

Боргова стійкість у зміцненні фінансового суверенітету України

АНОТАЦІЯ. У статті розглянуто проблему підвищення боргової стійкості України у контексті збереження фінансового суверенітету країни. Здійснено аналіз боргових процесів в Україні за 30 років Незалежності, визначено вплив сформованих інституційних пасток в економіці на боргову політику. Проявами сформованих в економіці України інституційних пасток (ухиляння від податків та тінізація економіки) визначено: проблеми з наповненням бюджету, його дефіцитністю та фінансуванням переважно за рахунок збільшення держборгу. Встановлено особливості ситуації в сфері державного боргу в сучасних умовах у світі та Україні, визначено існуючі підходи до управління державним боргом в умовах пандемії Covid-19, що супроводжується проблемами боргових ускладнень й може стати причиною погіршення фінансової стійкості країни. Зазначено, що Україна зараз теж стикнулася з проблемою надмірного боргового навантаження за непевних умов економічного зростання й вимушена балансувати між викликами фіскальної консолідації для зменшення обсягу державного боргу та утримання на помірному рівні ризиків рефінансування, з одного боку, і потребами у фіскальних стимулах для поживлення економічної діяльності — з другого. Запропоновано пріоритети підвищення рівня боргової стійкості України, що передбачають удосконалення боргової політики, зокрема у напрямі оптимізації структури державного боргу з позицій співвідношення вартості обслуговування та ризиків за збереження прийнятної рівня боргового навантаження з урахуванням принципів управління державним боргом: збільшення частки державного боргу у національній валюті; продовження середнього строку до погашення і забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу; залучення довгострокового пільгового фінансування; продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами. Наголошено також на необхідності вирішення базових завдань щодо розвитку фондового ринку України як джерела доступних ресурсів для фінансування поточної діяльності та інвестиційних вкладень; створення ліквідних ринків фінансових інструментів та механізмів зниження їх ризику; забезпечення модернізації, консолідації і розвитку біржової та депозитарної інфраструктури ринків капіталу. Обґрунтовано, що для забезпечення фінансового суверенітету України в сучасних умовах потрібен перехід від консервативної до прогресивної фінансової стабільності, що має бути результатом досягнення комплексної функціональності фінансової системи. Нагальним є також створення досконалих інституційних механізмів, які забезпечували б координацію дій органів економічного управління щодо подолання наявних дисбалансів і запобігання виникненню нових.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: державний борг, боргова стійкість, фінансовий суверенітет, боргова політика, інституційні пастки.

¹ **Шемаєва Людмила Григорівна** — доктор економічних наук, професор, головний консультант відділу економічної стратегії Національного інституту стратегічних досліджень. Сфера наукових інтересів: міжнародна економічна інтеграція, фінансова політика, економічна безпека. Електронна адреса: shemaueva@ukr.net

² **Онофрійчук Віталій Петрович** — кандидат економічних наук, перший секретар відділу Міністерства закордонних справ України. Сфера наукових інтересів: міжнародна економічна інтеграція, фінансова політика, економічна безпека держави. Електронна адреса: onofriy@gmail.com

³ **Онофрійчук Андрій Петрович** — кандидат економічних наук, докторант Університету економіки і права «КРОК». Сфера наукових інтересів: міжнародна економічна інтеграція, інформаційна економіка, економічна безпека держави. Електронна адреса: smolskip@gmail.com

