

Віктор КОЗЮК

## **ПРОБЛЕМА ОПТИМАЛЬНОЇ ВЕЛИЧИНИ ДЕРЖАВНОЇ ЗАБОРГОВАНOSTІ У ДОВГОСТРОКОВІЙ ПЕРСПЕКТИВІ**

---

*Підтверджено гіпотезу, що оптимальний рівень боргового навантаження в розвинутих країнах визначається на основі усереднених історичних даних. Виявлено відмінності в борговій політиці в розрізі етапів еволюції міжнародного монетарного устрою. Доведено, що встановлення оптимальних значень боргового навантаження на основі історичних даних підпадає під “критику Лукаса”.*

---

Після глобальної фінансової кризи практично усі сфери економічної теорії та політики опинилися в статусі об'єкта дискусій про фундаментальну адекватність вихідних припущень актуальній картині стану та перспективного розвитку глобальної економіки. Частково це пов'язано з дискусіями про етимологію, передумови, детермінанти та тригери кризи, частково – з пошуком адекватної теоретико-методологічної лоцїї глобальних реформ на середньо- та довгострокову перспективу. Найменш контроверсійний блок макротеорії – фіскальна політика – опинилась в епіцентрі жвавих дискусій в світлі ескалації боргової кризи розвинутих країн. При цьому, в рамках макротеорії достатньо чітко сформувались основні принципи ефективної фіскальної політики: в короткостроковому періоді вона покликана згладжувати шоки попиту, а в довгостроковому – забезпечувати боргову стійкість країни; автоматичні стабілізатори спроможні достатньо гнучко пристосовувати економіку до коливань попиту та компенсувати жорсткість монетарної політики, зорієнтованої на цінову стабільність; балансування бюджету на циклічній основі дозволяє знизити втрати суспільного добробуту, особливо у випадку, коли фіскальний розрив симетрично корелює з ВВП-

розривом; мультиплікатор зниження податків є вищим за мультиплікатор підвищення видатків тощо. Незважаючи на те, що у сфері фіскальної політики розвинутих країн намітилися позитивні зрушення, насамперед пов'язані з упровадженням і посиленням інституціональних механізмів контролю та обмеження бюджетних видатків і їх боргового фінансування, боргова криза в таких масштабах не могла би виникнути, якби більшість розвинутих країн не опинилися в стані серйозної фіскальної вразливості [1].

З одного боку, ще передкризове примноження фіскальної вразливості було помітне з огляду на низку нових структурних зрушень у пристосуванні публічних фінансів і глобальних трансформацій: податкова конкуренція, зростання видатків, пов'язаних зі старінням населення, необхідність акселерації інвестицій у людський капітал та інфраструктуру з міркувань забезпечення глобальної конкуренції за приваблення інвестицій тощо. У таких умовах балансування бюджету на циклічній основі виявилось явно асиметричним, а примноження чистих зобов'язань урядів відбувалось в середовищі глобально низьких процентних ставок, породжуючи уявлення про потенційно рівноважне підвищення середніх показників боргового навантаження.

З іншого боку, можливість рівноважного виходу за межі показника, асоційованого із борговою стійкістю, спиралось на оцінку очікуваного зниження процентних платежів в умовах, коли критеріальне значення такого показника сформувалось стихійно. Варто визнати, що показник 60% державного боргу щодо ВВП як прояв оптимального рівня боргового навантаження не дискутувався. Природно, що він також не враховує зміни в структурі глобальної економіки. В світлі цього, виявлення закономірностей поведінки боргового навантаження на економіку є актуальним. Причому, якщо перетворення даного співвідношення на критеріальне значення є статистичним феноменом, а не макроекономічним, то це означає, що 60% боргу до ВВП підпадає під "критику Лукаса", отже може бути переглянуто в бік зниження в світлі підвищення рівня глобальної фінансової конкуренції, що робить актуальним дослідження зазначених явищ.

Так, дослідження проблеми оптимального рівня боргового навантаження можна піддати методологічній експлікації, виокремлюючи низку напрямків, в рамках кожного з яких вирізняються ключові теоретичні макроорієнтири ефективної боргової політики.

*Підхід з позиції різниці між величиною % та темпом зростання ВВП.* Відображає одну з можливих макромоделей визначення стійкості траєкторії державного боргу, сформувався на основі висновків О. Домара про макроекономічну природу дефіцитного фінансування. Попри те, що в чистому вигляді бачення Домара було продиктоване низкою кейнсіанських стереотипів, зокрема про залежну роль монетарної політики, диференціал процентних ставок і темпів динаміки ВВП активно застосовується нині для визначення боргових траєкторій та оцінки їх з позиції вірогідних проблем із платоспроможністю [2; 3]. Проте критичні застереження до цього підходу передбачають необхідність

наголосу на проблемі варіації в часі первинного дефіциту (профіциту). Різниця між процентними ставками та темпом зміни ВВП часто не є однорідною величиною навіть на середньострокових горизонтах, завдяки чому прогностні якості таких моделей не виявляються високими [4].

