

Віктор КОЗЮК

## ГЛОБАЛІЗАЦІЯ ТА МІЖЧАСОВІ ОБМЕЖЕННЯ ФІСКАЛЬНИХ СТИМУЛІВ

---

---

*Виявлено суперечливість теоретичних позицій з приводу можливостей реалізації фіскальної політики в умовах глобалізації. Доведено, попри зміну окремих рис зв'язку між величиною державного боргу та процентних виплат в розвинутих країнах, сам зв'язок залишається прямим. Це підтверджує наявність істотних міжчасових обмежень на фіскальні стимули. Зроблено висновок, що глобалізація модифікує такі обмеження завдяки розширенню лагів.*

---

---

Глибина глобальної фінансової кризи спонукала до активізації механізмів стабілізаційної політики в масштабах, які ще донедавна вважались неможливими. Значні бюджетні дефіцити практично в усіх розвинутих країнах утворились не просто внаслідок дії автоматичних стабілізаторів, а, зокрема, завдяки реалізації програм підтримки фінансового сектору та заходів, спрямованих на подолання проблеми платоспроможності окремих системних корпорацій. Швидке зростання обсягів державного боргу в світі одразу породило дилему. Відсутність агресивних заходів з боку фіскальної політики може провокувати поглиблення рецесії, тоді як фіскальна експансія загрожує перерости у боргову кризу. Певною мірою розв'язанню даної дилеми сприяє сприятливе середовище низьких процентних ставок і зняття обмежень на приріст балансів центральних банків, які акумулювали значну частину довгострокових боргових зобов'язань урядів, що активно борються із наслідками кризи. Тим не менше реалізація сценарію фіскального стимулювання економіки наразилась на значні труднощі, пов'язані із різким посиленням фрагментації боргових ринків за

критерієм оцінки ринками майбутньої фіскальної стійкості тієї чи іншої країни. Усталений номінальний якір боргової стабільності у вигляді співвідношення державного боргу до ВВП на рівні 60% демонструє піке у прірву відносності та фрустрації свого сигнального значення.

Із фрагментацією країн за критерієм боргової спроможності пов'язується низка інших проблем. За подібних рівнів боргового навантаження різні країни можуть претендувати на абсолютно відмінні спреди за борговими інструментами. Фіскальна політика перед кризою засвідчила відсутність тих жорстких обмежень на боргову експансію, з якими теоретично асоціюють глобалізацію, завдяки чому зростання фінансових зобов'язань урядів під час кризи стартували з позначки вже завищеного рівня боргового навантаження, порівняно з усталеними 60% боргу до ВВП. Проблеми з ліквідністю боргових інструментів виникли як в країнах, що перед кризою здійснювали достатньо розумну антициклічну політику, так і в країнах, де мало місце швидке нагромадження боргу у відповідь на відсутність структурних реформ і погіршення конкурентоспроможності. Масштаби боргової

експансії з 2008 р. не могли не позначитись на зміні обсягів процентних виплат.

Власне, платежі в рахунок погашення й обслуговування державного боргу накладають значні обмеження на спроможність урядів сформувати бюджет із таким рівнем первинного дефіциту, щоб його обсяги були еквівалентні потребам із реанімації сукупного попиту в економіці із процентними ставками, наближеними до нуля. З іншого боку, чутливість ринків до змін в очікуваній глобальній конкурентоспроможності країни достатньо сильно змінює модальність міжчасових обмежень боргової експансії. Чим більшою мірою портфель володіння борговими інструментами того чи іншого уряду буде тяжіти до глобально репрезентативного, тим більша невпевненість у фіскальній стійкості передаватиметься спредам, і тим швидше фіскальні стимули сукупного попиту захлиснуться у хвилях зростаючого обсягу процентних платежів. Аналіз того, як глобалізація змінює зв'язки між обсягом процентних виплат і величиною державного боргу і, відповідно, породжує нову природу міжчасових обмежень на експансивну фіскальну політику, є актуальним у світлі відсутності ознак стабілізації рівня державного боргу в світі.

