УДК 330.1:338.23:336.74

Т.О.Кричевська, ***канд. екон. наук***
стар. наук. співр., Інститут економіки та прогнозування НАН України

ГЛОБАЛІЗАЦІЯ Й ЕВОЛЮЦІЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СКЛАДОВОЇ ДОВІРИ ДЕРЖАВІ

Забезпечення довіри до макроекономічної політики держави формується як самостійна наукова й практична проблема наприкінці 1970-х років, невдовзі після падіння Бреттон-Вудскої валютної системи, – останньої форми матеріального підкріплення довіри до економічної політики держав шляхом забезпечення їхніх банкнот золотими запасами США. У цей період з'являються дослідження ролі очікувань у макроекономічній політиці, здійснюється їхня формалізація в макроекономічних моделях, а держави створюють спеціальні інститути, що забезпечують довіру до макроекономічної політики держави. Один із таких інститутів – монетарний режим (за визначенням А.Лейонгуфвуда – "по-перше, система очікувань, що обумовлюють поводження суспільства. По-друге, це послідовний характер поведінки монетарної влади, що підтримує ці очікування"[1]).

До цього ж типу інститутів відносять монетарні й фіскальні правила, інститути комунікації й інститути прозорості політики. Йшлося в першу чергу про довіру внутрішніх інвесторів і споживачів, що формують внутрішній попит. Протягом наступних тридцяти років ці інститути вдосконалювалися й дедалі більше формалізувались. *Характерною рисою цього тридцятиріччя було прискорення економічної й фінансової глобалізації. Внаслідок цього розвинені економіки, у яких відбувалося формування інститутів довіри до макроекономічної політики, у цей період перебували під впливом тривалого позитивного зовнішньоекономічного шоку, пов'язаного з переміщенням ряду виробництв у країни, що розвиваються. Можливо, у зв'язку з цим від макроекономічної політики не потребувалося стимулюючих дій, і головними вимогами до неї стали послідовність і стабільність.*

Ще однією важливою особливістю макроекономічної політики того часу була зміна співвідношення фіскально-бюджетної й монетарної політик як складових макроекономічної політики, а саме: посилення ролі грошово-кредитної й зниження ролі фіскально-бюджетної політики в контрциклічному регулюванні. Якщо в період після Великої депресії ключовим інструментом контрциклічного регулювання вважалася й була фіскально-бюджетна політика, то в 1960-х – 70-х роках монетарна й фіскально-бюджетна політика розглядалися як рівноцінні інструменти контрциклічного регулювання, у кожного з яких була своя мета: подолання або внутріш-

[1] *Leijonhufvud A.* Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / Constitutional Economics. McKenzie R.B. (ed). – Lexington, Mass: Lexington Books. – P. 95.

© Т.Кричевська, 2010

нього дисбалансу (розриву ВВП), або зовнішнього (сальдо поточного рахунку платіжного балансу).

Однак в останні два десятиліття роль фіскальної політики як інструменту контрциклічного регулювання знизилася. Важко сказати, що стало головною причиною. Можливо, це було збільшення трансграничних потоків капіталу й відповідно ролі процентної політики центральних банків, що впливає на привабливість фінансових вкладень у країну. Ймовірно, існування великих внутрішніх лагів фіскальної політики (лагів прийняття відповідних рішень), хоча в монетарній політиці є своя проблема в цьому сенсі – тривалі зовнішні лаги – тобто між застосуванням інструменту й досягненням повного впливу на макроекономічні показники. Можливо, це обумовлена процесами глобалізації тривала відсутність серйозних рецесій, які можна було ефективно долати за допомогою фіскальних стимулів.

Якщо підсумувати дві названі вище особливості розуміння макроекономічного регулювання в період з 1980-х років до початку світової фінансово-економічної кризи, одержимо такі *складові забезпечення довіри до макроекономічної політики: 1) у центрі уваги перебувала монетарна політика як ключовий інструмент контрциклічного регулювання; 2) зусилля вчених і практиків були спрямовані на максимальну формалізацію, інституціоналізацію й універсалізацію монетарної політики, аж до універсальних цільових орієнтирів щодо показників інфляції в розмірі 2–3%.*

Звичайно, незважаючи на ці загальні риси, і сама макроекономічна політика, і механізми забезпечення довіри до цієї політики в різних країнах відрізнялися внаслідок їхніх інституціональних і структурних особливостей.

