2. Обсяги державної підтримки фінансового сектору та її вплив на зростання боргового навантаження у розвинутих країнах

Країна	Відсотки від ВВП		
	Збільшення обсягу державного боргу внаслідок надання фінансових ресурсів на підтримку	Відшкодування втрат розвинувтих держав (на середину 2013 року)	Збільшення обсягу державного боргу розвинувтих держав унаслідок надання фінансових ресурсів на підтримку за вирахуванням відшкодування
Бельгія	7.6	2.5	5.1
Кіпр	10.0	0.0	10.0
Німеччина	12.8	1.9	10.9
Греція	21.8	6.4	15.4
Ірландія	40.4	5.7	34.7
Нідерланди	15.6	10.7	4.9
Іспанія	7.6	3.1	4.5
Великобританія	6.6	2.2	4.4
США	4.6	4.6	0.0
У середньому, % від ВВП	6.9	4.1	2.9
У середньому, млрд. доларів США	1 752	1 029	722

Джерело: МВФ, Fiscal Monitor. – 2013. – October. – P. 16.

справі бюджетної консолідації, починаючи з 2011 року. Але, за деякими прогнозами, темпи бюджетної консолідації розвинувтих країн у наступні роки дещо уповільняться.

В умовах слабкої економічної активності бюджетна консолідація не мала значного позитивного впливу на зниження розміру державного боргу відносно ВВП. Заходи бюджетно-податкового коригування за наявності кредитних обмежень не компенсувалися зростанням економічної активності приватного сектору. В результаті зазначених процесів у розвинувтих країнах стагнували внутрішній попит і економічна активність. МВФ прогнозує, що проведення послідовної і тривалої бюджетної консолідації в цих країнах створить необхідні передумови для зниження розміру державного боргу в середньому до 70% у 2030 році. Однак непевні перспективи глобальної економіки, повільне відновлення економічного зростання у розвинувтих країнах і відсутність чітких середньострокових планів бю-

джетної консолідації в США та Японії стануть на заваді досягненню такого цільового орієнтира.

Водночас негативний вплив на боргову стійкість розвинувтих країн може спричинити зростання рівня відсоткових ставок, які до початку 2014 року залишалися дуже низкими у зв'язку з проведенням центральними банками м'якої монетарної політики. Відомо, що в середині 2013 року Федеральна резервна система (ФРС) США почала поступово згортати програму "кількісного пом'якшення", зменшивши обсяги викупу фінансових активів на ринку. Якщо аналогічні рішення приймуть центральні банки інших розвинувтих країн, рівень відсоткових ставок на ринках цих країн зростатиме.

Зростання боргового навантаження у розвинувтих країнах поки що не мало суттєвого впливу на рівень відсоткових ставок більшості країн, крім периферійних країн єврозони. Проте у майбутньому поведінка інституційних інвесторів та регулятор-

ні заходи центральних банків, вірогідно, матимуть негативний вплив на рівень відсоткових ставок, що збільшить вартість обслуговування боргу для урядів розвинувтих країн. Розглянемо основні чинники впливу.

По-перше, спроможність внутрішніх інвесторів абсорбувати боргові зобов'язання держави у деяких країнах знижуватиметься внаслідок скорочення обсягу сукупних заощаджень, спричиненого старінням населення (особливо в Японії).

По-друге, центральний банк Китаю зменшуватиме попит на облігації Казначейства США внаслідок зниження профіциту поточного рахунку та проведення політики диверсифікації міжнародних резервів Китаю.

По-третє, для ефективного стримування інфляційного тиску центральним банкам розвинувтих країн необхідно зменшувати обсяги викупу ними державних цінних паперів на відкритому ринку, що призведе до зростання рівня відсоткових ставок.

Певні ризики для боргової стійкості розвинувтих країн спричиняють і умовні зобов'язання урядів. Особливо вразливими у цьому відношенні є країни з фінансовим сектором, що швидко зростає, або значною часткою державних підприємств у реальному секторі економіки. Наприклад, Ісландія та Ірландія до 2008 року мали дуже пристойні показники бюджетного дефіциту і державного боргу, однак за кілька років величина державного боргу у цих країнах збільшилася на 60–70% від ВВП у зв'язку з наданням масштабної підтримки фінансовому сектору. МВФ оцінює обсяг боргових зобов'язань державних підприємств у розвинувтих країнах, які можуть бути перекладені на державний бюджет у кризових умовах, на рівні 16% від ВВП [1].

Вельми нестійкою і тривожною є ситуація у країнах так званої групи GIPS – Греції, Ірландії, Італії, Португалії та Іспанії. В період 2008–2009 років вони значно збільшили розмір державного боргу внаслідок великих бюджетних дефіцитів і низьких показників економічного зростання. Проте фінансові ринки безболісно абсорбували додаткові обсяги емісії суверенних боргових зобов'язань цих країн. Ситуація різко змінилася на початку 2010 року: іноземні банки почали масово позбуватися боргових зобов'язань периферійних країн єврозони – спочатку Греції, потім Португалії та Італії, а згодом Ірландії та

Іспанії. При посиленні негативних тенденцій на ринках периферійних країн у 2011 році іноземні інституційні інвестори також масово почали виводити свої капітали.