Так, в економічній літературі до кризи сформувалась чітка позиція з приводу того, що глобалізація створює суттєві можливості для фіскальної політики у вигляді зниження процентних ставок, підвищення доступності глобальних заощаджень, розширення меж ринків, але, попри це, стабілізаційна ефективність фіскальної політики буде низькою, оскільки рівноважний ВВП задається глобальними факторами, а не національними. Аналогічно, ефект дисципліни та фрагментація ринків відповідно до того, як рівень державного боргу відображається в спредах, звужують можливості боргової експансії, тим самим обмежуючи стимулюючу спроможність нарощування бюджетних

видатків [1; 2; 3]. Певна полярна позиція з приводу того, як глобальне зниження процентних ставок відобразилось на формуванні нових можливостей у сфері боргової політики (так звана "нова економіка публичних фінансів"), демонструє, що глобалізація дає змогу підвищити оптимальний рівень державного боргу без ризику для фіскальної стійкості країни (дискусію про це див. у [4; 5]). Деякі дослідники вказують на те, що глобалізація таки не породила очікуваних ефектів дисципліни у сфері фіскальної політики. Реакція спредів на підвищення рівня боргового навантаження часто не є лінійною [6; 7], а некоректна ринкова оцінка ризиків суверенної платоспроможності найбільшою мірою адресується розвинутим країнам [8].

Перетворення глобальної фінансової кризи на боргову кризу в розвинутих країнах суттєво змінило характер досліджень. З одного боку, чимало авторів вказують на те, що фіскальна експансія була неминучою. Автоматичні стабілізатори прийняли на себе значну частку видатків у відповідь на шок попиту; безробіття збільшило необхідні соціальні видатки; підтримка фінансового сектору потребувала значних вливань. Ефективність таких кроків також неоднозначна з огляду на підвищення граничної схильності до заощаджень в умовах невизначеності, посилення рікардіанських ефектів боргової експансії, брак достатнього фіскального простору [9; 10; 11]. З іншого боку, експансія державного боргу в середовищі кризи ліквідності, невизначеності на фінансових ринках та волатильних потоків капіталу призводить до різкого погіршення структури державного боргу та вартості його обслуговування, що перекладається на бюджет [12]. Незважаючи на те, що зростання процентних виплат не часто згадується як причина необхідності переходу в режим фіскальної консолідації, саме із їх величиною пов'язується втрата контрольованості траєкторії зростання дер-

жавного боргу. Тобто, в короткостроковому періоді брак ліквідності на фінансових ринках і відповідне розширення діапазону спредів може бути компенсоване програмами підтримки ринку активів, які реалізують центральні банки. Труднощі із рефінансуванням розглядаються в контексті різниці в інтерпретації центробанками компромісу між ціновою та фінансовою стабільністю. Тоді як в довгостроковому періоді саме зростання процентних виплат призводить до необхідності стискання первинних бюджетних видатків для підтримання платоспроможності.

З огляду на те, що середовище низьких процентних ставок продовжує розглядатись як сприятливе підґрунтя для більш агресивної фінансової відповіді на кризу і подальшу глобальну рецесію [13], аналіз в змінах зв'язків між процентними платежами та величиною державного боргу потребує поглиблення для запобігання ризикам механічного перекидання браку податкових надходжень на валові потреби у фінансуванні бюджетних дефіцитів. Звідси, метою статті є доведення, що величина боргового тягаря продовжує визначати обсяги процентних виплат, і середовище низьких процентних ставок не слід розглядати як підставу зниження боргових ризиків антикризової фінансової експансії.

Слід констатувати, що потреби у фінансовій консолідації в більшості розвинутих країн актуалізуються за рівня державного боргу, що не є історично безпрецедентним,

а також за рівня процентних ставок і, відповідно, тягаря процентних виплат, які є нижчими, порівняно з періодом 1980-х, коли спостерігався злам тренду зростання державної заборгованості. Рис. 1. чітко вказує, що зростання боргового тягаря мало місце з середини 1980-х до кінця 1990-х, а також після глобальної фінансової кризи. Уповільнення темпів зростання державного боргу з 2002 р. по 2007 р. слід пов'язувати саме із достатньо оригінальним феноменом, коли тренд боргового навантаження та тягаря процентних виплат розійшлися.

Завдяки цьому з'явилась оманлива картина спроможності підвищити рівноважний рівень державного боргу, або, іншими словами, уникати його зниження нижче відмітки конвенціонального номінального якоря боргової стабільності, визначеного на рівні 60% ВВП. Втім, з функціональної точки зору політико-інституціональних провалів у сфері публічних фінансів підвищення рівноважного рівня державного боргу та уникнення його зниження не є рівнозначними. Якщо підвищення рівня боргу до позначки, що сприймається за оптимальну величину, передбачає зміни в масштабах суспільного сектору і є вибором щодо альтернатив, заданих податковим та борговим тягарем, то уникнення зниження боргу передбачає як політичне толерування дефіцитному зміщенню, небажання брати відповідальність за побудову моделі симетричної автоматичної стабіліза-