*Підхід з позиції фіскальної стійкості.* Згідно з яким аналіз боргової політики здійснюється на основі міжчасових зв'язків поведінки доходів, видатків і первинного дефіциту (профіциту). В найбільш простій формі боргова політика, асоційована із фіскальною стійкістю, має місце тоді, коли вже у середньостроковій перспективі часові ряди податків і бюджетних видатків є коінтегрованими. З іншого боку, фіскальна стійкість досягається завдяки спроможності реагувати на зміни в обсягах державного боргу зміною величини первинного балансу бюджету [5; 6]. Найбільшою вадою даного підходу треба визнати те, що прямих застережень щодо оптимальної боргової траєкторії він не передбачає, оскільки періоди коінтегрованих податкових надходжень і бюджетних видатків можуть змінюватись періодами заміщення податкового тягаря на борговий без ризику платоспроможності.

*Підхід з позиції фіскального простору* (від англ. – *fiscal space*). Фіскальний простір у цьому випадку – це різниця між граничним значенням державного боргу, за межами якого країна стикається з ризиком погіршення платоспроможності, та поточним значенням величини боргового тягаря. Основний висновок у межах цього підходу полягає в тому, що раціонально побудована фіскальна стратегія повинна допускати наявність значного фіскального простору, тобто поточний рівень боргового тягаря завжди має бути нижчим за рівень певного оптимального значення. Останнє перебуває на рівні відносно стаціонарного співвідношення боргу до ВВП, за порогом якого буде спо-

стерігатись його різкий приріст. Він не одразу означає погіршення платоспроможності. Бачення фіскального простору дозволяє достатньо гнучко інтерпретувати критеріальне значення співвідношення боргу до ВВП, що, імовірно, варто вважати аргументом не на користь апріорного рівня боргового навантаження, яке стереотипно сприймається за індикатор платоспроможності країни [7].

*Підхід, на основі якого виявляються рівні державного боргу*, що загрожують уповільненню економічного зростання чи рецесію. Тут основний акцент робиться на виявленні не стільки рівня боргового навантаження, що іде в розріз із платоспроможністю країни, скільки на верифікації значень співвідношення боргу до ВВП, що не сумісний із динамічним розвитком економіки [8, 22–32; 9]. Звідси, природно, що на основі узагальнення статистичних даних можна вважати оптимальним такий рівень боргового навантаження, який нижчий ніж той, що має негативні наслідки для зростання економіки. Екстраполяція усереднених даних за тривалий період, що демонструють перебування державного боргу на рівні, нижче за той, що погіршує економічні перспективи країни, варто визнати основним засобом визначення оптимального боргового тягара.

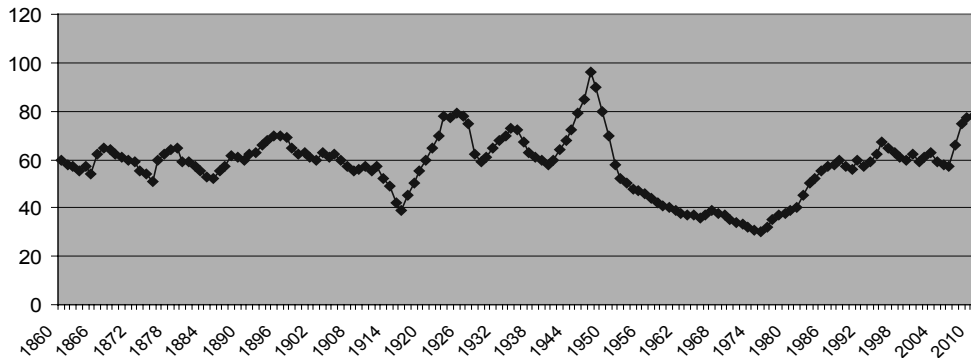
Необхідно зазначити, що кожен із зазначених підходів не допускає запровадження емпіричного якоря боргового навантаження, що є універсальним і безстроковим. Пікантність цього висновку особливо очевидна, якщо прийняти до уваги, що запровадження співвідношення боргу до ВВП на рівні 60% в рамках Закону Гремма-Радмана-Холінгза, а згодом – Маастрихтським договором та національним законодавством багатьох країн, не могло методологічно спиратись на жоден з указаних підходів. На сьогодні формується розуміння про відносність, а не безумовність, даного рівня як критеріального [10]. При цьому залиша-