Вступ

У сучасних несприятливих пандемічних умовах можливості забезпечення довгострокового економічного зростання України (внаслідок вичерпання можливостей традиційних моделей і драйверів розвитку) та збереження її економічного суверенітету суттєво ускладняться через відчутне звуження фінансових та економічно-організаційних ресурсів економічного стимулювання. Так, внаслідок зростання волатильності глобальної економіки під впливом пандемії Covid-19 важливим завданням та головним компонентом зміцнення фінансового суверенітету країни (як такого, що формує національну модель реалізації стратегічних фінансово-інвестиційних пріоритетів національної економіки за одночасної активної участі у глобальних фінансових трансакціях)⁴, стає розбудова стійкості фінансової системи, що за визначенням, наданим у роботі⁵, полягає в її здатності протистояти загрозам, адаптуватися до їх дії, безперервно функціонувати до і під час кризи, а також швидко відновлюватися після кризи до бажаної рівноваги (на попередньому або на новому рівні). На думку Н. В. Омелехіної, суверенітет держави у фінансовій сфері (фінансовий суверенітет держави) є складовою суверенітету держави у сфері економіки (економічного суверенітету держави), передбачає право держави встановлювати та стягувати грошові платежі з населення в межах своєї території, отримувати інші доходи, акумулювати їх у певних фондах та перерозподіляти для матеріального забезпечення завдань та функцій держави, виражених у предметах ведення відповідної публічно-правової освіти та закріплених у складі повноважень її органів. Фінансовий суверенітет має і свій зовнішній прояв — незалежність держави в участі у міжнародних відносинах та укладанні угод щодо фіскальної компетенції держав, з одного боку, та здійснення матеріального забезпечення міжнародних зобов'язань, з другого боку, а також щодо співробітництва у зазначених сферах⁶.

У першу чергу, це стосується боргової сфери країни, оскільки за прогнозами міжнародних експертів, зокрема аналітиків Barclays⁷, у період після пандемії Covid-19 Україна поряд з іншими країнами з ринками, що формуються, постане перед проблемами боргових ускладнень й стати причиною погіршення фінансової стійкості країни. Причинами цього можуть стати: скорочення припливу довгострокового іноземного капіталу

⁴ Мазаракі А.А., Мельник Т.М., Юхименко В.В., Костюченко В.М. та ін. Економічний суверенітет України: монографія. За заг. ред. А.А. Мазаракі та Т.М. Мельник. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2015. 700 с.

⁵ Шемаєва Л. Г., Жаліло Я. А., Юрків Н. Я. та ін. Проблеми та перспективи зміцнення стійкості фінансової системи України: аналіт. доп. За наук. ред. Я. А. Жаліло. Київ: НІСД, 2021. 104 с.

⁶ Омелехіна Н.В. Фінансовий суверенітет держави: до постановки проблеми дослідження правової ідентифікації. URL: <https://wiselawyer.ru/poleznoe/104991-finansovyy-suverenitet-gosudarstva-postanovke-problemy-issledovaniya-pravovoj>

⁷ Barclays. Equity Gilt Study 2020: Putting the post-Covid world in context. URL: <https://www.investmentbank.barclays.com/news-and-events/2020-equity-gilt-study.html>

(ПП, портфельних інвестицій, банківських кредитів) та дефіцит зовнішнього фінансування, що може посилюватиме ерозію продуктивності і знижуватиме потенційні обсяги виробництва.

Для стабілізації державних фінансів та утримання рівноваги платіжного балансу в кризових умовах Україна, як і більшість країн світу, добровільно обмежує власний фінансовий суверенітет, вступаючи у боргову залежність від інших держав та міжнародних фінансових інституцій, адже отримання фінансових ресурсів від них накладає на країну певні зобов'язання⁸. Це актуалізує пошук структурного вирішення *проблеми підвищення боргової стійкості держави* (що згідно з визначенням, наданим у працях^{9,10}, є спроможністю держави виконувати власні боргові зобов'язання (як поточні, так і майбутні), вчасно й у повному обсязі, уникаючи реструктуризації боргу, накопичення заборгованості за платежами і не вдаючись до значного коригування балансу доходів і витрат держави) *у контексті збереження фінансового суверенітету країни* (за визначенням, наданим у праці⁷, означає право держави вводити на власній території податки і мита, забороняти або заохочувати ввезення чи вивезення капіталів, емітувати гроші, брати позики тощо).

Невирішеною частиною загальної проблеми є необхідність визначення шляхів підвищення боргової стійкості країни з урахуванням існуючих інституційних пасток у економіці України, що формують потребу нагромадження державного боргу.

Мета статті полягає в обґрунтуванні шляхів забезпечення фінансової стійкості України з урахуванням вимог до збереження її фінансового суверенітету на підставі аналізу еволюції боргової політики України та із застосуванням сучасних світових трендів у борговій політиці.