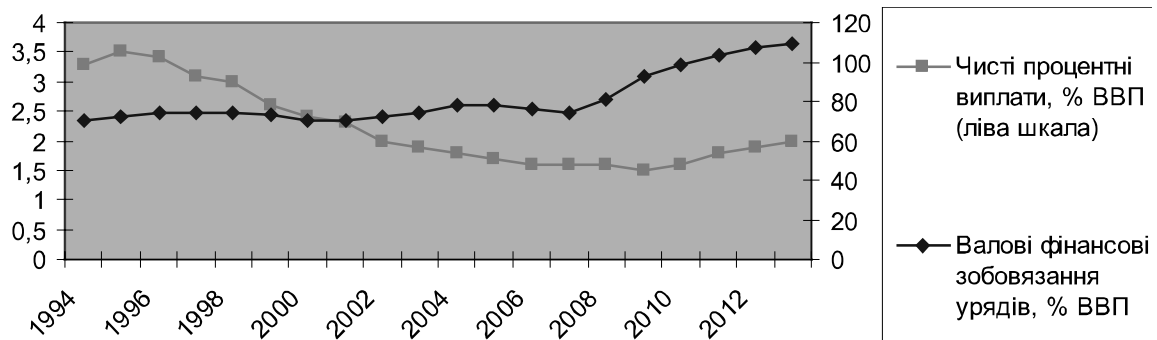


Рис. 1. Борговий тягар в країнах ОЕСР, 1994–2013 рр.\*

\* Побудовано на основі статистичних даних ОЕСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

ції, підвищення схильності до відкладання відновлення фінансової дисципліни. На основі цього з'являється тенденція до завищення масштабів суспільного сектору поруч із підвищенням вразливості публічних фінансів до глобальних шоків.

Розрив у трендах динаміки боргу та процентних платежів в розвинутих країнах до глобальної фінансової кризи, як видно з рис. 1., заохочував більш ризикову боргову політику. Водночас, різка потреба у фінансовій консолідації в багатьох розвинутих країнах чітко вказує, що навіть за незначних змін у факторах формування глобально рівноважних процентних ставок, зростання державного боргу може швидко перерости у боргове навісання, несумісне з економічним зростанням.

Наявність достатньо жорсткої обумовленості поточного рівня процентних виплат

попереднім вказує на відсутність змін у характері боргової політики в розрізі країн, що свідчить про загальну тенденцію до адекватного оцінювання фінансових ризиків з боку ринків. З іншого боку, можна побачити, що порівняння чистих процентних платежів урядів країн ОЕСР демонструє неоднозначну картину (див. рис. 2–3.). Так, рис. 2. дозволяє побачити, що з 1997 р. по 2007 р. спостерігається достатньо висока однорідність в залежності між величиною процентного тягара в розрізі країн на початку періоду і наприкінці. За 10 років ситуація у сфері боргової політики не зазнала жодних істотних змін, незважаючи на достатньо потужні трансформації у сфері глобальної фінансової, торговельної та реальної інтеграції в сукупності із змінами в глобальній географії акумуляції фінансових активів, боргів, виробництва, споживання та торгівлі. При цьому, коефіцієнт, що визначає

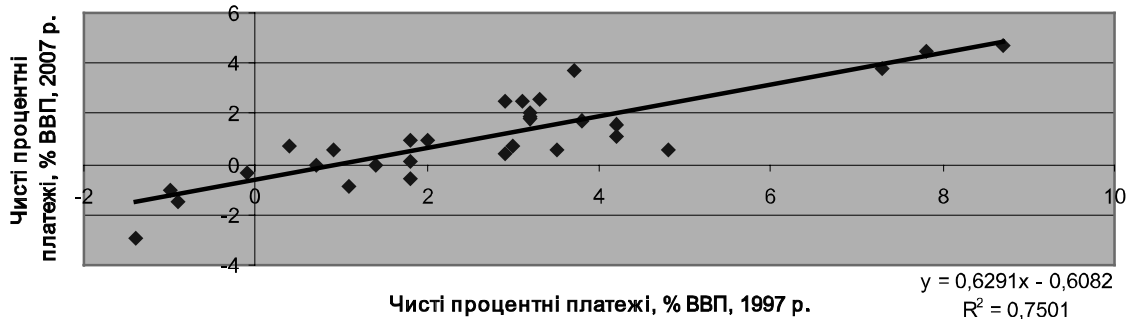


Рис. 2. Зв'язок між чистими процентними платежами урядів країн ОЕСР\*

\* Побудовано на основі статистичних даних ОЕСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