У США, оскільки Федеральна резервна система (ФРС) не брала на себе чітких кількісних зобов'язань (таких як підтримка певного обмінного курсу долара, темпів зростання грошових агрегатів або рівня інфляції) і джерелом такої довіри був попередній досвід успішного проведення політики, то довіра до макроекономічної політики США мала *адаптивний* характер. Основним індикатором, що відслідковувався й оцінювався інвесторами, стала федеральна резервна ставка. Майже містичного значення остання безумовно набула в епоху Алана Грінспена. Її зниження допомогло досить безболісно вийти з кризи, обумовленої вибухом бульбашки, пов'язаної з переоцінкою активів інтернет-компаній, що значно посилило віру в можливість ФРС контролювати діловий цикл. Безболісне й навіть прибуткове рішення проблеми хедж-фонду Long Term Capital Management Федеральним резервним банком Нью-Йорка, що зумів переконати групу інвесторів вкласти кошти до фонду й стати його мажоритарними власниками, і подальше "заспокоєння" фінансового ринку за допомогою позачергового зниження процентних ставок за одноосібним рішенням Алана Грінспена (право на це було надано йому на попередньому засіданні Федерального комітету відкритого ринку) ще більше переконали ринки в силі впливу ФРС і Алана Грінспена зокрема.

Таким чином, макроекономічна складова довіри до США ґрунтувалася на впевненості в економічному потенціалі країни й здатності її центрального банку – ФРС – вирішувати проблеми циклічних коливань.

Макроекономічна складова довіри державі в країнах ЄС мала значною мірою *зобов'язальний* характер – тобто базувалася на чітких кількіс-

них зобов'язаннях органів проведення політики: нормах ЄС і зони євро, "фіскальних правилах" окремих країн і "правилах" грошово-кредитної політики (у рамках монетарної стратегії Європейського центрального банку із чіткою ціллю щодо інфляції й у рамках режимів інфляційного таргетування в інших країнах ЄС).

Що стосується економік, що розвиваються, то макроекономічна стабілізація в них найчастіше досягалася шляхом прив'язки обмінного курсу, тобто формувалася *імпортована* довіра до їхньої макроекономічної політики. Надалі в ряді ринкових економік, що формуються, після переходу до інфляційного таргетування на зміну імпортованій довірі прийшла довіра *зобов'язальна*.

Зняття багатьох обмежень руху капіталу поклало початок активній інтеграції країн "другого" і "третього" світу у світове господарство й актуалізувало проблему *зовнішнього аспекту* довіри до макроекономічної політики держави. Зняття бар'єрів на шляху капіталу з розвинених в економіки, що розвиваються, визначило розходження формування характеру зовнішньої макроекономічної довіри до цих економік. Для інвесторів довіра до розвинених економік була *безумовною* (не вимагала виконання спеціальних умов), а до економік, що розвиваються, – відповідно *умовною*. Внаслідок цього характер формування зовнішньої довіри до макроекономічної політики держав впливав на моделі їхнього економічного розвитку.

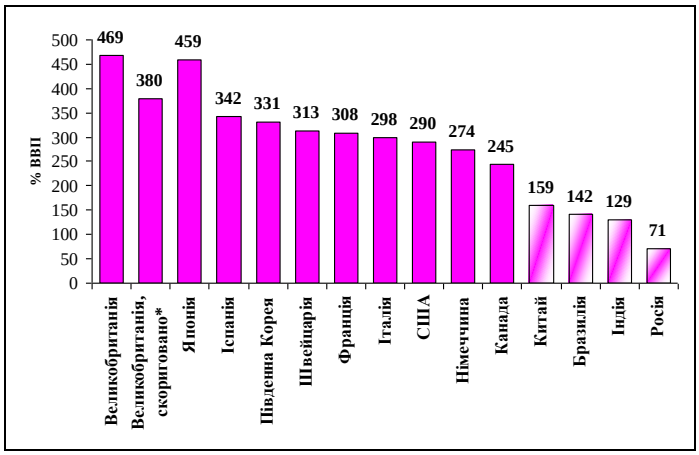
Країни з безумовною макроекономічною довірою не відчували зовнішніх обмежень економічного зростання – досить було лише забезпечити достатній внутрішній попит. Можливості для створення такого додаткового внутрішнього попиту в цих країн були різними. На одному кінці спектра перебували США, динамічне зростання яких підштовхувалося агресивним менталітетом консюмеризму, технологічними й фінансовими інноваціями.