Ерозію бази капіталовкладень іноземних інвесторів у суверенні боргові зобов'язання країн GIPS фінансові аналітики пояснюють впливом таких факторів:

- зростання кредитних ризиків і волатильності ринку відлякувало інвесторів, які орієнтуються на високонадійні, стабільні вкладення, — центральних банків, страхових компаній, пенсійних фондів;
- зниження кредитних рейтингів урядів країн GIPS та виключення їхніх цінних паперів зі складу еталонних цінних паперів. Чимало великих міжнародних інвесторів почали виводити зі складу своїх інвестиційних портфельів суверенні зобов'язання GIPS, які більше не відповідали критеріям низького кредитного ризику і низької волатильності.

Унаслідок виведення іноземного капіталу спреди суверенних позичальників країн GIPS різко збільшилися, досягнувши значень 400–800 б. п. (крім Греції). З початку глобальної кризи в цих країнах також збільшилося співвідношення позик, наданих уряду, і позик приватному сектору — нефінансовим підприємствам і домогосподарствам. Динаміка цього співвідношення була такою: з 15% на 01.07.2007 р. до 40% на кінець 2012-го в Італії, з 8% до 23% у Іспанії, з 4% до 16% у Португалії за аналогічний період. Вартість залучення позичкових коштів зростала як для держави, так і для приватного сектору. При цьому зростання відсоткових ставок на ринках проблемних позичальників єврозони збільшувало доходи кредиторів держави, однак негативно впливало на розвиток національних економік унаслідок витіснення державними позиками внутрішніх інвестицій.

Реагуючи на розгортання боргової кризи, керівні органи ЄС прийняли рішення про розширення кредитного потенціалу Європейського фонду фінансової стабільності, ЄФФС (англ.: European Financial Stability Facility, EFSF) та заснували Європейський механізм стабільності, ЄМС (англ.: European Stability Mechanism, ESM). Функціонування таких інститутів дало змогу профінансувати надання екстреної допомоги Греції обсягом 110 млрд. євро у травні 2010 року та

130 млрд. євро у березні 2012-го. Перша позика була оформлена через двосторонні угоди уряду Греції з урядами країн єврозони та шляхом започаткування програми МВФ. Друга позика для Греції фінансувалася МВФ та ЄФФС. Ірландія отримала офіційну позику в сумі 67.5 млрд. євро у листопаді 2010 року, а Португалія — в сумі 78 млрд. євро у квітні 2011-го. Обидві програми фінансувалися спільними зусиллями МВФ і ЄФФС. ЄМС став постійно діючою інституцією, діяльність якої спрямована на розв'язання кризових ситуацій. Наприкінці 2012 року ЄМС надав фінансування для стабілізації банківської системи Іспанії та став основним донором для фінансування пакета допомоги Кіпру.

Для запобігання виникненню боргових ускладнень у майбутньому та утримання під контролем бюджетних дефіцитів керівними органами ЄС було прийнято рішення щодо розробки і впровадження країнами — членами єврозони Фіскального пакту. В царині грошово-кредитної політики ЄЦБ проводив операції з довгострокового рефінансування та знижував рівень облікової ставки. Такі заходи сприяли зменшенню на першому етапі короткострокових відсоткових ставок, а згодом ця тенденція поширилася і на довгострокові інструменти.

Незважаючи на оперативні заходи антикризового реагування, державні фінанси країн ЄС досі перебувають під значним тиском і зазнають несприятливого впливу високих рівнів бюджетних дефіцитів, значного обсягу боргового навантаження та низьких темпів економічного зростання. Суверенні баланси країн єврозони залишаються вразливими до настроїв учасників фінансового ринку, які можуть перемістити їх зі стану позитивної рівноваги (яка характеризується низькими відсотковими ставками і прийнятним рівнем державного боргу) до стану негативної рівноваги, за якого вартість позичкового фінансування різко зростає, що створює проблему дефолтів урядів. Дещо оптимістичнішою є ситуація на ринках боргових зобов'язань урядів США і Японії. Фінансові ринки цих країн усе ще сприймаються міжнародними інвесторами як “тихі гавані”, які гарантують безпеку вкладень, незважаючи на тягар накопичених фіскальних проблем у цих країнах.

Загалом вразливість державних фінансів розвинутих країн фахівці оцінюють як досить високу, що зу-

мовлюється високим рівнем боргового навантаження (108.6% від ВВП), можливістю підвищення рівня відсоткових ставок і непевністю економічних перспектив цих країн, а також неспроможністю стримувати видатки держави, пов'язані зі старінням населення. МВФ прогнозує, що до 2030 року видатки, пов'язані зі старінням населення, зростуть більш як на 4% від ВВП у розвинутих країнах і на 3% від ВВП у країнах із ринками, що формуються [2]. Рефінансування рекордно високих рівнів державного боргу, а також збільшення державних видатків на медичне обслуговування і пенсійне забезпечення є основними джерелами ризиків для стійкості державних фінансів розвинутих країн у середньостроковій перспективі.