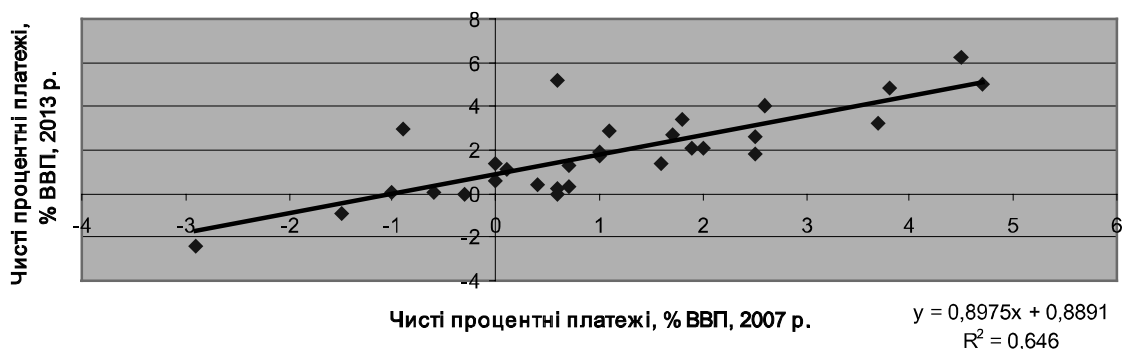


Рис. 3. Зв'язок між чистими процентними платежами урядів країн ОЕСР\*

\* Побудовано на основі статистичних даних ОЕСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

кут нахилу лінії апроксимації, є нижче 1 більш як в 1,5 рази. Це вказує на знижувальний тренд динаміки процентних виплат, всупереч підвищенню рівня державного боргу в цілому по даній групі країн.

Рис. 3, що демонструє зв'язок між процентними платежами до ВВП перед кризою і після, спонукає до таких міркувань. Базова модель боргової політики в розрізі країн ОЕСР не змінилась, на що вказує істотна залежність між минулими та поточними видатками на обслуговування урядових фінансових зобов'язань. Однак лінія апроксимації зміщується вліво і вгору. При падінні коефіцієнта щільності зв'язку, порівняно із періодом 1997–2007 рр. (рис. 2.), це говорить про однозначну втрату гомогенності у сфері боргового тягаря в розрізі країн ОЕСР. Звичайно, нагромадження суверенних активів одними з них призводить до того, що чисті платежі стають від'ємними, демонструючи відсутність чітких ознак розшарування в потребах у нових запозиченнях в умовах глобального шоку 2008–2009 рр. Але це ж підкреслює і те, що різні країни по-різному будують стратегію забезпечення резервів покриття процентних платежів. Зростання кількості країн із від'ємними чи нульовими чистими процентними виплатами (Норвегія, Швейцарія, Корея тощо) вказує на те, що фіскальна дисципліна може виражатись не тільки у контролі за дефіцитами, а також у спроможності генерувати суверенні активи в значних обсягах. Поруч із погіршенням загальної боргової ситуації в більшості розвинутих країн така тенденція радикалізує відмінності в пристосуванні публічних фінансів до сучасних глобальних умов. Підвищення коефіцієнта, що визначає кут лінії апроксимації, з 0,62 (рис. 2.) до майже 0,9 (рис. 3.), вказує на тенденцію до підвищення рівня тягаря процентних виплат. Але те, що такий коефіцієнт навіть після кризи не перевищив 1, засвідчує, що в загальному розвинуті країни продовжують перебувати в зоні низьких

процентних ставок. Падіння значення показника щільності зв'язку на тлі зменшення кількості країн, рівень чистих процентних виплат яких перевищує трендовий за період 2007–2013 рр., порівняно з 1997–2007 рр., вказує на те, що збереження тенденції до незначного підвищення боргових виплат супроводжується різким підвищенням тягаря процентних видатків по окремих країнах, які найбільше постраждали від кризи, або які до її початку перебували на гірших стартових позиціях в розумінні величини акумульованого боргу.

На основі вищезазначеного можна зробити висновок про те, що сучасна боргова політика стикається із проблемою викликів суверенній платоспроможності не стільки безпосередньо через величину процентних ставок та обсяги видатків на обслуговування нагромадженого боргу, скільки через: перетин обсягами державного боргу в середньому позначки 90–100%; збереження чіткої середньострокової тенденції до продовження боргової експансії, яка підживлюється значними неявними зобов'язаннями (передусім пов'язаними зі старінням населення); посилення спекулятивних настроїв (в сукупності з ефектами переливу, стадною поведінкою та фінансовою інфекцією). Внаслідок цього збереження існуючого тренду зростання державного боргу може призвести до того, що траєкторія суверенної платоспроможності втратить стійкість.

