

**ТЕОРЕТИЧНИЙ АНАЛІЗ КАНАЛІВ ВПЛИВУ БЮДЖЕТНОЇ ПОЛІТИКИ
НА РОЗГОРТАННЯ ВАЛЮТНОЇ КРИЗИ**

Глобальна фінансова криза поставила на порядок денного питання щодо стійкості державних фінансів. Падіння виробництва, яке відбулося в розпал кризи, отримало у відповідь серію необхідних для імплементації глобальних заходів, зокрема, фіскального характеру з підтримки фінансового сектора і стимулювання економічної діяльності. Водночас такі кроки спричинили безпрецедентне погіршення у державних фінансах, що здебільшого стосувалось країн з розвинутою економікою, які виявились вразливими перед зростаючим ризиком суверенного дефолту, що вплинуло на стабільність їхніх валют. Зокрема, ринкові спекуляції на тему можливого розпаду єврозони загострилися у зв'язку з грецькою, ірландською та португальською борговими кризами у 2010-2011 рр., перш ніж влада єврозони вжила заходів для забезпечення фінансової стабільності регіону. Крім того, ризики, пов'язані з надто великим бюджетним дефіцитом і державним боргом в США та Великобританії часто розглядаються як одна з причин зменшення панування долара США і фунта стерлінгів вже у найближчі роки. Б.Айхенгрін, наприклад, стверджує, що долар буде поступово втрачати свій статус міжнародної валюти, якщо Сполучені Штати Америки будуть не в змозі привести у відповідність свої фінансову та фіскальну системи [1].

Існує напрочуд мало емпіричних досліджень про зв'язок фіскальної політики та валютних криз у країнах з розвинутою економікою, на відміну від країн, що розвиваються. Лише у деяких дослідженнях були розглянуті ці питання. Деякі з них зосереджені на причинах криз, у тому числі Б. Айхенгрін, А. Роуз і Ч. Віплош [1], які вивчали реорганізацію системи фіксованих валютних курсів і зміни режимів обмінних курсів у країнах ОЕСР протягом 1959-1993 рр. Дослідження Дж. Ганьона, що вивчають наслідки криз в промислово розвинених країнах, показали, що валютні кризи, як правило, не призвели до збільшення прибутковості облігацій, але були пов'язані з погіршенням макроекономічних показників [2].

Така ситуація виправдовується тим, що валютні кризи в розвинених країнах були відносно рідкісними протягом останніх двох десятиліть. Втім, ретроспективний аналіз демонструє, що раніше такі кризи були більш поширеними. Нині, коли світова криза істотно вплинула на країни з розвинутою економікою, в яких проблема погіршення державних фінансів набула небачених розмірів, дослідження є доволі актуальним.

Вчені К. Рейнхарт і К. Рогофф [3] фокусують свій науковий ракурс на дослідженні проблем кризової трансмісії як на регіональному, так і на глобальному рівнях. Автори М. Бордо, Г. Джеймс [4], К. Мейснер, Д. Стаклер [5] і А. Мехл [6] досліджують в довгостроковій перспективі макроекономічні наслідки впливу державного боргу на бюджетний баланс і реальний ефективний обмінний курс.

Мета і завдання статті передбачають встановлення взаємозв'язку між наявним бюджетним дефіцитом та ризиком розгортання валютної кризи у країнах з розвинутою економікою на основі емпіричного тестування трьох основних теоретичних каналів такого зв'язку. За основу береться дослідження М. Фрагчера, А. Мехла, І. Ваанстенкісте [7], які проаналізували кризові епізоди в країнах Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) за останні 130 років.

Нами пропонується розглядати валютну кризу як раптове падіння курсу та зниження реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) у розмірі більше 10% в рік. Втім, існують й інші інтерпретації валютної кризи. Так, наприклад, економісти з департаменту досліджень МВФ Ж.-М. Мілеси-Феретті та А.Разін [8] доповнили запропоновані у 1996 р. Дж. Френкелем та А.Роуз поняття валютних криз, запропонувавши альтернативні визначення останніх. Згідно внесеної ними пропозиції, пропонується розрізняти чотири типи валютних криз.

Валютна криза I типу характеризується знеціненням обмінного курсу національної валюти по відношенню до долара США на 25 % за умови, що її минулорічний офіційно зафіксований рівень знецінення був щонайменше на 10% нижчим. Згідно даного визначення валютною кризою I типу вважається ситуація, за якою девальвація національної валюти упродовж року збільшується, наприклад, з 50% до 61%. Тому для запобігання врахування до даного визначення валютної кризи чисельних випадків високих коливань обмінних курсів, які відбуваються за умов високої інфляції, було запропоновано ввести поняття валютної кризи II типу. Її характерною рисою, окрім зазначеного 25 % знецінення обмінного курсу національної валюти, є те, що рівень девальвації вдвічі більше

минулорічного, який, в свою чергу, не перевищував 40 %. Валютним кризам II та III типу характерні порівняна стабільність обмінного курсу в минулому році в порівнянні зі знеціненням, зареєстрованим у поточному. Валютна криза III типу відбувається за умов 15 % рівня девальвації, який є вищим на 10 % за минулорічне знецінення, яке, в свою чергу, не досягало 10 %. Валютна криза IV типу є аналогічною валютній кризі III типу, з тією лише різницею, що її необхідною умовою виступає прив'язка обмінного курсу національної валюти до іноземної, яка була запроваджена за рік до кризи. Дослідники вводять поняття так званого "вікна" валютної кризи, яке гарантує, що будь-які, навіть офіційно проголошені кризові ситуації, не відносяться ними до поняття кризи, якщо відбуваються упродовж трьох років від раніше ними зафіксованої кризи. Дана позиція заслуговує на увагу, проте неспроможна забезпечити неупереджену хронологію валютних криз.