ється проблема, що у випадку, коли відомі теоретичні моделі не дозволяють ідентифікувати апріорі рівень оптимального боргового навантаження, такий рівень визначається на основі історичних даних [7]. Такий погляд підпадає під “критику Лукаса” і вразливий до глобальних структурних зрушень. Треба висунути гіпотезу, що поява на сьогодні усталеного показника 60% боргу до ВВП є імовірно екстраполяцією медіанних значень боргового навантаження розвинутих країн на проекти дизайну інституціональних обмежувачів боргової експансії. Внаслідок цього, формування раціональних очікувань щодо якоря макростабільності країни, асоційованої із перебуванням боргового навантаження на рівні даного показника, або рівноважного відхилення від нього, спровокувало боргове зміщення фіскальної політики розвинутих країн. Доведенню цього на основі емпіричних даних і присвячена дана стаття.

Довгострокова траєкторія динаміки державного боргу до ВВП розвинутих країн засвідчує відсутність стаціонарності, що обумовлено наявністю низки мікроциклів і кількох фундаментальних зламів у поведінці боргового навантаження (рис. 1.).

Так, найбільш радикальні випадки різкого підвищення обсягів боргового навантаження асоціюються з війнами та фінансуванням військових видатків. Певна інерція в поведінці державного боргу після таких маргінальних періодів пов'язується зі швидким приростом процентних платежів. Іншою причиною виникнення епізодів стрибкоподібного зростання державного боргу є подолання наслідків фінансово-банківських криз. Як показують, К. Рейнхарт та К. Рогофф, ця тенденція сформувалась ще у XIX ст., тобто передуює епосі практичного кейнсіанства, і засвідчує стійкість заміщення лівереджу у приватному секторі на тенденцію до зростання публічної заборгованості. Колапс рин-

## МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ



**Рис. 1. Державний борг / ВВП розвинутих країн у довгостроковому періоді (1860–2010), %\***

\* Побудовано на основі: [8, 6].

ку активів і банківські кризи стають прямими детермінантами різкого погіршення бюджетного балансу. Зростання державного боргу є основною базою реалізації програм підтримки фінансового сектору. На їхню ж думку, вихід зі смуги граничних значень державного боргу здебільшого слід пов'язувати з трьома факторами: фінансова репресія (штучне заниження ринкових процентних ставок, тиск на центральний банк, акумулювання низько дохідних, а отже, низько ліквідних боргових інструментів уряду на балансі банківської системи); інфляція; дефолт (разовий чи серійний) [8; 11].

При детальнішому розгляді проблеми можна побачити закономірності.

По-перше, в період панування міжнародного золотого стандарту спостерігалася тенденція до тимчасового відхилення обсягів державного боргу від певного імпліцитного тренду. Це означає, що більшість розвинутих країн дотримувались правила підтримання довгострокової фіскальної стійкості. Подібна тенденція мала місце і у міжвоєнний період, щоправда за вищого рівня боргу до ВВП. Період, асоційований із переходом до правила 60% боргу до ВВП (середина 1990-х до сьогодні), не демонструє чіткої тенденції дотримання вже експліцит-

ним обмеженням на величину державної заборгованості. А це свідчить про відсутність руху боргового навантаження вниз. Відносно тривале підтримання величини державного боргу в межах 60% ВВП стало сприятливим стартовим майданчиком для різкого стрибка державного боргу під час глобальної фінансової кризи і після неї.

По-друге, швидкість зниження величини державного боргу щодо ВВП зі своїх пікових значень відрізняється залежно від періоду. Так, періоди панування міжнародного золотого стандарту характеризуються більш повільним інфлюванням боргу, порівняно з періодом після Другої світової війни. Це повертає нас до вже традиційної дискусії про монетарний фактор боргової платоспроможності, інтерес до якої знизився завдяки відносно стабільній макроекономічній ситуації кінця 1990-х і до глобальної фінансової кризи, але відновився в світлі фіскальних проблем розвинутих країн [8; 12].