Аналогічно, тенденція до зниження процентних виплат як частка ВВП (рис. 1.) не виключає прямої лінійної залежності між тягарем видатків на обслуговування державного боргу і його обсягом. Втім, очевидний зв'язок між показниками чистих процентних виплат та валовими фінансовими зобов'язаннями урядів країн ОЕСР має свою специфіку в розрізі періодів (рис. 2–4.).

Поділ на періоди підпорядковується наступним міркуванням. 1994–2001 рр. характеризуються достатньо високими процентними ставками та тенденцією до фіскальної

консолідації. 2002–2007 рр. – це період експансії глобальної ліквідності, впродовж якого спостерігалось падіння процентних ставок, зменшення показника їх дисперсії, а також звуження спредів і домінування пошуку дохідності. Підвищення глобального попиту на суверенні боргові зобов'язання також толерувало політиці управління державним боргом. 2008–2013 рр. позначені кризою та посткризовими дестабілізаціями у сфері публічних фінансів. У випадку адекватності припущення “нової економіки публічних фінансів” слід очікувати спадного нахилу лінії апроксимації у другому періоді.

Кореляційно-регресійні залежності (рис. 2–4) дозволяють зробити наступні висновки.

1. Упродовж усіх трьох періодів спостерігається пряма залежність між процентними виплатами та борговими зобов'язаннями. Дезагрегація даних у розрізі усіх країн ОЕСР не дає можливості побачити чіткого і повсюдного зміщення у бік більш високого рівня боргового тягаря в масштабах, щоб перетворити пряму залежність на обернену. Тобто традиційний тип зв'язку, що передбачає пряму залежність між величиною державного боргу і величиною тягаря процентних видатків, є превалюючим. Зниження довгострокових процентних ставок в глобальній економіці не можна вважати настільки потужним фактором трансформації механізму формування боргового тягаря, щоб різноспрямованість трендів величини державного боргу та ви-

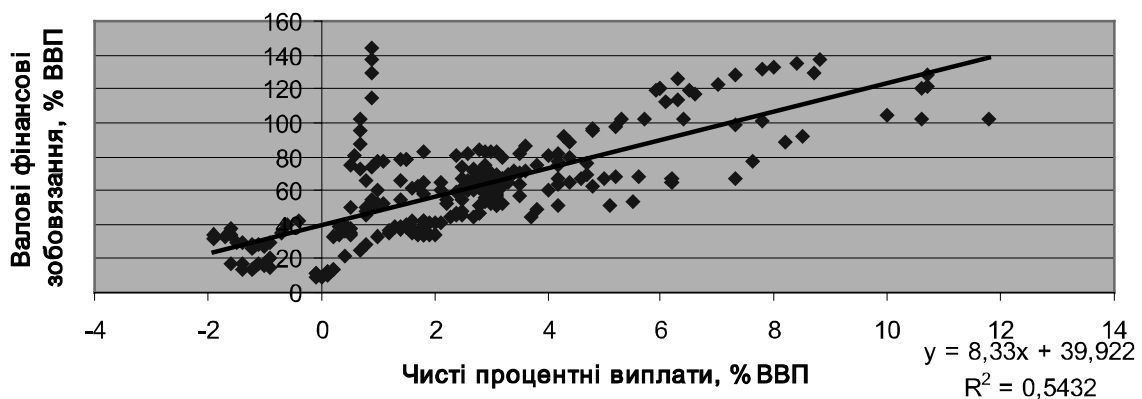


Рис. 4. Чисті процентні виплати та валові фінансові зобов'язання урядів країн ОЕСР, 1994–2001 рр.\*

\* Побудовано на основі статистичних даних ОЕСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