На іншому кінці спектра – Японія, що після вибуху бульбашки на ринку нерухомості не змогла вирішити проблему банківської системи і приватний сектор якої не реагує відповідним чином на стимули щодо розширення внутрішнього попиту й зниження заощаджень. Японія здійснювала агресивну експансивну фіскальну й монетарну політики, які хоча й не допомагали вийти на вищий рівень економічного зростання власної економіки, але через операції carry-trade в остаточному підсумку стимулювали споживання в інших розвинених економіках.

Темпи економічного зростання в країнах Європейського Союзу характеризувалися неоднорідністю: від більш динамічних Ірландії (середньорічний темп приросту ВВП за 1990–2007 роки становив 6,5%), Іспанії (3,2%) і Ісландії (3,3%) до консервативної за своєю природою й уповільненої процесами реуніфікації Німеччини з середньорічним темпом приросту в 1990–2007 роках у розмірі 1,9% і Італії з відповідним показником у розмірі лише 1,4%. Деякі із країн Європейського Союзу допускали досить значні дефіцити поточного рахунку – скажімо, Ісландія (у середньому за 1990–2007 роки 6,0% ВВП), Португалія (5,5%), Греція (5,1%).

Але набагато могутнішим джерелом стимулювання внутрішнього попиту в розвинених економіках стало необмежене розширення заборгованості (рис. 1). За даними Глобального інституту Маккінсі, в 2008 році відно-

шення боргу (до боргу тут віднесені запозичення на ринку облігацій, комерційні папери й всі кредити, незалежно від кредитора) до ВВП у Японії становило 459%, у Великої Британії – 380; в Іспанії – 342; у Південній Кореї – 331; у США – 290; у Німеччині – 274%. При цьому відповідні показники навіть у найбільших економіках, що розвиваються, були набагато менші: у Китаю – 149% ВВП, у Бразилії – 142, в Індії – 129 і в Росії – 71% ВВП[2] .



* Показник, скоригований з урахуванням ролі Лондона як світового фінансового центру, – обсяг боргу фінансового сектора множиться на долю внутрішніх за своєю природою активів фінансового сектора. Це виключає деяку частку боргу фінансового сектора, яка не стосується стану британської економіки – наприклад, у разі, коли Лондонський офіс німецького банку купує американські активи за кордоном.

Рисунок 1. Відношення боргу до ВВП, 2008 рік, %

Джерело: Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences. P. 20 / McKinsey Global Institute // http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf.

Щодо економік, що розвиваються, то надання їм можливості брати участь у процесах глобальної економічної інтеграції відбувалося на певних умовах і передбачало істотну залежність від іноземного капіталу. Щоб не втратити довіру цього капіталу, вони повинні були обирати модель економічного зростання, яка б відповідала цілям країн "першого світу". Безпосереднє стимулювання внутрішнього попиту каралося втратою довіри інвесторів і втечею капіталу з країни. Єдино припустимим методом стимулювання внутрішнього попиту було непряме стимулювання через зростання експорту. І це притому, що внутрішній попит у цих бідних країнах мав величезний потенціал для динамізму. Отже, зовнішня довіра до макроекономічної політики цих країн мала *умовний й актуальний* (що потребував постійного виконання певних умов) характер. Це вплинуло на вибір моделі економічного зростання цих країн, заснованої на розвитку експорту й нагромадженні міжнародних валютних резервів.

Відмінність описаних моделей формування зовнішньої довіри до макроекономічної політики розвинених економік і економік, що розвиваються, призвела до нагромадження критичної маси макроекономічних дис-

[2] Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences. – P. 20 / McKinsey Global Institute // http://www.mckinsey.com/mgi/reports/ freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf.

пропорцій і створила передумови для діалектичної зміни цих моделей, що й спостерігається у ході сучасної економічної кризи:

▪ у країнах, що розвиваються:

– нагромадилася критична маса міжнародних резервів і внутрішніх заощаджень, що дозволила їм стати суб'єктами формування зовнішньої довіри до макроекономічної політики розвинених країн (згадаймо, що остаточне рішення про надання допомоги Греції в травні 2010 року ухвалювалося до відкриття азіатських фондових майданчиків з метою не допустити стрімкого падіння вартості грецьких державних облігацій);

– вимушена бюджетна дисципліна протягом багатьох років створила резерв для майбутнього стимулювання внутрішнього попиту;

▪ у багатьох розвинених економіках, навпаки, вичерпуються резерви фіскального й монетарного стимулювання, і в ряді країн (Греції, Італії, Іспанії, Португалії) виникає загроза втратити довіру інвесторів до суверенних боргових зобов'язань. У цілому по цій групі і в багатьох окремо взятих країнах загрозливих розмірів набуває державний борг і дефіцит бюджету (рис. 2–4).