По-третє, незважаючи на вірогідність, а часто і підтверджуваність ефектів монетизації державного боргу як фактора зниження його граничних значень, необхідно визнати, що між періодом імпліцитного повернення до фіскальної стійкості (період золотого стандарту) та періодом сприйнят-

тя показника 60% боргу до ВВП як експліцитного якоря боргової стабільності різниця полягає не тільки в характері міжнародного монетарного устрою та режиму монетарної політики. Перший характеризувався чи не удвічі нижчим рівнем перерозподілу ВВП через бюджет, порівняно з другим періодом та явно нижчим рівнем соціальних гарантій, вужчим спектром суспільних благ, іншим боком чого, однак, була більш висока гнучкість ринків праці (якщо не брати до уваги міжвоєнний період). Так, табл. 1 та рис. 2 засвідчують, що для країн G-7 за період 1950–2010 рр. характерна тенденція до підвищення обсягу перерозподілу ВВП через бюджет при одночасній U-подібній траєкторії державного боргу.

На основі вищезазначеного можна зробити висновок, що в довгостроковому періоді

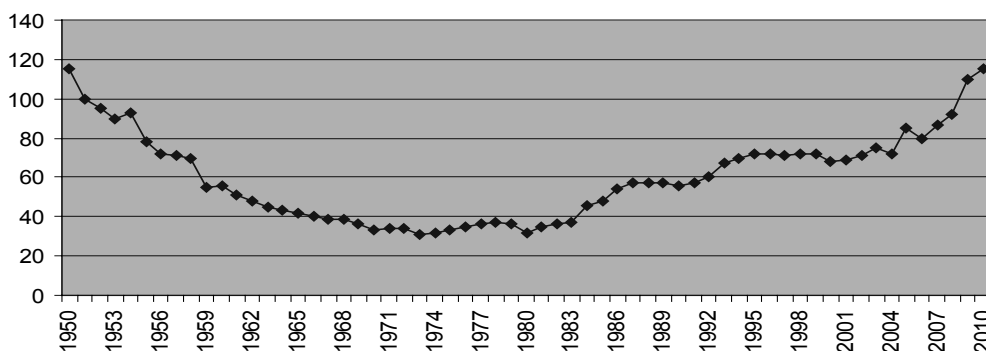
відбулись достатньо радикальні зміни в обсягах релятивного боргового та податкового навантаження. Перший період характеризується вищим рівнем відносного боргового тягаря в розумінні співвідношення із одиницею суспільних благ, що фінансується із податкових джерел. Втім, зростання масштабів суспільного сектору економіки призвело до підвищення його інституціональної негнучкості, внаслідок чого зникли мікроцикли динаміки показника боргу до ВВП. Можливість варіювати величиною первинного бюджетного балансу істотно скоротилась, завдяки чому спроможність обмежувати пропозицію суспільних благ для свідомого зниження рівня державної заборгованості істотно впала. Така інституціональна негнучкість може вважатись суто технічною (зростання кількості державних інституцій, функціонування яких

Таблиця 1

**Бюджетні видатки та державний борг до ВВП країн G-7 (зважені за ПКС), %, 1950–2010 рр.\***

	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2010
Видатки / ВВП	24	26	30	35	37	35	41
Первинні видатки / ВВП	22	23	28	30	30	31	36
Валовий борг / ВВП	82	60	47	52	63	80	118
Чистий борг / ВВП	57	39	28	35	40	53	80

\* Складено на основі: [1, 6–9].



**Рис. 2. Державний борг / ВВП країн G-7, %\***

\* Побудовано на основі: [13, 9].

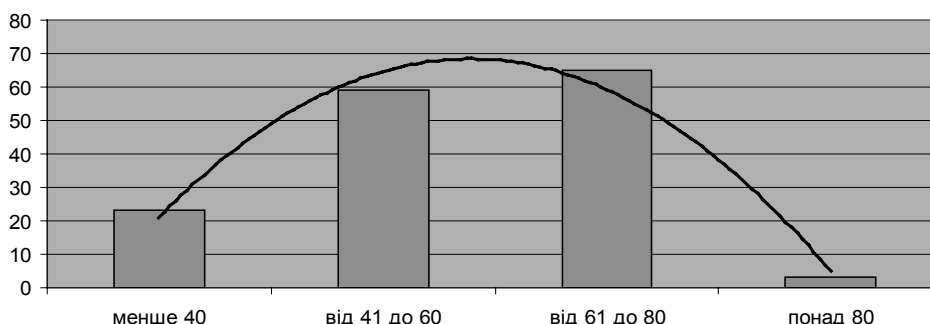


Рис. 3. Розподіл показника державний борг / ВВП розвинутих країн у 1860–2010 рр. \*

\* Побудовано на основі даних рис. 1.