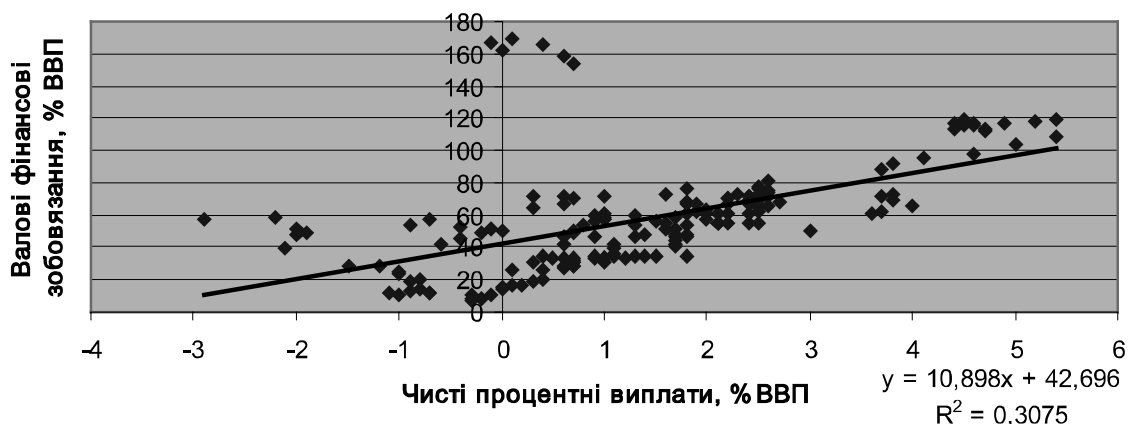
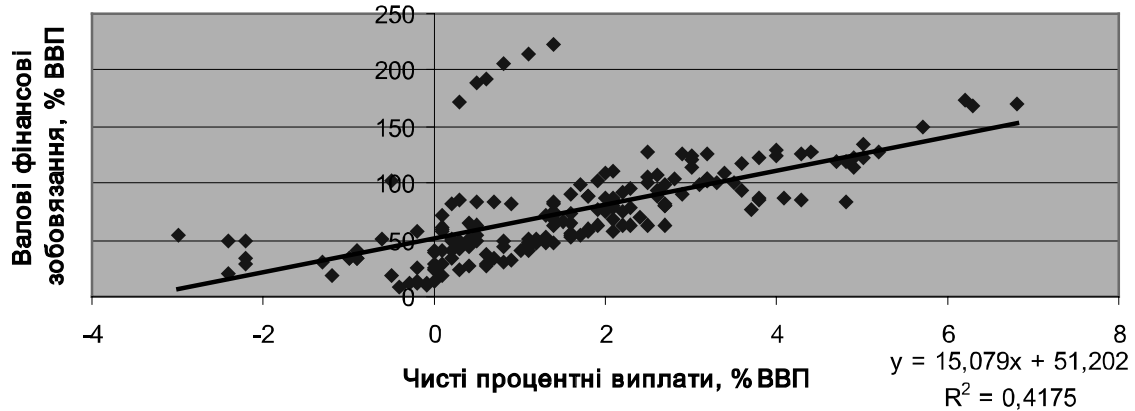


Рис. 5. Чисті процентні виплати та валові фінансові зобов'язання урядів країн ОЕСР, 2002–2007 рр.\*

\* Побудовано на основі статистичних даних ОЕСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).



**Рис. 6. Чисті процентні виплати та валові фінансові зобов'язання урядів країн ОЕСР, 2008–2013 рр.\***

\* Побудовано на основі статистичних даних ОЕСР ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

датків на його обслуговування мала ознаки фундаментально стійкої тенденції.

2. Незважаючи на традиційну форму зв'язку між величинами боргу та процентних виплат до ВВП, дані рис. 2–4. демонструють, що кут нахилу лінії апроксимації стає більшим разом зі значенням вільного члена (значення перетину лінії регресії вісі ОУ при нульовому значенні  $X$ ). Зростання числового значення коефіцієнта еластичності зв'язку та вільного члена в регресійних рівняннях відображає зміщення у бік вищих значень показника валових фінансових зобов'язань. Тобто тенденція до підвищення рівня боргового навантаження до кризи все ж мала місце, навіть якщо агреговані дані на це вказують із недостатнім рівнем очевидності. Втім, як ми вже зазначали, це не слід сприймати як доказ на користь гіпотези “нової економіки публічних фінансів”. Підвищення кута лінії апроксимації в світлі падіння процентних ставок слід пояснювати тим, що багато країн упродовж періоду експансії глобальної ліквідності проводили більш ризикову політику нагромадження державного боргу. Низькі процентні ставки розглядалися як спосіб запобігти збільшенню витрат втрачених можливостей, а тому підштовхнули окремі уряди до боргової експансії. В цьому розумінні низькі процентні ставки є фактором більш

ризикової поведінки не тільки у приватному секторі, а також і сфері макроекономічної політики. Більш ризикова поведінка в середовищі низьких процентних ставок однаково властива окремим приватним і суверенним позичальникам. Посткризове нагромадження державного боргу посилює тенденцію до підвищення кута нахилу лінії апроксимації, засвідчуючи, що збільшення державного боргу у відповідь на глобальний фінансовий стрес стартувало із вищої позиції. Тобто підвищення значення коефіцієнта еластичності та вільного члена в рівняннях регресії від періоду до періоду слід тлумачити наступним чином. Упродовж 2002–2007 рр. відбулось зміщення у бік вищих значень державного боргу, порівняно із 1994–2001 рр., а впродовж 2008–2013 рр., відповідно, порівняно з періодом 2002–2007 рр.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Зростання рівня боргового тягаря у період експансії глобальної ліквідності також може означати, що остання не створила достатньо позитивних передумов для того, щоб зменшити структурний первинний дефіцит за рахунок економічного зростання. Тобто, якщо темпи економічного зростання у 1994–2001 рр. були вищими, порівняно із 2002–2007 рр., то це обмежувало зростання боргу до ВВП в першому періоді, порівняно з другим, відповідно до підходу диференціалу процентних ставок та темпів економічного зростання. Відмінності у величині загального та структурного бюджетного дефіциту також слід верифікувати. Але за будь-яких обставин, експансія глобальної ліквідності, виражена кредитним бумом та інфляцією вартості активів, ще раз доводить, наскільки слабкими можуть бути реальні наслідки розширення номінальних змінних.