Рисунок 2. Державний борг країн G 20, *% ВВП*

Джерело: за даними The economist, Nov 13 2009.

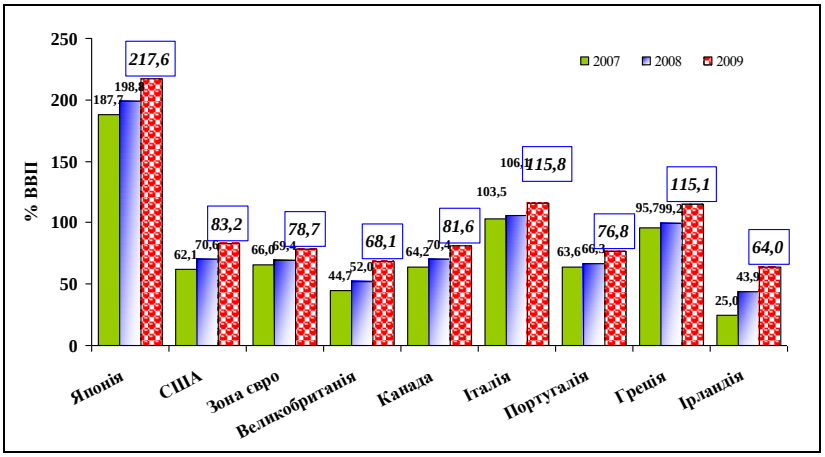


Рисунок 3. Державний борг у деяких розвинених країнах, 2007–2009 роки, *% ВВП*

Джерело: побудовано за даними Eurostat, World economic outlook.

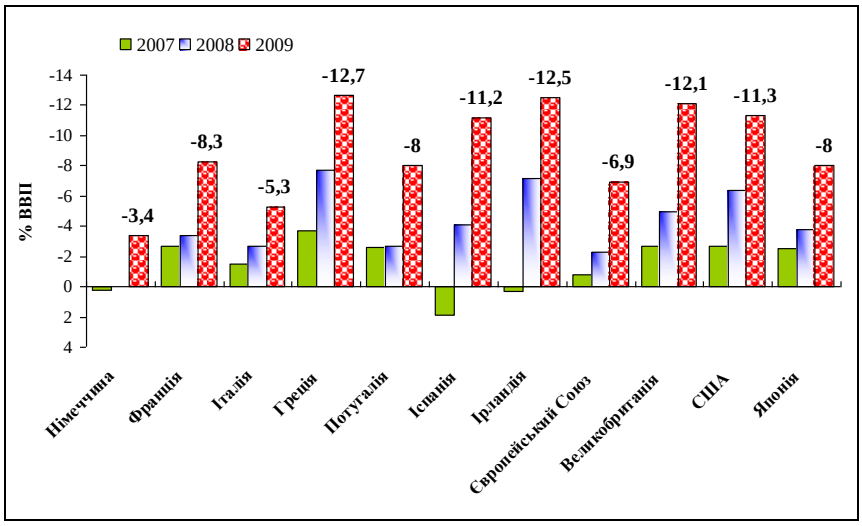


Рисунок 4. Дефіцит державного бюджету в деяких розвинених країнах, 2007–2009, *% ВВП*

Джерело: побудовано за даними Eurostat, World economic outlook.

Внаслідок цього в 2010 році вперше чітко проступила криза довіри до макроекономічної політики як окремих держав Європейського Союзу, таких як Греція, Португалія, Ірландія й Іспанія (різке збільшення прибутковості державних облігацій цих країн – рис. 5 – і зниження суверенних рейтингів відповідних країн рейтинговими агентствами), так і до зони євро в цілому (різке падіння курсу євро до долара США).