потребує перманентних видатків), а також і політичною, що пов'язано із посиленням витоків демократичної організації публічних фінансів та спроможністю перекладати борговий тягар, маніпулюючи бюджетними процедурами. Експліцитний якір боргової стабільності в цьому плані став фактором боргового зміщення фіскальної політики. Адже, якщо економічні агенти усвідомлюють, що у випадку, коли боргова платоспроможність може підтримуватись на необмеженому часовому інтервалі і для цього достатньо підтримувати співвідношення між державним боргом до ВВП на рівні стереотипізованих 60%, то політична затребуваність зниження боргового тягара зникатиме, так само як і втрати суспільного добробуту, пов'язані або з підвищенням податкового тягара, або зі зниженням обсягів суспільних благ.

З іншого боку, те, що фіскальна політика доби золотого стандарту видається більш обачною (після підвищення величини державного боргу настає його зниження), може пов'язуватися не тільки із більш жорсткими монетарними умовами, а також із більш нестабільною політичною атмосферою, коли країни завжди мали бути готові до ведення війни. Це чітко засвідчує період 1860–1896 рр. (рис. 1). Зниження величини державного боргу після періоду його зростання може розглядатись як завбачливе зниження

майбутньої фінансової вразливості в разі виникнення додаткових потреб в обсягах бюджетних видатків. Поза цим, тенденція до зниження величини державного боргу в добу глобального поширення золотого стандарту (1895–1913 рр.) пов'язується із періодом відносної політичної стабільності у тогочасному світі. Отже, факт макроекономічної дисципліни, пов'язаний і із жорстким монетарним режимом, і із завбачливою фіскальною політикою, є очевидний, і це саме те, чого бракує періоду 1990–2000-х рр., незважаючи на реформи фіскальної політики, основними напрямками якої були і залишаються посилення значення механізмів автоматичної стабілізації та циклічного балансування бюджету.

Аналіз довгострокової траєкторії державного боргу до ВВП засвідчує чітку амбівалентність. З одного боку, середнє та медіанне значення боргового навантаження, справді, є наближеним до величини 60% (рис. 3, табл. 2).

Так, рис. 3. демонструє, що у довгостроковому періоді розподіл показника борг / ВВП майже точно апроксимується функцією Гауса з екстремумом на рівні 60%. При цьому, така апроксимація не є в чистому вигляді законом нормального розподілу завдяки зміщенню у бік кількості років із нижчим рівнем боргового тягара, при тому, що максимальна кількість

Таблиця 2

Середнє значення та дисперсія показника борг / ВВП розвинутих країн в розрізі періодів\*

Роки	Середньоарифметичне, %	Дисперсія
1860-2010	57,447	154,431
1860-1913	59,787	20,533
1914-1944	63,387	110,778
1945-1971	50,926	358,456
1972-1985	39,214	67,874
1986-2010	62,28	37,877

\* Складено на основі [8, 6].

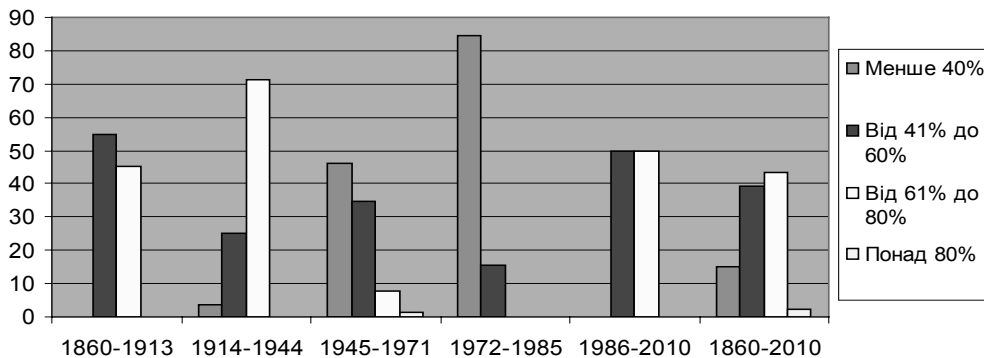


Рис. 4. Розподіл питомиї ваги рівня показника державний борг / ВВП розвинутих країн в розрізі періодів\*

\* Побудовано на основі [8, 6].

випадків спостереження припадає на періоди із показником боргу до ВВП в діапазоні 61–80%. В загальному, це можна вважати аргументом на користь статистичного, а не теоретичного обґрунтування оптимального рівня боргового навантаження, тобто навантаження на рівні медіанного значення за довгостроковий період. В світлі того, що розглянуті вище методики аналізу боргових траєкторій не дають чіткого уявлення про базовий емпіричний якір боргової стабільності, можливість спертись на статистичний підхід не виглядає ірраціональною.

З іншого боку, як показують дані табл. 2 та рис. 4, в розрізі періодів розподіл значень

боргового навантаження та його варіація не є однорідними. Це означає, що підхід до визначення оптимального рівня боргового навантаження на основі історичних даних даватиме відносний результат, отже буде перетворюватись якщо не на неправильний сигнал для макроекономічної політики і раціональних очікувань економічних агентів, то принаймні на сигнал із високим рівнем шуму.