Етапи формування державного боргу України

Ситуація у борговій сфері у світі наразі характеризується нагромадженням глобального боргу та посилення нерівномірності його накопичення за різними групами країн та секторах економіки. За даними Інституту міжнародних фінансів, обсяги глобального боргу на кінець 2020 р. досягли 277 трлн дол США, або 365 % глобального ВВП, при цьому на борг розвинених країн припадає 71,9 % загальної суми боргу (за рік з 1 жовтня 2019 р. до 30 серпня 2020 р. борг розвинених країн збільшився на 14,5 трлн дол США, або на 8 %, а борг країн з ринками, що формуються, збільшився на 5,5 трлн дол США, або на 7,8 %). У секторальному розрізі найбільш динамічно у світі

⁸ Ткаченко Н.В. Фінансова політика як інструмент реалізації економічного суверенітету держави. *Економічний аналіз*, 2015. Т. 20. С. 203–209.

⁹ Beqiraj E., Fedeli S., Forte F. Public debt sustainability: An empirical study on OECD countries. *Journal of Macroeconomics*. Elsevier. 2018. Vol. 58 (C). Pp. 238–248.

¹⁰ Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners. Oxford University Press, 2019. 464 p.

зростали державні борги, обсяг яких з 1 жовтня 2019 р. до 30 вересня 2020 р. збільшився на 8,5 трлн дол США, або на 12,3 %. Високими темпами також зростали борги нефінансових корпорацій (на 5,9 трлн дол США, або на 8 %) та фінансового сектору (на 3,5 трлн дол. США, або на 5,6 %). Стрімке зростання державних боргів і боргів нефінансових корпорацій, а також необхідність обслуговування цих боргів посилюють вразливість їх фінансового стану до змін умов фінансового ринку (передусім, змін відсоткових ставок та валютних курсів)¹¹.

У відповідь на поширення кризових явищ у світі, на думку Т. Богдан¹², уряди багатьох країн наращують боргові зобов'язання держави, використовують наявні фінансові ресурси і резерви для фінансування програм, спрямованих на підтримку сукупного попиту та зміцнення балансів підприємницьких структур, що допомагає зменшити глибину спаду ВВП і ступінь дестабілізації фінансової системи але знижує можливості використовувати фіскальні стимули.

Україна, як і більшість країн світу, у періоди 2014–2018 рр. (початок та посилення гібридної агресії з боку РФ проти України) та у 2020–2021 рр. (вплив корона-кризи), також стикнулася з проблемою надмірного боргового навантаження за непевних умов економічного зростання й вимушена балансувати між викликами фіскальної консолідації для зменшення обсягу державного боргу та утримання на помірному рівні ризиків рефінансування, з одного боку, та потребами у фіскальних стимулах для поживлення економічної діяльності — з другого.

У моніторингу боргової стійкості країн світу (Світовий банк, МВФ) з початку рейтингування у 2000 р. (рис. 1) за рівнем накопиченого державного боргу до ВВП у 2020 р. Україна (65,7 % ВВП) майже відповідає середньому показнику для країн з ринками, що розвиваються (62,2 % ВВП), і вдвічі відстає від показника розвинених країн (125,5 % ВВП). Водночас показник зовнішнього сукупного боргу України, за даними станом на 01.10.2020 (73,4 % ВВП), — втричі перевищує середній рівень країн із низькими та середніми доходами¹³.

Формування державного боргу України на початкових етапах становлення нашої держави мало об'єктивний характер через: відсутність власної грошової системи та достатнього обсягу валютних резервів, енерговитратну структуру економіки й утворення заборгованості за імпорт енергоносіїв, знецінення коштів населення та вимивання обігових коштів підприємств внаслідок гіперінфляції.