3. Упродовж періодів значення щільності зв'язку не є однорідним. Найбільшою мірою погіршення щільності зв'язку забезпечується маргінальним випадком Японії, де величина державного боргу до ВВП перетнула позначку 200%. Втім, навіть не беручи до уваги Японію, можна побачити, що в перший період щільність зв'язку була найвищою, а в другий – найнижчою. Таку закономірність можна пояснити тим, що період 2002–2007 рр. відзначався послабленням однорідності структурних характеристик фіскальної політики в розрізі країн. Тенденція до підвищення рівня боргового навантаження у відповідь на появу додаткових можливостей у сфері більш дешевих запозичень скоріше не була властива усім країнам. Але підвищення щільності зв'язку за 2008–2013 рр. вказує на те, що боротьба з кризою та неминуче погіршення стану фіскального балансу посилило однорідність структурних характеристик фіскальних політик країн ОЕСР. Тобто у посткризовий період, який відзначається значними потребами у дефіцитному фінансуванні, розвинуті країни поведуться більш типово, порівняно з періодом відносного фінансового благополуччя 2002–2007 рр. Це свідчить про те, що поява можливостей більш дешевих запозичень не означає однаково властивого для всіх зміщення у бік більш ризикової боргової політики, тоді як погіршення ситуації робить таке зміщення більш симетричним. Тобто, як і у випадку із проблемою асиметричної автоматичної стабілізації, наявність формальних чи неформальних інституціональних стримувачів дефіцитного зміщення дозволяє одним країнам проводити більш обачну та збалансовану фіскальну політику навіть тоді, коли ринкова ситуація допускає наявність більш м'яких кредитних обмежень.

З проведеного аналізу можна зробити наступні теоретичні узагальнення.

По-перше, в середньостроковому періоді не існує однозначної різноспрямованої динаміки валових боргових зобов'язань і процентних платежів. Різноспрямований рух даних змінних скоріше відображає ефекти експансії глобальної ліквідності та низку змін у глобальному попиті на боргові інструменти. Покладатися на короткострокові ефекти так званої “нової економіки публічних фінансів” у визначенні оптимальної траєкторії державного боргу є вкрай ризиково, що підтверджує більш ранні теоретичні висновки з цього приводу [4; 5].

По-друге, відсутність різноспрямованого руху в динаміці боргу та процентних платежів підтверджує, що фіскальна політика продовжує залишатись у міжчасових обмеженнях. Водночас, глобалізація змінює модель таких обмежень. Глобальна фінансова інтеграція, розширюючи можливості у сфері доступності джерел заощаджень, стає вкрай чутливою до ефектів ліквідності. Останні мають суттєвий вплив на стиснення спредів та зниження ставок, завдяки чому в короткостроковому періоді боргова експансія може не стикатися із якимись істотними обмеженнями. Саме це породжує оманливі уявлення про відсутність макроекономічних ризиків рівноважного підвищення рівня боргового навантаження.

По-третє, середовище низьких процентних ставок підвищує схильність до ризику при визначенні траєкторій поведінки оптимального рівня державного боргу, аналогічно до того, як монетарна політика, зорієнтована на згладжування шоків, захоплює ризикову поведінку на фінансових ринках. Завдяки цьому, пом'якшення міжчасових обмежень фіскальної експансії на одному часовому відтинку породжує різке посилення таких обмежень на наступному відтинку часу, до настання якого країна вже встигла нагромадити вищий обсяг державного боргу. Емпіричним проявом



цього є прямий зв'язок між величиною акумульованого державного боргу та величиною процентних платежів. Це означає, що глобалізація розширює лаги міжчасових обмежень фіскальної політики, але, при цьому, підвищує вразливість тих країн, які вирішили скористатись можливостями середовища низьких процентних ставок та вузьких spreadів.