Так, і рис. 4, і табл. 2 підтверджують, що певної закономірності в поведінці показника борг / ВВП, якщо її аналізувати в розрізі періодів, що характеризуються відмінними макроекономічними, структурними й інституціональними умовами,

не простежується. Поєднання випадкових факторів зі змінами в характері самої політики відіграють більш вагомую роль у визначенні траєкторій боргового навантаження. Навіть попри те, що і в розрізі періодів середнє значення боргового тягаря практично не відхиляється від медіанного значення у 60%, варто констатувати, що в кожному з періодів домінували певні унікальні умови. При цьому, як не дивно, період золотого стандарту (1860–1913 рр.) характеризується найбільш стабільною поведінкою боргового навантаження, середній рівень якого майже ідентичний конвенціональному у 60%. Період розвитку процесів глобалізації (1986–2010 рр.) є другим із міркувань стабільності поведінки співвідношення боргу до ВВП, але вже за вищого середнього значення<sup>1</sup>. Решта періодів характеризуються як вищим, так і істотно нижчим показником боргу до ВВП, однак на фоні істотно вищих показників дисперсії. Це засвідчує, що в таких періодах спостерігались істотні зміни в самій фіскальній політиці (нагромадження боргу у воєнні періоди та його зниження у повоєнні), а також його інфлювання: найнижчий показник боргового навантаження для розвинутих країн збігається в часі із періодом найвищої інфляції у них (1972–1985 рр.).

<sup>1</sup> Можна побачити певну закономірність, що періоди із найвищим рівнем фінансової інтеграції характеризуються більш стабільним показником величини боргу до ВВП за наближених середніх значень до конвенціональних 60%. Низькі процентні ставки, контроль за інфляційними очікуваннями, довіра до монетарної політики та фінансова інтеграція звичайно, можуть розглядатись як фактори, що полегшують завдання управління державним боргом, знижують видатки на його обслуговування, що і робить підвищення середніх значень боргового навантаження рівноважним зміщенням політики. Втім, ми не дотримуємося цієї позиції. Як було сказано вище, обидва періоди характеризуються істотними відмінностями в інституціональних та поведінкових аспектах фіскальної політики. Імплицитне правило зниження державного боргу (перший період) виявилось більш ефективним, ніж експліцитний контроль за показником боргу до ВВП на рівні 60% (останній період), оскільки не допускало “самозаспокоєння” з приводу підтримання боргового тягаря на віртуально безпечному рівні невизначений період часу.

Наведене доводить, що відносний характер оптимальності боргового навантаження породжується покладанням на усереднені історичні дані. Відповідно до того, що специфікація усереднених даних є чутливою до методів обрахунку, загальний результат з міркувань релятивності малочим відрізнятиметься від висновків контр-адиторних теоретичних підходів до визначення оптимального рівня показника борг / ВВП. Тобто відносний характер медіанного значення співвідношення державного боргу до валового внутрішнього продукту можна побачити, змінивши вибірку країн. Так, наприклад, якщо вибірку побудувати не на основі усіх розвинутих країн, а виключно країн G-7, то за період 1950–2010 рр. медіанне значення зменшиться, а середнє зросте (див. дані з рис. 1–5). Рис. 5 вказує на те, що медіанне значення співвідношення боргу до ВВП країн G-7 є нижчим за 60%. Альтернативна специфікація, здійснена Рейнхарт та Рогоффом (вони обрали інтервали: менше 30%, 31–60%, 61–80%, 81–100%, понад 100%), демонструє ще більш разюче відхилення медіанного значення від конвенціонального у 60%. Вони зазначають, що за період 1946–2009 рр. для 22 розвинутих країн медіанне значення співвідношення державного боргу до ВВП складає 36,4%, середнє – 43,5%, мінімальне – 2,8%, максимальне – 237,0% [8, 22].

Незважаючи на те, що відповідність оптимального значення державного боргу на рівні 60% медіанному значенню за довгостроковий період може розглядатись як орієнтир фіскальної політики і якір для раціональних очікувань, глобальні структурні зрушення вимагають дати оцінку йому з позиції “критики Лукаса”.