¹¹ Institute for international Finance. Official web-site. URL: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-end-Debt/Global-Debt-Monitor>

¹² Богдан Т.П. Фінансіалізація світової економіки та нарощування глобального боргу: виклики та можливості для України. URL: [tps://www.growford.org.ua/research/finansyalizatsiya-svitovoyi-ekonomiky-ta-naroshhuvannya-globalnogo-borgu-vyklyky-ta-mozhlyvosti-dlya-ukrayiny/](https://www.growford.org.ua/research/finansyalizatsiya-svitovoyi-ekonomiky-ta-naroshhuvannya-globalnogo-borgu-vyklyky-ta-mozhlyvosti-dlya-ukrayiny/)

¹³ World Economic Outlook Database, April 2021. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases>

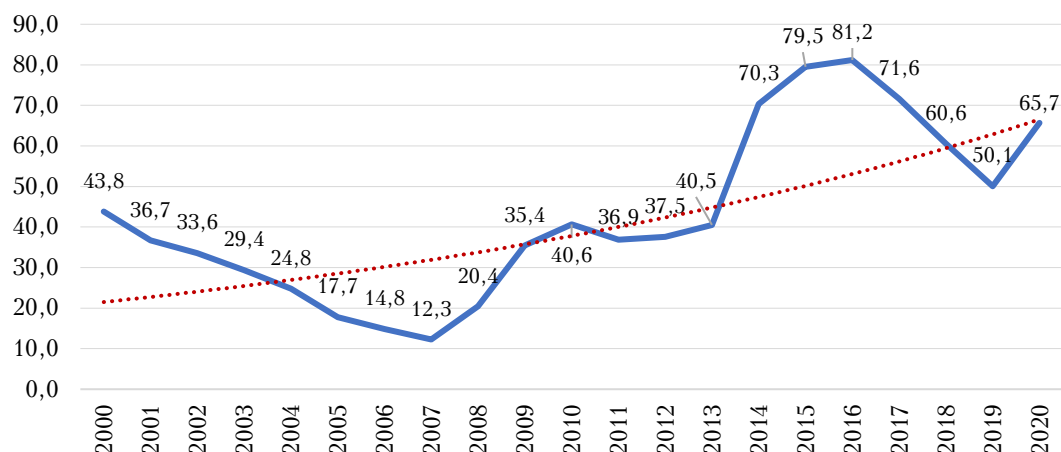


Рис. 1. Динаміка співвідношення боргу до ВВП України у 2000–2020 рр., %.

Джерело: розроблено авторами за даними IMF, General government gross debt¹⁴.

Еволюції боргових процесів в Україні були характерні такі етапи¹⁵:

1991–1994 рр. Безсистемне утворення і нагромадження державного боргу України внаслідок дефіцитності державного бюджету, формування стабілізаційного фонду національної валюти та незбалансованості торговельного балансу. Для фінансування дефіциту бюджету залучалися прямі кредити НБУ, надавалися урядові гарантії щодо іноземних кредитів українським підприємствам, урегульовувалися боргові взаємовідносини з Російською Федерацією. Погіршували боргову ситуацію відсутність чіткого розмежування між фінансами підприємств і держави, ослаблення фінансів підприємств, масове невиконання контрактних зобов'язань.

1995-перша половина 1998 рр. Поряд із продовженням боргової політики попередніх років активізувалися зв'язки з міжнародними фінансовими організаціями та комерційними кредиторами (за цей період зовнішній борг зріс майже вчетверо). Проте згодом під впливом світової фінансової кризи 1998 р. кредитоспроможність Української держави на міжнародних ринках капіталу суттєво погіршилася. Неспроможність держави рефінансувати накопичені борги в умовах стрімкого зростання витрат бюджету на обслуговування зовнішнього боргу створили ризики дефолту.

¹⁴ IMF, General government gross debt. URL: <https://data.imf.org/?sk=a0867067-d23c-4ebc-ad23-d3b015045405>

¹⁵ Складено з використанням: Т. І. Єфименко, С. А. Єрохіна, Т. П. Богдан. Боргова стійкість державних фінансів – Київ: ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. 712 с.