### МАКРОЕКОНОМІЧНІ ЕФЕКТИ ФОРМУВАННЯ БОРГОВОГО “НАВИСАННЯ”

Ключовим елементом програм післякризового відновлення економік у розвинутих країнах стала політика бюджетної економії та зниження рівня державного боргу, покликана забезпечити відновлення довіри фінансових ринків. Така політика ґрунтується на тому, що високий рівень державного боргу врешті-решт може призвести до загального “несприйняття” суверенного боргу, що матиме своїм наслідком збільшення “премії за ризик” у складі відсоткових ставок і додатково збільшить боргове навантаження на державні фінанси.

На думку експертів Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД)<sup>1</sup>, стратегія опори на фінансові ринки і пріоритетність бюджетної консолідації не принесли бажаних результатів. Скорочення бюджетних витрат мало негативний вплив на темпи економічного зростання і рівень зайнятості, оскільки очікуваного збільшення приватного попиту, який міг би компенсувати скорочення державних витрат, не сталося. Крім того, одночасне запровадження режиму суворої економії низкою країн, які підтримують тісні торговельні відносини одна з одною, посилило дефляційний ефект політики бюджетної економії [3]. “Для стимулювання економічного зростання по-

<sup>1</sup> Орган Генеральної Асамблеї Організації Об'єднаних Націй, основне завдання якого — сприяння розвитку міжнародної торгівлі, рівноправної взаємовигідної співпраці між державами. (англ.: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)).



трібна політика, спрямована на стимулювання внутрішнього попиту”, – зазначають експерти ЮНКТАД. Вони ж наголошують: “Бюджетної консолідації можна досягти лише через декілька років сталого економічного зростання”.

Така критика, хоча й має раціональне зерно, не враховує, що стимулювання сукупного попиту і збільшення боргового навантаження понад рівень, який є прийнятним для учасників фінансового ринку, може спричинити зростання відсоткових ставок за новими позиками й ускладнити процедуру рефінансування боргів. Такий стан справ, у свою чергу, з високою ймовірністю порушить фінансову стабільність у країні, звузить сукупний попит і призведе до падіння виробництва.

Результати багатьох емпіричних досліджень свідчать про те, що значний державний борг спричиняє збільшення відсоткових ставок і гальмує темпи економічного зростання. Високий рівень державного боргу поглиблює вразливість державних фінансів до впливу майбутніх шоків і обмежує спроможність уряду використовувати антициклічну бюджетну політику. Більший розмір державного боргу потребує більшої величини первинного профіциту бюджету, яка необхідна для стабілізації рівня боргу на випадок дії негативних шоків. За високих обсягів державного боргу уряд ризикує увійти в стан хисткої рівноваги під впливом очікувань, що самореалізуються.

К.Рейнхарт, В.Рейнхарт і К.Рогофф розглянули 26 випадків перевищення урядами розвинутих країн економічно безпечного рівня державного боргу – 90% від ВВП у часовому інтервалі 1946–2011 років. Вони з’ясували, що в період боргового “нависання” економіка країни в середньому зростала на 1.2% повільніше, ніж у період, коли боргового “нависання” не було. А середня тривалість періоду боргового “нависання” становила 23 роки [4]. Хоча достовірність результатів досліджень К.Рейнхарта і К.Рогоффа нещодавно піддали сумніву Т.Херндон, М.Еш і Р.Поллін [5], гострота дебатів від цього не стала меншою.

С.Чекетті та інші довели, що за рівня державного боргу понад 96% від ВВП він стає гальмом для економічного зростання, тому першим пріоритетом для таких країн є вирішення фіскальних проблем [6]. Схожі висновки отримали А.Баум, К.Чечеріта і Ф.Роузер: на прикладі країн Єврозони вони довели, що при перевищенні

державним боргом позначки в 95% від ВВП темпи економічного зростання уповільнюються [7].

Більшість економістів погоджується з тим, що залучення внутрішніх державних позик справляє підвищувальний тиск на рівень відсоткових ставок (унаслідок звуження обсягу сукупних заощаджень) і негативно впливає на внутрішній інвестиційний процес. При цьому зменшення обсягів виробничих інвестицій і зменшення внаслідок цього запасу капіталу негативно впливають на рівень майбутніх доходів нації.

Р.Форд і Д.Лекстон, розглядаючи дані для дев’яти країн Організації економічного співробітництва та розвитку (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD), стверджують, що збільшення державного боргу країн OECD з початку 1970-х років було основним фактором зростання рівня реальних відсоткових ставок у період 1980-х – початку 1990-х років [8]. С.Ардагна, Ф.Каселі і Т.Лан, проаналізувавши панельні дані для 16 країн OECD, наголошують на тому, що збільшення величини державного боргу в країнах із високим рівнем заборгованості спричиняє значний вплив на рівень довгострокових відсоткових ставок [9]. Що ж до кількісних оцінок впливу, то більшість дослідників отримала такі результати: збільшення дефіциту бюджету на 1% від ВВП призводить до зростання довгострокових відсоткових ставок на 0.3–0.6 в. п., тоді як аналогічне зростання рівня державного боргу – на 0.02–0.07 в. п. [10].