По-перше, формалізація інституціональних обмежень на експансію державного боргу, не будучи імперативом, допускає так звані рівноважні відхилення вгору, які підви-



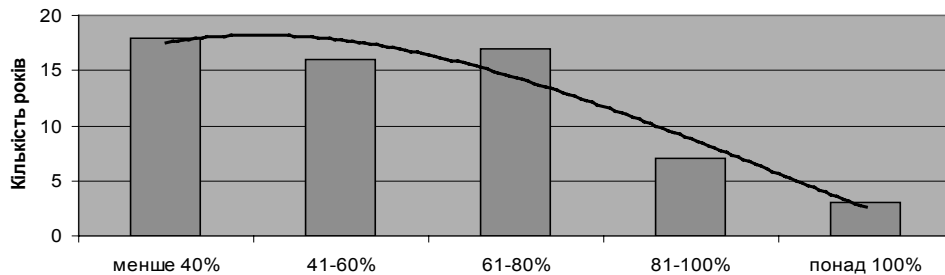


Рис. 5. Розподіл показника державний борг / ВВП країн G-7 у 1950–2010 рр. \*

\* Побудовано на основі даних рис. 2.

щують фінансову вразливість. Це особливо помітно в світлі того, що реалізація антикризових заходів збігається в часі із висхідною траєкторією боргового навантаження на економіку розвинутих країн, тим самим активізувавши проблему браку довіри до платоспроможності. Розширення спредів та підвищення вартості рефінансування суттєво погіршили структуру державного боргу розвинутих країн [14; 15], поглиблюючи невпевненість економічних агентів у стійкості боргової траєкторії. Отже, фінансова політика, що спирається на історичні усереднені дані щодо стійкості державного боргу, потрапляючи у відповідне інституціональне оточення, породжує «боргове зміщення», яке виводить середні значення боргового навантаження за межі тих оптимальних значень, довкола яких формуються раціональні очікування, що засвідчують довіру до політики державних запозичень.

По-друге, усереднені історичні дані не збігаються зі структурними зрушеннями і приховують проблеми у сфері макроекономічної політики. До найбільш вагомих структурних зрушень варто віднести послаблення монопольного становища резервних валют. Так, чим більш монопольним є їхнє становище, тим м'якшою може бути фінансова політика, тим вищою є вірогідність, що орієнтація на історичні усереднені дані не призводитиме до виникнення розривів між уявленнями інституцій ма-

крополітики та економічних агентів щодо боргової стійкості. Послаблення монополії чи рівноважне зменшення глобального попиту на резервні активи одразу підвищує ризику того, що історично оптимальне значення боргового навантаження вже таким може не виявитися. Підвищення процентних ставок і криза рефінансування є типовими прикладами того як недовіра до резервної валюти ускладнюватиме фінансову політику. Цей ефект, у свою чергу, має й обернену послідовність. Недовіра до резервних активів, тобто до інструментів державного боргу, знижує довіру до резервної валюти.

По-третє, ставлення до ризику є проциклічним, завдяки чому може спостерігатися ризик підвищення лівереджу у приватному та публічному секторах. Однак після кризи приватний сектор стикається із феноменом зниження рівня лівереджу, а публічний, навпаки, підвищує рівень своїх боргових зобов'язань. Отже, чим більше країни стикаються із проблемою фінансових циклів, тим більшою мірою фінансова політика повинна використовуватись як засіб обмеження ефектів проциклічності. Природно, що для цієї місії діапазон коливання величини державного боргу до ВВП має бути розширений, що неможливо в умовах, коли цей показник перебуває на рівні відносного оптимального значення невизначений період часу.

По-четверте, підвищення глобальної фінансової конкуренції передбачає не тільки рух у напрямку більш низьких процентних ставок, а також і в напрямку сегментації ринку. Розширення сегмента високоякісних активів із високим рівнем боргової надійності в перспективі посилюватиметься за рахунок країн з ринками, що формуються. Беззастережність монополії боргових інструментів обмеженого набору розвинутих країн в сегменті “безпечних гаваней” послаблюватиметься. Більш ефективна фінансова конкуренція із країнами з ринками, що формуються, вимагатиме конвергенції рівня боргового навантаження. В світлі того, що для цих країн ще на початку 2000-х рр. оптимальне значення державного боргу до ВВП визначено на рівні 30–40%, а їхня частка в глобальному ВВП постійно зростає, розвинуті країни потребуватимуть перегляду 60% індикатора у бік зниження. Щоправда, таке зниження можливе тільки після подолання затяжного періоду фіскальної консолідації.