Друга половина 1998–2000 рр. Період реструктуризації боргових зобов'язань на тлі значних розривів платіжного балансу та низького рівня валютних резервів. Державний борг України досягнув у 2000 р. 48,8 % ВВП країни (загальні боргові виплати сягнули 71,4 % річного обсягу дохідної частини державного бюджету). Протягом 1999–2000 рр. було проведено дві реструктуризації зовнішнього боргу України (у серпні 1999 р. уряд здійснив додатковий випуск єврооблігацій вартістю 538 млн нім. марок для конверсії заборгованості «Баварському об'єднаному банку» та банку «Merrill Lynch»; у квітні 2000 р. внаслідок проведення випуску довгострокових зобов'язань терміном до семи років, номінованих у євро і дол США, Україна здійснила пролонгацію боргу обсягом 2,6 млрд дол. США). Проте проведені реструктуризації боргових зобов'язань мали обмежений і тимчасовий вплив на розв'язання боргової проблеми, оскільки не привели до суттєвого зменшення боргового навантаження на економіку країни. Негативний вплив на боргову ситуацію від дії внутрішніх чинників у цей період доповнювався екзогенними шоками, зокрема, зростанням процентних ставок на світових ринках капіталу, значним відпливом іноземного капіталу з України та зрушенням ринків збуту для товарів українського експорту;

2001–2007 рр. Період виваженої боргової політики, спрямованої на недопущення безконтрольного зростання державного боргу. Проводилася зважена бюджетно-податкова політика: утримання дефіциту державного бюджету на помірному рівні; активне залучення до джерел фінансування дефіциту бюджету надходжень від приватизації. Цьому сприяли динамічне зростання економіки України й підвищення кредитного рейтингу держави. Фактично на цьому етапі відбувся перехід від антикризового управління державним боргом до здійснення цілеспрямованої політики управління державним боргом України. Прямий державний і гарантований державою борг поступово зменшився до 12,2 % ВВП України у 2007 р.

2008–2009 рр. Посилення зовнішнього боргового навантаження на економіку й державні фінанси України через різке знецінення національної валюти у період фінансової кризи 2008–2009 рр. В умовах погіршення кредитного рейтингу та відповідного зростання вартості запозичень на міжнародному ринку капіталу уряд був змушений здійснювати зовнішні запозичення через МФО та офіційних двосторонніх кредиторів (найбільшим позичальником став МВФ). Скорочення доходів бюджету у 2009 р. внаслідок економічного спаду та збільшення видаткової частини бюджету призвело до зростання дефіциту зведеного бюджету та, як наслідок, зростання на початок 2010 року державного боргу до 29,2 % ВВП.

2010–2013 рр. Безсистемне нарощування державного боргу України на тлі помірного зростання податкових надходжень та збільшення обсягів зобов'язань уряду. У вересні 2010 р. Міністерство фінансів України повернулося на міжнародний ринок капіталу для розміщення єврооблігацій,

проте залучені кошти були спрямовані, здебільшого, на фінансування поточних видатків бюджету. Крім того, значна частка короткострокового боргу посилює ризики щодо фінансової стійкості країни. У 2013 р. уряд почав розміщувати облігації внутрішньої державної позики, номіновані в іноземній валюті, в умовах обмеженого доступу уряду на міжнародні ринки капіталу унаслідок зростання ризиків боргової кризи в Єврозоні. Здійснення нових запозичень супроводжувалося зростанням виплат за державним боргом, що посилює боргове навантаження на бюджет.

У цей період значна увага приділялася стратегічним аспектам управління державним боргом: у 2011 р. КМУ ухвалив Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2011–2013¹⁶, проте її головним недоліком була невизначеність щодо джерел майбутнього скорочення державного боргу. Пізніше, у травні 2012 р., на заміну цьому документу була ухвалена нова Стратегія на період 2012–2014 рр., а Постановою Кабінету Міністрів України від 29.04.2013 р. № 320 затверджено Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2013–2015 рр. Попри це рівень державного боргу України зріс до 39,9 % ВВП.