У країнах ЄС боргова залежність державних фінансів та гіпертрофований банківський сектор сформували “петлю зворотних зв’язків”. Початкове перенесення тягаря фінансової підтримки банків на державний бюджет згодом обернулося негативним впливом ринку державних облігацій на банківський сектор. Зниження довіри інвесторів до стійкості державних фінансів стало причиною переоцінки ринкової вартості суверенного боргу на фінансових ринках і зростання спредів за державними облігаціями. Падіння ціни державних облігацій, у свою чергу, негативно позначалося на балансах банків – утримувачів державних облігацій. Вартість оптового фінансування для банків різко збільшилася, а рівень їхньої кредитоспроможності знизився. Виникли побоювання, що реструктуризація державного боргу або дефолт держави підірве стабільність банків-

ського сектору (у випадку реструктуризації до активів зараховуються збитки від вкладень у державні цінні папери, а до пасивів належить зростання ризиків втечі вкладників і закриття кредитних ліній).

Нині в Єврозоні економічна непевність і проблеми банківського сектору гальмують процес банківського кредитування, що могло б стати драйвером стимулювання приватного попиту. З другого боку, сукупний попит стримує бюджетна консолідація. Експерти ЮНКТАД зазначають, що економіки країн Єврозони найбільше постраждали від глобальної кризи і нині продовжують функціонувати в аварійному режимі [3].

Основними причинами кволого економічного зростання та стагнації економік країн Єврозони є:

- фрагментація фінансових ринків і зменшення припливу іноземного капіталу до периферійних країн;
- низький рівень банківського кредитування приватного сектору, що пояснюється як нестійким фінансовим станом банків, так і зменшенням попиту на кредити приватних суб’єктів в умовах економічної непевності;
- продовження програм бюджетної консолідації, які, з одного боку, сприяють розв’язанню проблем надмірного боргового навантаження, а з другого – скорочують державний попит і негативно позначаються на темпах зростання економіки в короткостроковому періоді.

Виведення міжнародних капіталів із ринків країн GIPS і збільшення частки нерезидентів на ринках суверенних боргів Німеччини, Нідерландів, Люксембургу стало причиною фрагментації фінансових ринків країн “ядра” Єврозони і країн її периферії. У ширшому контексті фрагментація фінансових ринків у межах Єврозони була спричинена бажанням банків, підприємств і навіть домогосподарств зменшити свої вимоги до урядів і резидентів країн периферії. Сумарний обсяг вимог німецьких банків до периферійних країн ЄС зменшився майже вдвічі: з 600 млрд. євро у 2007 році до 300 млрд. євро у 2012 р. Деякі європейські банки на 30–40% скоротили обсяги власних вимог до банків периферійних країн [3, с. 143].

В економіці США формується сприятливіша ситуація. Це викликано тим, що після реформування національного банківського сектору приватний попит у США віднов-

люється швидкими темпами. Водночас програма бюджетної консолідації, яка реалізується в США, не дає змоги розраховувати на попит держави як рушійну силу економічного зростання.

### ОПТИМАЛЬНІ ПАРАМЕТРИ БЮДЖЕТНОЇ КОНСОЛІДАЦІЇ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ЕКОНОМІЧНУ АКТИВНІСТЬ

У стандартних неокласичних моделях допускається, що зростання державного боргу понад “вільний від ризиків” граничний рівень призводить до зростання відсоткових ставок у результаті включення до їхнього складу премії за кредитний ризик. Наслідком цього згодом є скорочення обсягу приватних інвестицій та уповільнення економічного зростання. Збільшення податкового навантаження як невід’ємний атрибут високого рівня державного боргу також негативно впливає на економічне зростання. В цьому контексті бюджетна консолідація, яка спричиняє зниження ризикових премій і зменшення податкових ставок у тривалій перспективі, ймовірно, матиме стимулюючий вплив на економічне зростання. У цьому випадку є підстави твердити про експансійні ефекти жорсткішої фіскальної політики впродовж тривалого часового інтервалу [11].

Загалом учені одноставні в тому, що в умовах надмірного боргового навантаження фіскальні коригування позитивно впливають на зростання економіки в середньостроковому періоді. Наприклад, Т.Херндон, М.Еш і Р.Поллін обґрунтовують: якщо скорочення бюджетного дефіциту дає змогу зменшити розмір боргового навантаження, така політика зменшує рівень непевності щодо перспектив утримання боргової стійкості і породжує очікування зменшення податкового тиску. Це позитивно впливає на залучення приватних інвестицій і збільшення обсягу споживчих витрат (у такому разі включаються механізми низьких відсоткових ставок і підвищення зайнятості населення) [5]. Однак взаємозв’язок між обсягом державного боргу і темпами економічного зростання є вельми складним. Експерти МВФ обґрунтовано вказують на те, що за величини фіскального мультиплікатора, близького до одиниці, фіскальна консолідація у короткостроковому періоді, найімовірніше, призведе не до скорочення, а до збіль-

шення відношення державного боргу до ВВП. Однак такий ефект не може бути довготривалим і відносна величина державного боргу через деякий час почне знижуватися [12].

Е.Балдассі, С.Гупта й інші дослідники розглянули 160 епізодів зниження розміру державного боргу в 107 розвинутих країнах і країнах із ринками, що формуються, упродовж 1980–2012 рр. Результати емпіричного дослідження засвідчили, що після започаткування бюджетної консолідації темпи економічного зростання мали негативну кореляцію з величиною зменшення бюджетного дефіциту, але при цьому кореляція між зростанням реального ВВП і тривалістю бюджетної консолідації є позитивною. Тобто поступова і тривала бюджетна консолідація позитивно впливає на зростання обсягів випуску продукції.