Ми пропонуємо виділити принаймні три канали, через який податково-бюджетна політика може викликати збій обмінних курсів. Перший канал – так званий прямий фінансовий канал – впливає з першого покоління моделі валютної кризи, розробленої П.Кругманом та Р.Флудом і П.Гарбером [9]. Головний висновок, зроблений цими моделями, полягає в тому, що бюджетний дефіцит і монетизація цих дефіцитів, в кінцевому рахунку, може призвести до раптового падіння курсу. Другий канал – банківський – набув розголосу після азіатської кризи. Відповідно до точки зору Дж.Корсетті, П.Песенті і Н.Рубіні [10], навіть якщо фінансовий стан сьогоденних позицій безпечний (як це було у випадку більшості азіатських економік, перш ніж регіональна криза вибухнула в кінці 1990-их років), потенційний бюджетний дефіцит і потенційне зростання зобов'язань (у тому числі вартість майбутнього порятунку банківської системи) може привести до валютної кризи у короткотерміновій перспективі. У зв'язку з тим, що світова криза 2007-2009 рр. продемонструвала вразливість традиційної банківської системи навіть країн з розвинутою економікою, ця точка зору зберігає свою актуальність не лише для країн, що розвиваються, але і розвинутих.

Як зазначив М.Бусьєр, фінансування бюджетного дефіциту шляхом друкування грошей навряд чи зіграло важливу роль в краху валют країн, що розвиваються в Азії в 1997-98 роках, так як багато економік регіону мали невеликий бюджетний дефіцит або навіть профіцит. У той же час, великий обсяг зобов'язань та перспективного бюджетного дефіциту разом із сек'юритизованими гарантіями банківської системи, могли найімовірніше викликати знецінення валюти, в тому випадку, якщо цей майбутній дефіцит принаймні частково фінансувався за рахунок сеньйоражу [11].

Третій канал – структура боргу – робить акцент на аналізі характеру державних боргових зобов'язань. Зокрема, Дж.Корсетті і Б.Маковьяк [12] знайшли емпіричні докази факту, що велика частка зовнішнього боргу підвищує як ймовірність, так і величину падіння валюти, тоді як раптова втеча капіталу може збільшити вплив даного бюджетного дефіциту. На додаток до цього, висока питома вага зовнішнього боргу може сприяти підвищенню ймовірності раптового падіння курсу, оскільки залежить від іноземних інвесторів, тому більш імовірно призведе до відтоку капіталу і, отже, валютної нестабільності.

Аналіз кризових епізодів в розвинених країнах і країнах, що розвиваються, дозволяють нам дійти наступних висновків. По-перше, ми вважаємо, що великі бюджетні дефіцити призводять до валютних криз, але не всі канали в однаковій мірі сприяють такій кризовій трансмісії. Ми знаходимо слабкі докази того, що прямі бюджетні канали допомагають пояснити, чому у зрілих економіках відбувалися валютні кризи протягом останнього століття. По-друге, великі бюджетні дефіцити пов'язані із збільшенням ймовірності раптового падіння курсу, але тільки незначною мірою. Ми знаходимо набагато більше свідчень на користь каналу банківської кризи. Справді, банківська криза сприяє значному збільшенню впливу бюджетного дефіциту на ймовірність розгортання валютної кризи. Так, згідно оцінок Дж.Корсетті і Б.Маковьяка [12], бюджетний дефіцит на рівні близько 10% ВВП (тобто близький до деяких з найменш ефективно функціонуючих розвинених економік після глобальної кризи) призводить до падіння курсу із вірогідністю близько 30% протягом найближчих двох років.

Для каналу структури боргу знаходяться аналогічні докази. Згідно розрахунків Р.Флуда та П.Гарбера [9], зростання зовнішнього боргу значно збільшує - з коефіцієнтом до шести - вплив дефіциту бюджету на ймовірність валютної кризи. Це говорить про те, що бюджетний дефіцит близько 10% від ВВП також призводить до кризи із вірогідністю близько 30%, коли борг в основному іноземний.

Більше того, нами встановлено, що незалежно від каналу передачі (чи то прямий фінансовий канал, канал банківської кризи або канал структури боргу), результати показують, що вплив даного бюджетного дефіциту на ймовірність валютної кризи систематично набагато більша при дуже високому рівні боргу (тобто вище 90% ВВП) через існування так званих рикардіанських ефектів.

ГОСУДАРСТВЕННОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Отже, нами було встановлено, що великий бюджетний дефіцит може привести до падіння валюти, але не всі канали передачі є значимими в одній і тій же мірі. Зокрема, існують слабкі докази того, що криза залежить від величини бюджетного дефіциту як такого, і набагато більш вагомими докази значимості того, якщо ці дефіцити пов'язані з банківською кризою, або якщо державний борг є значною мірою іноземним.

Також виявлено значні нелінійні ефекти при високому рівні державного боргу і бюджетного дефіциту, а також значні негативні премії за ризик для основних резервних валют, які характеризуються меншою ймовірністю раптового падіння курсу по відношенню до інших валют при інших рівних умовах. Справді, такі премії залишаються незначними за розміром по відношенню до умовної ймовірності раптового падіння курсу, якщо відбувається банківська криза, або якщо державний борг значною мірою іноземний. Це говорить про те, що міжнародний статус валюти не обов'язково є достатнім для забезпечення її від краху.

Можна очікувати, що висока частка зовнішнього боргу сприятиме збільшенню ймовірності раптового падіння курсу, оскільки тиск на іноземних інвесторів ймовірно призведе до відтоку капіталу і, отже, нестабільності валютного курсу. Втім, такі результати слід обережно інтерпретувати в контексті актуальної дискусії про перспективи долара. За оцінками М. Фратчер, А. Мехл, І. Ваанстенкісте [7], ймовірність раптового падіння курсу долара США знаходиться на рівні 10% або менше. На перший погляд, такі висновки виглядають недостатньо переконливими, враховуючи, що США постраждали у повномасштабній банківській кризі в 2007-09 рр. і мають показники бюджетного дефіциту в 10% ВВП, а державного боргу понад 90% ВВП. Оцінки дозволяють припустити, що міжнародний статус американського долара не обов'язково є основним пом'якшувальним чинником, оскільки передбачувані негативні премії за ризик для американської валюти є похідним від цього статусу, але не компенсують комбінованого впливу високих бюджетного дефіциту і банківської кризи на ймовірність валютного краху.

Література

1. Eichengreen B. Contagious Currency Crises: First Tests [Electronic resource] / B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz // Scandinavian Journal of Economics. – 1996. – Vol. 98. – Mode of access: <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/pre5681.pdf>
2. Gagnon J. Currency crashes in industrial countries: much ado about nothing? [Electronic resource] / Joseph. E. Gagnon // International Finance Discussion Papers. – 2009. – Vol. 966. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/pubs/IFDP/2009/966/ifdp966.pdf>
3. Reinhart C. The aftermath of financial crises [Electronic resource] / Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // National Bureau of Economic Research. – 2009. – Working Paper No. 14656. – Mode of access: http://www.nber.org/papers/w14656.pdf?new_window=1
4. Bordo M. A long term perspective on the euro [Electronic resource] / Michael D. Bordo, Harold James // European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications. – 2008. – Mode of access: <http://www.voxeu.org/article/long-term-perspective-euro>
5. Bordo M. Foreign currency debt, financial crises and economic growth: A long-run view [Electronic resource] / Michael D. Bordo, Christopher M. Meissner, David Stuckler // National Bureau of Economic Research. – 2009. – Working Paper No. 15534. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w15534.pdf>
6. Mehl A. Risky public domestic debt composition in emerging economies [Electronic resource] / A. Mehl, J. Reynaud // Journal of International Money and Finance. – 2010. – Vol. 29. – Mode of access: <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V9S-4VSB12S-1/2/412521dbda135af44ec5a3ae42c31f0a>
7. Fratzscher M. 130 years of fiscal deficits and currency crashes in advanced economies [Electronic resource] / M. Fratzscher, A. Mehl, I. Vansteenkiste // IMF Economic Review. – 2011. – Vol. 59(4). – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/eui/pdf/FMV.pdf>
8. Milesi-Ferretti G. M. Current account reversals and currency crises: empirical regularities [Electronic resource] / G. M. Milesi-Ferretti, A. Razin // IMF Economic Review. – 1998. – Working Paper No. 9889. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9889.pdf>
9. Flood R. Collapsing exchange-rate regimes: some line are xamples [Electronic resource] / R. Flood, P. Garber // Journal of International Economics. – 1984. – Vol. 17. – Mode of access: http://people.ucsc.edu/~hutch/Econ241a/Articles/FloodGarber_JIE1984.pdf
10. Corsetti G. Paper tigers? A model of the Asian crisis [Electronic resource] / G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini // National Bureau of Economic Research. – 1998. – Working Paper No. 6783. – Mode of access: <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V64-3WM4RP6-2/2/463cd061664c9d04b5bbe0238568ffaf>
11. Резнікова Н.В. Сучасна глобальна криза як трансформаційна ознака цивілізаційних змін / Н.В. Резнікова // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – №6. – С. 47-53
12. Corsetti G. Fiscal imbalances and the dynamics of currency crises [Electronic resource] / G. Corsetti, B. Mackowiak // European Economic Review. – 2006. – Vol. 50 (5). – Mode of access: <http://www.eui.eu/Personal/corsetti/research/debtandcrises.pdf>

Рецензент д.е.н., професор В.О. Шевчук