2014–2019 рр. Гібридна агресія та анексія АР Крим Російською Федерацією разом із накопиченими у попередні роки макроекономічними дисбалансами зруйнували фінансову стабільність держави. Державний та гарантований державою борг на кінець 2014 р. зріс до 69,4 % ВВП, на кінець 2015 р. — 79,4 % (значною мірою через стрімке здорожчання вартості зовнішнього боргу внаслідок девальвації гривні), що перевищило граничну межу боргового навантаження у 60 % ВВП, передбачену Бюджетним кодексом України. Гостро постали проблеми забезпечення ефективного управління державним боргом та його обслуговування, підвищення боргової стійкості країни. У 2015 р. здійснено операцію з реструктуризації та часткового списання державного і гарантованого державою зовнішнього комерційного боргу з метою покращення середньострокової боргової стійкості у межах Меморандуму між Урядом України та Міжнародним валютним фондом. Як наслідок — у 2016 р. обсяг державного та гарантованого державою боргу було утримано в межах запланованих граничних значень, що позитивно вплинуло на відновлення економічного зростання та стабілізацію макроекономічних показників. Після тривалої перерви з 2017 р. відновилося кредитування МВФ у рамках Програми розширеного фінансування; відбулося успішне повернення країни на міжнародні ринки капіталу шляхом розміщення облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) обсягом 3 млрд дол. США; було здійснено першу в історії України активну операцію з управління державним боргом шляхом викупу ОЗДП з терміном погашення в 2019 та 2020 рр. на суму 1,6 млрд дол.

¹⁶ Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2011–2013 роки: постановою Кабінету Міністрів України від 2.03.2011. № 170. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/170-2011-%D0%BF>

США. Постановою Кабінету Міністрів України від 22 серпня 2018 р. № 883 було затверджено «Середньострокову стратегію управління державним боргом на 2018–2020 роки». Протягом 2017–2019 рр. відносні показники державного боргу в Україні поступово покращувалися: рівень державного та гарантованого державою боргу відносно ВВП знизився з пікового рівня у 81 % ВВП в кінці 2016 р. до 71,6 % у 2017 р., 60,6 % у 2018р. і 49,8 % ВВП — в кінці 2019 р.

Сучасний стан та перспективи врегулювання боргових проблем в Україні

У 2020–2021 рр. ситуація у борговій сфері різко змінилася: уряд відновив активне накопичення боргів внаслідок девальвації гривні та низхідної динаміки реального ВВП через економічно-епідеміологічну кризу за потреби проведення стимулюючої фіскальної політики. Рівень державного боргу України відносно ВВП у 2020 р. (65,7 %) ¹³ знов перевищив граничний показник для країн з ринками, що формуються (60 % ВВП), що, втім, було притаманне у цей період багатьом розвиненим країнам і країнам з ринками, що формуються.

Світовим банком і Міжнародним валютним фондом, починаючи з 1996 р., здійснюється щоквартальний моніторинг боргової стійкості країн світу, головним індикатором якої є співвідношення рівня державного боргу та ВВП. В умовах пандемії Covid-19 відбулося стрімке нагромадження глобального боргу та посилення нерівномірності його накопичення за різними групами країн та секторів економіки (рис. 1).

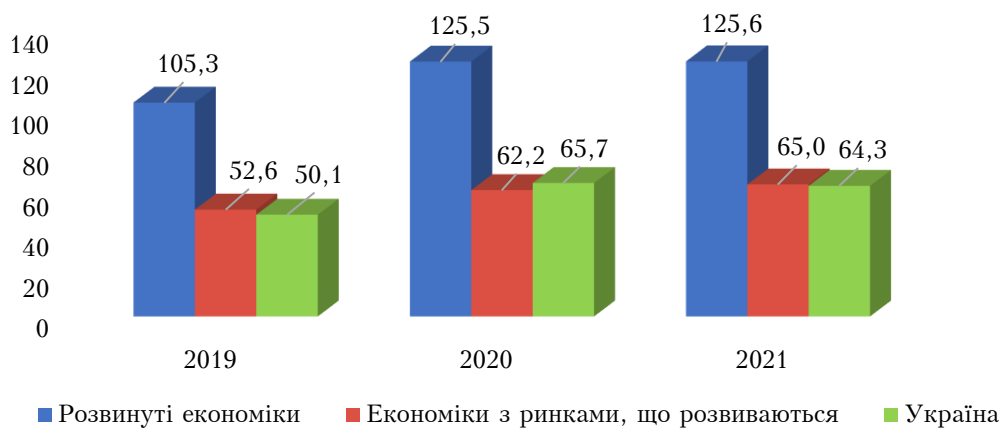


Рис. 1. Державний борг за групами країн і в Україні, % до ВВП (2021 р. — прогноз МВФ)

Джерело: складено за даними МВФ, Fiscal Monitor Oct.2020.