Структура бюджетних витратків або тип витратків, які підлягають скороченню, також впливають на економічну динаміку. Захист державних інвестицій у період бюджетної консолідації (особливо у сфері інфраструктури) має надзвичайно важливе значення для зростання продуктивності і потенційного випуску продукції. Якщо ж зменшення витратків стосується витрат держави на товари і послуги, включаючи заробітну плату в бюджетній сфері, то суттєвого негативного впливу на економічне зростання не спостерігається [13].

Е.Балдассі та інші дослідники обґрунтовують, що в умовах зниження доступності банківських кредитів бюджетна консолідація має бути поступовою і ґрунтуватися на комбінації заходів податкової та витраткової політики держави. У частині державних витратків уряду варто спрямовувати зусилля на скорочення неперіоритетних витрат і захист державних інвестицій. Основними завданнями податкової політики мають стати стимулювання зайнятості населення, приватного споживання та посилення справедливості податкової системи. Для цього необхідно зменшити перелік і обсяг податкових пільг, мінімізувати економічні стимули для ухилення від сплати податків і переключення податкового тягаря з трудових доходів на доходи від власності, а також на широкую групу споживчих товарів із низьким ступенем еластичності за ціною.

С.Пеннінгс і Е.Руїз побудували регресію за даними 17 розвинутих країн, які проводили бюджетні консолідації

у період 1978–2009 років тривалістю більше одного року, і дійшли висновку про те, що епізоди швидкої консолідації мають більший фіскальний мультиплікатор, ніж епізоди поступової консолідації [14]. Оцінені авторами значення фіскальних мультиплікаторів перебували в межах від 0.2 до 1.8 і найменші мультиплікатори були властиві періодам поступової та виваженої консолідації. Стійкий курс фіскального коригування, розтягнутий на кілька років, зменшує його негативний вплив на економічну активність. Проте якщо країна вже перебуває на порозі боргової кризи, адекватним виходом із такої ситуації є швидка і масштабна консолідація, яка дає змогу відновити довіру інвесторів і змогу уряду рефінансувати державний борг.

Експерти МВФ оцінили, що під час поточних бюджетно-податкових коригувань середнє значення фіскального мультиплікатора для розвинутих країн становить близько 1 (тобто зменшення дефіциту бюджету на 1 в. п. від ВВП призводить до скорочення реального ВВП на 1%) [12]. Таке значення набагато більше від середніх показників фіскальних мультиплікаторів, які обчислювалися дослідниками до початку глобальної кризи 2007–2009 рр. У нинішніх умовах посилення депресивного впливу бюджетно-податкових коригувань визначають такі чинники: стагнація банківського кредитування і значна частина ринкових агентів з низьким рівнем кредитоспроможності; кволий зовнішній попит, що не дає змоги збільшувати обсяги виробництва товарів і послуг на експорт.

Експерт МВФ А.Гуерсон довів, що структура бюджетного коригування (конкретні види податків, надходження від яких зростають, або види державних витратків, які підлягають скороченню) має значний вплив на економічне зростання, зайнятість населення, інвестиційну активність та інші ключові макроекономічні змінні [15]. Дослідник наголошує, що бюджетна консолідація має мінімальний негативний вплив на економічне зростання в короткостроковому періоді, якщо вона зменшує обсяги державного споживання або зменшує обсяги приватного споживання. Зокрема, якщо програма бюджетної консолідації впроваджується через скорочення витрат держави на товари і послуги (включно із заробітною платою в бюджетній сфері), то сукупний попит зменшується на 0.25% у коротко-

строковому періоді і повністю відновлюється у середньостроковому.

Збільшення розміру податків на споживання і зменшення бюджетного дефіциту на 1% від ВВП призводить до скорочення ВВП на 0.2% у перший рік консолідації і до певного відновлення обсягів ВВП у наступні роки. Але сумарно, внаслідок скорочення споживчих витрат, обсяг ВВП дещо зменшиться.

Збільшення корпоративних податків має рестрикційний вплив на виробництво як у короткостроковому, так і в середньостроковому періоді. Деструктивні наслідки підвищення корпоративних податків поступають лише наслідкам скорочення державних інвестицій. Кількісно вони виражаються таким чином: у перший рік бюджетної консолідації ВВП зменшується на 0.4%, а згодом упродовж кількох років – на 1.5%. Основною рушійною силою таких змін є скорочення приватних інвестицій, що позначається на обсягах реального ВВП.

Збільшення розміру податків на працю на 1% від ВВП призводить до зменшення обсягів виробництва на 0.3% у перший рік бюджетної консолідації та на 0.6% упродовж п'яти років. Таке скорочення виробництва є вагомим порівняно з іншими наслідками консолідації, яка набуває форми зменшення державного споживання або соціальних трансфертів [15].