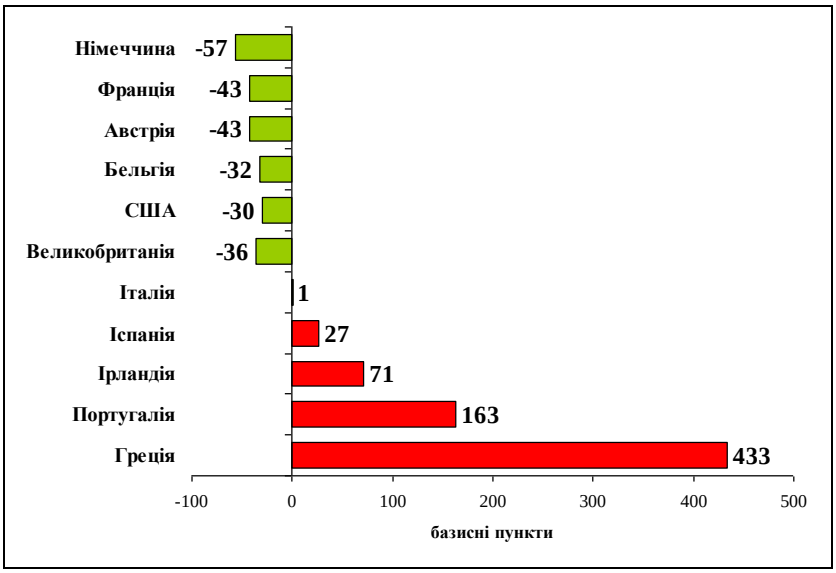


Рисунок 5. Прибутковість 10-річних державних облігацій, зміна з 01.01.2010 по 05.05.2010, *базисні пункти*

Джерело: за даними The Economist.

Поряд зі зміною характеру формування зовнішньої довіри до макроекономічної політики в умовах кризи можна виявити й тенденції зміни ос-

нов формування внутрішньої довіри до цієї політики, обумовленого не тільки специфікою антикризової політики, але й переосмисленням деяких базових теоретичних засад макроекономічного регулювання. Позначимо деякі фактори, що впливають на характер формування макроекономічної складової довіри державі в сучасних умовах:

1. Вичерпання потенціалу позитивного шоку глобалізації, що ставить складніші завдання перед макроекономічним регулюванням.

2. Залучення центральних банків до політичного процесу у зв'язку із застосуванням ними нетрадиційних інструментів монетарної політики:

▪ сьогодні центральні банки залучені до процесів розподілу кредиту й формування цін окремих активів. Діючи вибірково стосовно контрагентів і активів, центральні банки втягуються в політичний процес, пов'язаний з лобіюванням окремих інтересів;

▪ ризик неповернень наданих центральними банками кредитів порушує питання про відповідальність центрального банку перед платниками податків;

▪ проводячи операції аутрайт із державними цінними паперами, центральні банки фінансують бюджетний дефіцит, порушуючи одну з основних підвалин своєї незалежності.

3. Збільшення ролі фіскально-бюджетної політики як інструменту контрциклічного регулювання:

▪ в умовах низької інфляції номінальні процентні ставки в розвинених економіках також були низькими, тому можливості стимулюючого впливу від їхнього зниження вичерпалися після досягнення ними нульової позначки. У зв'язку із цим директор Дослідницького департаменту МВФ Олів'є Бланшар навіть рекомендував центральним банкам збільшити цільові показники інфляції з 2 до 4% для того, щоб підвищити номінальні процентні ставки й збільшити в майбутньому можливості контрциклічної монетарної політики[3];

▪ активне використання так званого кількісного пом'якшення – збільшення грошової ліквідності – у монетарній політиці розвинених економік також поки ще не стало успішним у поновленні кредитування, поглинаючись списаннями й очищенням балансів фінансових посередників і внаслідок обмеженого попиту на кредити обтяжених старими боргами позичальників;

▪ бюджетно-фіскальні стимули дають можливість безпосередньо стимулювати внутрішній попит, особливо в умовах затяжної кризи, що перевищує тривалість внутрішнього лага бюджетно-фіскальної політики.

Посилення ролі фіскально-бюджетної політики в проведенні контрциклічного регулювання відповідно підсилює роль довіри до цієї політики як фактора успішного макроекономічного регулювання. У звіті МВФ "World economic outlook" за квітень 2010 року робиться висновок, що одним із найбільших ризиків для економічного зростання розвинених економік є втрата довіри домогосподарств і інвесторів до можливостей фіскальної

[3] *Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P.* Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Nore. February 12, 2010. – http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf.

політики вчасно (не занадто рано й не надто пізно) провести фіскальну консолідацію. Виникає цілий ряд загроз, таких як можливе падіння споживання й інвестицій в очікуванні підвищення податків у рамках фіскальної консолідації, або ж зростання інфляційних очікувань і обвал на фондових ринках у результаті надлишкового розширення державного боргу й бюджетного дефіциту. Такий стан справ вимагає посилення досліджень ефективності дискреційної фіскально-бюджетної політики. На думку директора дослідницького департаменту МВФ О.Бланшара, "існує багато чого, чого ми не знаємо про наслідки фіскальної політики, оптимальної структури комплексу фіскальних заходів, про вибір між збільшенням видатків і зниженням податків, про фактори стабільності державного боргу"[4]. Посиленої уваги потребує й розроблення механізмів забезпечення послідовності проведення цієї політики (раніше основна увага в цьому сенсі також приділялася грошово-кредитній політиці). Так, МВФ рекомендує країнам розробити середньострокові фіскальні стратегії й фіскальні правила, які б підсилювали контрциклічну дію фіскально-бюджетної політики.