Із вищезазначеного випливає, що номінальний якір боргової стабільності сам по собі не гарантує безпроблемної платоспроможності, оскільки остання значною мірою спирається на інтерпретацію економічними агентами можливостей урядів обслуговувати свої боргові зобов'язання. У випадку, коли такий оптимальний рівень покриває дві третини значень боргового навантаження, за яким настає уповільнення економічного зростання, і при цьому визначається на основі усереднених історичних даних, фіскальна політика стає вразливою до плінності ринкових очікувань і до глобальних структурних зрушень. Звідси встановлення експліцитного обмеження на величину державного боргу не є достатньою умовою ефективного пристосування до нових глобальних макрофінансових умов. Додаткова умова у вигляді імперативного

зниження рівня державного боргу, в разі, коли він сягає оптимального рівня, краще відповідатиме ідеології боргової стійкості та реалізації принципів балансування бюджету на циклічній основі. В сукупності зі зниженням значення оптимального рівня до 40–50% указане переформатування боргових орієнтирів підвищить боргову стійкість і відновить фінансову конкурентоспроможність розвинутих країн. Фіксування раціональних очікувань на основі низького значення оптимального рівня державного боргу дасть змогу обмежити “боргове зміщення” фіскальної політики.

Фіскальна криза розвинутих країн розвинулась на тлі тривалого досвіду інституціональних реформ щодо обмеження приросту боргового тягаря. Визначення 60% співвідношення боргу до ВВП як оптимального, вмонтованого у формальні процедури контролю за борговою експансією, водночас спирається на історичні усереднені дані, що обумовлено теоретичною небездоганністю формальних методів визначення гранично допустимих параметрів державної заборгованості. Відповідність стереотипного показника боргової стійкості медіанному значенню за довготривалий період (60% ВВП), з одного боку, спрощує підхід до формування боргових орієнтирів та номінального якоря боргової стабільності, з іншого – залишається чутливим до статистичних методів і специфікацій, отже також є відносним. Встановлення оптимального значення співвідношення боргу до ВВП у такий спосіб підпадає під “критику Лукаса”. Проблема довіри до резервних валют, плінні очікування та посилення глобальної фінансової конкуренції вимагають перегляду рівня оптимальності державного боргу, сформованого на основі усереднених історичних даних. В світлі глобальних структурних зрушень 60% значення оптимального рівня боргового навантаження

повинно бути переглянуто у бік зниження та доповнено правилом необхідності зниження рівня державного боргу.

### Література

1. Cottarelli C., Schaechter A. *Long-Term Trends in Public Finance in the G-7 Economies* // *IMF Staff Position Note*. – 2010. – SPN/10/13. – P. 1–24.
2. Domar E. *The 'Burden of the Debt' and the National Income* // *American Economic Review*. – 1944. – 34(4). – P. 798–827.
3. Turner D., Spinelli F. *Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics* // *OECD Economics Department Working Paper*. – 2011. – ECO/WKP(2011)88. – P. 1–26.
4. Abiad A., Balakrishnan R., Brooks P., Leigh D., Tytell I. *What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Banking Crises* // *IMF Working Paper*. – 2009. – WP/09/245. – P. 1–28.
5. Abiad A., Ostry J. *Primary Surpluses and Sustainable Debt Levels in Emerging Market Countries* // *IMF Policy Discussion Paper*. – 2005. – PDP/05/06. – P. 1–24.
6. Mendoza E., Ostry J. *International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy 'Responsible'?* // *Journal of Monetary Economics*. – 2008. – Vol. 55, № 6. – P. 1081–1093.
7. Ostry J., Ghosh A., Kim J., Qureshi M. *Fiscal Space* // *IMF Staff Position Note*. – 2010. – SPN/10/11. – P. 1–24.
8. Reinhart C., Rogoff K. *A Decade of Debt*. – Wash. (D.C.): *Peterson Institute for International Economics*. – 2010. – P. 1–34.
9. Cecchetti S., Mohantray M., Zampolli F. *The Real Effects of Debt* // *Symposium for Achieving Maximum Long-Run Growth Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 August 2011*. – P. 1–33.
10. Chowdhury A., Islam I. *Is there an optimal debt-to-GDP ratio? // A Commentary in the VoxEU Debate on the Global Crisis – Development and the Crisis* // [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
11. Reinhart C., Rogoff K. *Serial Default and the "Paradox" of Rich-to-Poor Capital Flows* // *American Economic Review*. – 2004. – № 94 (2). – P. 53–58.
12. Eichengreen B., Feldman R., Leibman J., Wyplosz Ch. *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. – *Geneva Reports on the World Economy* 13. – 2011. – P. 61–64.
13. Herhalt J., Downeg A. *Government Meeting the Deficit Challenge*. – *KPMG International. Oxford Economics*. – 2010. – 48 p.
14. 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.
15. Haugh D., Ollivaud P., Turner D. *What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area* // *OECD Economics Department Working paper*. – 2009. – № 718. – P. 1–25.