Загалом отримані дослідниками МВФ результати свідчать про те, що бюджетна консолідація, яка фокусується на поточних витратах держави, більше сприяє економічному зростанню. Досягнення цілей бюджетної консолідації через скорочення капітальних видатків є найменш доцільним рішенням, яке призводить до значного і тривалого зменшення приватних інвестицій, випуску продукції і реальної заробітної плати. Скорочення капітальних видатків держави на 1% від ВВП у середньостроковому періоді призводить до зменшення реального ВВП на 2%, а в довгостроковому періоді фіскальний мультиплікатор може збільшитися до трьох.

### МЕТОДИ РОЗВ'ЯЗАННЯ БОРГОВОЇ ПРОБЛЕМИ В РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ

Нині у розвинутих країнах домінує переконання, що їхні уряди зможуть розв'язати накопичені боргові проблеми, не вдаючись до таких “непристойних” методів, як реструк-

туризація державного боргу, його інфляційне знецінення або ж адміністративне управління фінансовим ринком – так званих “фінансових репресій”. Політичні діячі у розвинутих країнах часто стверджують, що багаті країни принципово відрізняються від країн із ринками, що формуються, і при управлінні своїми фінансами не використовують сумнівні і завуальовано конфіскаційні методи, котрі можуть підірвати довіру, яка завойовувалася десятиліттями.

Відомі американські вчені Кармен Рейнхарт і Кеннет Рогофф довели, що проблеми боргового “нависання” в розвинутих країнах є одними з найгостріших і стримують економічне зростання. На їхню думку, бюджетна економія до певної межі є необхідною, однак виключно з її допомогою в багатьох країнах неможливо буде зменшити тягар державного і приватного боргів до прийняттого рівня [16]. Для остаточного подолання наслідків глобальної фінансової кризи, очевидно, необхідно застосовувати комбінацію таких заходів, як фінансові репресії чи приховані податки на заощадження, а також пряму реструктуризацію державного і приватного боргу, конверсію боргу, припинення стримування інфляції.

Фінансові репресії – це адміністративні важелі управління фінансовою системою, які забезпечують перерозподіл ресурсів на користь певних секторів, заниження рівня відсоткових ставок, скорочення боргових зобов'язань тощо. Поняття фінансових репресій поширюється на такі процеси, як пряме кредитування уряду афілійованими фінансовими установами, встановлення прямих чи непрямих лімітів на рівень відсоткових ставок, регулювання транскордонного руху капіталів, підпорядкування уряду діяльності певних банків.

Американські фінансисти Дж. Модлін і Дж. Теппер також вельми песимістично оцінюють боргові перспективи розвинутих країн. Вони називають поточну боргову ситуацію у розвинутих країнах кінцевою стадією “глобальної гри”. На їхню думку, для одних країн цей кінець означатиме дефолт, для інших – гіперінфляцію або значну девальвацію. Хоча деякі країни ще мають можливість повернути цю “гру” назад, перспективи інших країн – доволі похмурі. Дж. Модлін і Дж. Теппер вважають, що “борговий суперцикл” походить від некеріваного нарощування боргів приват-

ними суб'єктами, однак кінцева стадія гри розгортатиметься у сфері державних фінансів, і завершиться вона тоді, коли уряд втратить спроможність залучати позики за помірними ставками. Таких проблем уже зазнає Греція, на черзі – інші країни [17].

Як справедливо вказують К.Рейнхарт і К.Рогофф, зважаючи на масштаби боргового “нависання”, мало ймовірно, що бюджетна економія (навіть у поєднанні з фінансовими репресіями) буде вичерпною та достатньою умовою для подолання боргових проблем у всіх країнах. Навпаки, глибина таких проблем і сумнівні успіхи заходів, які вживалися до цього часу, свідчать про необхідність використання такого екстраординарного методу, як реструктуризація чи списання боргів. Особливо це завдання є актуальним для країн на периферії єврозони [16]. Історичний досвід підтверджує, що в світі під час періодів пікового боргового навантаження відбувалося суттєве зростання кількості випадків реструктуризації боргів.

Реструктуризація як метод вирішення боргової проблеми призводить до порушення зобов'язань уряду перед кредиторами, тому вона завжди має репутаційні наслідки і негативно впливає на інвестиційний процес та економічне зростання. Проте за надмірного рівня боргового навантаження реструктуризація боргу є неминучою.

Криза суверенних боргів у єврозоні спонукала розвиток ряду важливих процесів. По-перше, у березні 2011 року Рада Європи своїм рішенням встановила, що всі випуски суверенних облігацій у єврозоні терміном понад один рік повинні містити стандартизовані положення про колективні дії (Collective Action Clauses, SACs), що дає змогу проводити реструктуризацію боргу за умови отримання згоди кваліфікованої більшості кредиторів. По-друге, застосування положення про колективні дії на практиці під час обміну боргових зобов'язань Греції в березні – квітні 2012 року засвідчило, що воно є надзвичайно корисним засобом врегулювання боргових проблем уряду неплатоспроможної країни.

У цьому контексті американські вчені К.Рейнхарт і К.Рогофф аргументовано наголошують на тому, що в сьогоденних умовах уряди розвинутих країн мають активно вивчати підходи і методи розв'язання боргових проблем, які практикуються в



країнах із ринками, що формуються, а також методи, які вони застосовували самі в недалекому минулому [16].