4. Макроекономічне регулювання вже не буде обмежуватися грошово-кредитною й фіскально-бюджетною політикою. Ще одним повноцінним інструментом стає фінансове регулювання.

У зв'язку з цим постає завдання ефективного розподілу цілей макроекономічного регулювання між цими інструментами і їхньої координації. В останні два десятиріччя в ряді країн із компетенції центрального банку було вилучено функцію підтримки фінансової стабільності й передано незалежному органу (у Великій Британії, Німеччині, Австралії), а Європейський центральний банк від початку не наділявся такими повноваженнями. Нині відбуваються зворотні процеси: внесені зміни до Закону "Про Банк Англії", створена Європейська рада з системних ризиків, куди ввійшли представники центральних банків і органів фінансового нагляду, Федеральній резервній системі США передано функції нагляду за небанківськими фінансовими компаніями, що володіють активами понад 50 млрд дол., оскільки вони можуть стати джерелом системних ризиків, і посилено повноваження щодо їх регулювання.

5. Складність використання на даному етапі статичних монетарних і фіскальних режимів, заснованих на стабільності грошово-кредитної й фіскально-бюджетної політики.

Їхня гнучкість і контрциклічний характер обмежувалися дією вбудованих стабілізаторів у фіскально-бюджетній політиці й виконанням цільових показників інфляції за інфляційного таргетування в середньостроковій перспективі. Цього було досить в епоху Great Moderation, але недостатньо на даному етапі.

Фіскальний і монетарний режими повинні будуть передбачати під час підвищувальної фази ділового циклу створення резервів для стимулювання економіки і їхнє використання під час понижувальної фази.

6. Довіра до макроекономічної політики більшою мірою буде формуватися як упевненість в ефективності антикризових дій держави.

[4] *Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P.* Rethinking macroeconomic policy. – P. 9.

Завоювати таку довіру набагато складніше, ніж довіру до стабільної політики, що гарантує відсутність опортунізму, оскільки потрібні не тільки прозорість політики й розуміння механізмів прийняття рішень органами влади, але й суспільне розуміння розходжень короткострокових і довгострокових, одиничних і системних ефектів тих або інших антикризових дій. Відмова Конгресу США, що представляє інтереси платників податків, профінансувати порятунок Lehman Brothers, призвів до загострення фінансової кризи і її поширення на реальний сектор. Раніше, під час Мексиканської кризи в 1995 році, Конгрес США відмовився надати кошти Мексиці додатково до кредиту МВФ. Адміністрація Президента скористалася тим, що використання коштів фонду стабілізації валютного курсу не вимагало схвалення Конгресу, але надалі Конгрес ухвалив закон, що забороняє такі операції без схвалення парламенту[5]. Свіжий приклад – це затяжне ухвалення Єврогрупою рішення про надання допомоги Греції, що тривало три місяці з лютого до травня 2010 року, впродовж яких до погашення було пред'явлено грецьких держоблігацій на суму 8,1 млрд євро, відбулося падіння суверенних рейтингів ряду інших країн і зниження курсу євро.

Як показує досвід операції з "порятунку" Греції, існуючі механізми прийняття державних рішень у фінансовій сфері не відповідають динамізму фінансових ринків, що вимагає створення інститутів, здатних швидко приймати рішення в умовах криз. Такі інститути дуже важко буде впровадити в суспільствах, що базуються на економічній стабільності, таких як Німеччина, але з іншого боку, і наслідки їхнього формування теж невідомі.

7. Навіть після подолання кризи може не відбутися повернення до докризової системи макроекономічної політики, оскільки сумнів викликає її вихідна передумова про раціональну й ефективну поведінку ринків.

Таким чином, нас, можливо, очікує переосмислення теоретичних засад і модифікація інститутів забезпечення як зовнішньої, так і внутрішньої довіри до макроекономічної політики держав – одного з важливих, але надзвичайно важко вимірюваних і регульованих мотивів поведінки інвесторів і споживачів.

[5] *Кругман П.* Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата. – М., 2009. – С. 88–89.