По-четверте, наявність однозначного прямого лінійного зв'язку між величиною державного боргу та процентними виплатами підтверджує, що сучасні міжчасові обмеження фіскальної політики заохочують проциклічність саме внаслідок проблеми розтягнутих лагів. Зниження тягара процентних виплат у "хороші" часи може інтерпретуватись як підстава для підвищення оптимального рівня державного боргу, тим самим заохочуючи експансію сукупного попиту (уникнення підвищення величини первинного профіциту для стабілізації чи зниження боргу). Підвищення тягара процентних виплат внаслідок нагромадження боргу припадатиме на період, коли вихід зі смуги рецесії ще не завершений, а економіка потребує додаткових стимулів. Необхідність переходу в режим фіскальної консолідації припадатиме на час, коли економіка потребує стимулів, а не обмежень попиту (необхідність підвищення величини первинного профіциту для стабілізації та рефінансування боргу). Тобто фіскальне стиснення припадатиме на "погані" часи. Звідси, проциклічні ефекти розширених лагів міжчасових обмежень фіскальної політики погіршують загальну ефективність бюджетних інструментів із стабілізації економіки.

По-п'яте, посилення ролі глобально-центричних шоків в системі макроекономічної нестабільності призводить до того, що стабілізаційна ефективність експансії державного боргу знижуватиметься. Це

означає, що підвищення обсягів сукупної пропозиції на одиницю на основі реанімації сукупного попиту в економіці потребуватиме значно більших приростів бюджетних дефіцитів, ніж це мало місце в часи домінування національно-центричних шоків. Спроможність підтримання економіки в умовах глобальних стресів потребує значно ширшого фіскального простору, який не є сумісним із ризиковим підвищенням рівня державного боргу, мотивованим на основі аналізу тренду процентних платежів і величини реальних процентних ставок.

На основі вищезазначеного можемо зробити наступні висновки. Теоретично обґрунтована позиція про зниження стабілізаційної ефективності фіскальної політики в умовах глобалізаційної відкритості не знайшла підтвердження в тенденціях нагромадження державного боргу, що характеризуються послабленням ефекту дисципліни та підвищенням схильності до ризику у визначенні оптимального рівня боргового навантаження. Наявність прямого зв'язку між величиною державного боргу та процентними платежами в розрізі країн заперечує висновки про різноспрямованість поведінки даних показників, навіть якщо така різноспрямованість ідентифікується на рівні агрегованих даних. Глобалізація модифікує міжчасові обмеження фіскальних стимулів, але не знімає їх повною мірою. Основою впливу глобалізації на такі обмеження є розширення лагів між сприятливими і несприятливими періодами. Завдяки цьому, політика уникнення зниження державного боргу в сприятливі періоди обертається необхідністю здійснювати фіскальну консолідацію у несприятливі періоди. Звідси, більш довгі лаги в міжчасових обмеженнях фіскальних стимулів при ризиковій борговій політиці призводять до посилення проциклічності.

**Література**

1. Egli D. *How global are Global Financial Markets? The Impact of Country Risk // International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability // BIS Conference Papers. – 2001. – P. 275–280.*
2. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. *Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65.*
3. Kremer M., Mehta P. *Globalization and International Public Finance // NBER Working Paper. – 2000. – № 7575. – P. 1–28.*
4. Haunter D., Kumar M. *Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The “New Economy”? // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/112. – P. 1–32.*
5. Козюк В.В. *Боргова політика в системі глобальних макрофінансових процесів // Світ фінансів. – 2008. – Вип. 1. – С. 29–40.*
6. Tytell I., Shang-Jin Wei. *Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? // IMF Working Paper. – 2004. – WP/04/84. – P. 3–40.*
7. Tytell I. *Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies // Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. Chapter III. – Wash. (D.C.): IMF, 2005. – P. 122–123.*
8. *Continued Fiscal Tightening Is in Store for 2012, Particularly among Advanced Economies // IMF Fiscal Monitor. – Wash. (D.C.): IMF, 2012 (Apr.). – P. 1–6.*
9. Turner D., Spinelli Fr. *Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics // OECD Economics Department Working Paper. – 2011. – ECO/WKP(2011)88. – P. 1–26.*
10. *Fiscal Policy as a Countercyclical Tool // World Economic Outlook. Chapter 5. – IMF. – IMF: Wash. (D.C.), 2008. – P. 159–197.*
11. Egert B. *Fiscal Policy Reaction to the Cycle in OECD: Pro- or Counter-cyclical? // OECD Economics Department Working Papers. – 2010. – № 763. – P. 1–46.*
12. Broek De M., Guscina A. *Government Debt Issuance in the Euro Area: The Impact of the Financial Crisis // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/21. – P. 1–30.*
13. Кругман П. *Выход из кризиса есть! / Пер. с англ. – М.: Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. – 320 с.*