У будь-якому випадку вагомою складовою процесу врегулювання боргових проблем розвинутих країн має бути продовження бюджетної консолідації. При цьому структура бюджетного коригування має включати складові скорочення бюджетних видатків і мобілізації додаткових доходів, які не мають негативного впливу на економічне зростання і забезпечують досягнення цілей соціальної справедливості.

Експерти МВФ обґрунтовано зазначають, що акцент політики бюджетної консолідації необхідно зробити на скороченні поточних видатків бюджету. Потенціал для залучення до бюджетів додаткових доходів у багатьох розвинутих країнах є обмеженим, оскільки відношення бюджетних доходів до ВВП є вельми значним. Проте в деяких країнах, які постають перед гострими викликами бюджетної консолідації (наприклад, у США і Японії), існує деякий простір для залучення додаткових доходів при мінімізації їх деформуючого впливу і негативних ефектів, що стримують економічне зростання. Зокрема, розширення бази ПДВ дасть змогу збільшити економічну ефективність і захистити малозабезпечені прошарки населення. А в країнах із низьким рівнем податкового адміністрування ключовим завданням є збільшення рівня збору податків.

Чимало розвинутих країн мають значний потенціал для проведення структурних реформ, які можуть активізувати економічну діяльність і зменшити рівень боргового навантаження шляхом поліпшення бюджетного балансу та досягнення “ефекту знаменника” (більший розмір ВВП зменшує відносну величину державного боргу). Крім того, динамічне економічне зростання зменшує соціальні втрати від бюджетної консолідації та забезпечує політичну стійкість процесу реформ.

Важливим чинником, що сприяє зменшенню боргового навантаження, є утримання низького рівня відсоткових ставок упродовж тривалого періоду часу. Основними інструментами для вирішення цього завдання є підтримання довіри громадськості до процесу бюджетної консолідації та проведення стимулюючої монетарної політики, яка не створює загроз для фінансової стабільності.

## ВИСНОВКИ

Отже, рекордний за всю історію рівень боргового навантаження розвинутих країн (108.5% від ВВП) поєднується з непевністю економічних перспектив цих країн і неспроможністю стримувати обсяги державних видатків, пов'язаних зі старінням населення. Рефінансування рекордно високих рівнів державного боргу, а також стримування зростання бюджетного дефіциту в умовах старіння населення розвинутих країн є основними джерелами ризиків для стійкості державних фінансів у середньостроковій перспективі. Високе боргове навантаження гальмує темпи економічного зростання розвинутих країн, спричиняє тиск на рівень відсоткових ставок, зростання ризиків ліквідності і платоспроможності держави, зумовлює зростання вразливості державних фінансів до впливу шоків ситуацій і звуження потенціалу фінансового розвитку держави в майбутньому.

Нині в єврозоні й без того кволий внутрішній попит додатково обмежується за каналами як державного, так і приватного споживання (банківське кредитування не є драйвером приватного попиту). Загалом стагнація і повільне відновлення економіки єврозони пояснюється дією таких основних чинників:

- відбувається поступова фрагментація фінансових ринків і зменшення припливу іноземного капіталу до периферійних країн;
- рівень банківського кредитування приватного сектору є недостатнім;
- програми бюджетної консолідації в більшості країн тривають, негативно впливаючи на темпи зростання економіки.

Учені одностайні в тому, що в умовах надмірного боргового навантаження фіскальні коригування позитивно впливають на зростання економіки в середньостроковому періоді. Однак якщо величина фіскального мультиплікатора близька до одиниці, у короткостроковому періоді бюджетна консолідація здебільшого призведе не до скорочення, а до збільшення відношення державного боргу до ВВП. Під час поточних бюджетно-податкових коригувань середнє значення фіскального мультиплікатора більше порівняно з аналогічними показниками, які були оцінені до початку глобальної кризи 2007–2009 рр. Посилення де-

пресивного впливу бюджетно-податкових коригувань у нинішніх умовах зумовлюється стагнацією банківського кредитування і слабким зовнішнім попитом.

Подолання боргових проблем європейських країн ускладнюється формуванням “петлі зворотних зв'язків” між станом суверенного боргу і стабільністю банківського сектору: зниження рівня довіри інвесторів до стійкості державних фінансів після покладання на них тягаря банківських проблем стало причиною зростання спредів за державними облігаціями, що негативно позначалося на балансах банків – утримувачів державних облігацій; вартість оптового фінансування для банків суттєво зросла, а рівень їхньої кредитоспроможності знизився.

Актуальною проблемою також є ризики, пов'язані зі зростанням рівня відсоткових ставок і збільшенням вартості обслуговування боргу, що виникають унаслідок стримування інфляційного тиску центральними банками розвинутих країн, а також скорочення попиту Китаю на казначейські зобов'язання США і зниження сукупних заощаджень у розвинутих країнах в умовах старіння населення.

Оцінюючи перспективи боргової ситуації в розвинутих країнах, слід зазначити, що після 2014 року тягар боргового навантаження у середньому, ймовірно, зменшиться. Бюджетна консолідація та відновлення економічного зростання допоможуть пом'якшити гостроту боргових проблем у більшості країн. Проте в країнах із найвищим рівнем боргового навантаження і повільним прогресом консолідації фінансового сектору та/або проведення структурних реформ вирішення боргових проблем буде неможливим без проведення таких заходів, як запровадження системи стягнення прихованих податків на заощадження, штучне зниження відсоткових ставок, інфляційне знецінення вартості боргу, реструктуризація державного боргу і його конверсія в майнові чи фінансові активи. Такі процеси, очевидно, не сприятимуть глобальній фінансовій стабільності і породжуватимуть нові виклики для установ глобального фінансового регулювання і національних урядів. □

### Література

1. *International Monetary Fund. Fiscal Monitor. – 2013. – April. – [Електрон-*

ний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/01/fmindex.htm>.

2. International Monetary Fund. *Fiscal Monitor*. – 2013. – October. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/02/pdf/fm1302.pdf>.

3. ЮНКТАД. Доклад о торговле и развитии, 2013 год. Обзор / Организация Объединенных Наций, 2013. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2013\\_ru.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2013_ru.pdf).

4. Reinhart, Carmen M., and Vincent R. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2012, “Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, pp. 69–86.

5. Herndon, Thomas, Michael Ash, and Robert Pollin, 2013, “Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff,” *Political Economy Research Institute, Working Paper No. 322*.

6. Cecchetti, S. G., Mohanty, M.S., and F. Zampolli, 2011, “The Real Effects of Debt”, *Federal Reserve Bank of Kansas*

*City, Economic Symposium 2011: Achieving Maximum Long-Run Growth*, pp. 145–96.

7. Baum, Anja, Cristina Checherita and Philipp Rother, 2013, “Debt and Growth: New Evidence from the Euro Area”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 32, pp. 809–21.

8. Ford, Robert, and Douglas Laxton, 1999, “World Public Debt and Real Interest Rates,” *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No. 2, pp. 77–94.

9. Ardagna, Silvia, Francesco Caselli, and Timothy Lane, 2004, “Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries,” *NBER Working Paper No. 10788* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

10. Reinhart, Vincent and Brian Sack, 2000, “The Economic Consequences of Disappearing Government Debt,” *Brookings Papers on Economic Activity: 2*, (Washington: Brookings Institution).

11. Alesina, Alberto, and Silvia Ardagna, 2010, “Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending,” in: *Tax Policy and the Economy*, ed. by Jeffrey R. Brown, Vol. 24, pp. 35–68.

12. IMF Working Paper, *Fiscal Affairs*

*Department*. “The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation” / Prepared by Luc Eyraud and Anke Weber. – 2013. – March.

13. IMF Working Paper. “Debt Reduction, Fiscal Adjustment, and Growth in Credit-Constrained Economies” / Prepared by Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados. – 2013. – November.

14. IMF Working Paper. “Fiscal Consolidations and Growth: Does Speed Matter?” / Prepared by Steven Pennings and Esther Perez Ruiz. – 2013. – November.

15. IMF Working Paper. “The Composition of Fiscal Consolidation Matters: Policy Simulations for Hungary” / Prepared by Alejandro Guerson. – 2013. – October.

16. IMF Working Paper. *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten* / Prepared by Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff. – 2013. – December.

17. J. Mauldin, J. Tepper. “Endgame. The end of the debt supercycle and how it changes everything”. – John Wiley&Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2011.

Монети України/

Про введення в обіг пам'ятної монети “Володимир Сергєєв”  
Putting into circulation the commemorative coin “Volodymyr Serhieiev”

Національний банк України, продовжуючи серію “Видагні особистості України”, 11 квітня 2014 року ввів в обіг пам'ятну монету номіналом 2 гривні, присвячену 100-річчю від дня народження Володимира Григоровича Сергєєва – академіка Національної академії наук України, головного конструктора систем управління ракет і космічних апаратів та керівника науково-виробничого об'єднання “Електроприлад” (нині – “Хартрон”), двічі Героя Соціалістичної Праці.

Монету виготовлено з нейзильберу. Категорія якості карбування – спеціальний анциркулейтед, маса – 12.8 г, діаметр – 31.0 мм, тираж – 20 000 штук. Гурт монети – рифлений.

На аверсі розміщено: вгорі малий Державний герб України та напис півколом – **НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ**; в центрі – стилізовану композицію: на тлі друкованої плати мікро модуля зо-

бражено орбітальний комплекс “Мир”; праворуч зазначено рік карбування монети – **2014**, ліворуч – логотип Монетного двору Національного банку України; внизу номінал – **2 / ГРИВНІ**.

На реверсі зображено портрет Володимира Сергєєва, багаторазову космічну систему “Енергія-Буран”, ліворуч розміщено напис півколом – **ВОЛОДИМИР СЕРГЄЄВ**, праворуч – роки його життя: **1914 / 2009**.

Художники – Володимир Таран, Олександр Харук, Сергій Харук.

Скульптори – Анатолій Дем'яненко, Святослав Іваненко.

Пам'ятна монета номіналом 2 гривні “Володимир Сергєєв” є дійсним платіжним засобом України й обов'язкова до приймання без будь-яких обмежень за її номінальною вартістю до всіх видів платежів, а також для зарахування на рахунки, вклади, акредитиви та для переказів. □