В Україні застосування фіскальних стимулів у період пандемії 2020–2021 рр. також призвело до підвищення відносного розміру державного і гарантованого державою боргу (із 50,3 % ВВП у кінці 2019 р. до 64,3 % ВВП на кінець 2021 р.), що майже відповідає середньому показнику для країн з ринками, що розвиваються, та вдвічі відстає від показника розвинутих країн (рис. 2).

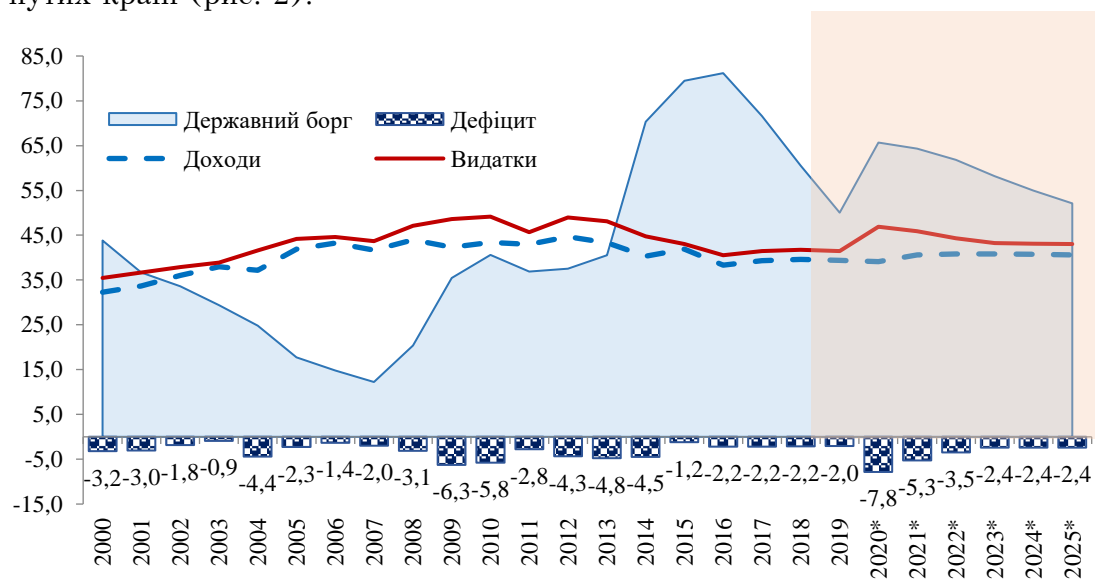


Рис. 2. Динаміка доходів, видатків та дефіциту сектора загального державного управління, валового державного боргу України в 2000–2025* рр., % ВВП

Джерело: МВФ¹⁷. * 2021–2025 рр. прогнозовані дані.

Стрімке зростання державних боргів і боргів нефінансових корпорацій, а також необхідність обслуговування цих боргів посилюють вразливість їх фінансового стану до змін умов фінансового ринку (передусім, змін відсоткових ставок та валютних курсів).

Аналіз міжнародного досвіду країн з високим та середнім рівнем доходів на одну особу щодо вирішення проблеми високого боргового навантаження, спричиненого пандемією Covid-19, дозволяє окреслити кілька груп інструментів, які держави у різних країнах наразі мають у своєму розпорядженні.

1. *Стимулювання економічного зростання* (знижуватиме відносний розмір державного боргу), зокрема, через підвищення зайнятості населення та державне і приватне інвестування, оскільки існує прямий зв'язок

¹⁷ Economic Outlook Database (October 2020). URL: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases>

між більш високими темпами зростання економіки та зниженням співвідношення державного боргу і ВВП (підвищення номінального рівня ВВП). Проте, на думку експертів, криза covid-19 відрізняється від звичайної рецесії своїм галузевим характером, при цьому її слід розглядати одночасно як галузевий шок пропозиції (через зупинку деяких галузей внаслідок урядових заходів соціального дистанціювання) і як галузевий шок попиту, оскільки домогосподарства та компанії добровільно скорочують попит на поїздки, туризм та інші контакт-інтенсивні послуги.

Під час галузевого спаду стимулювання сукупного попиту стає менш ефективним, тому не слід намагатися утримувати дефіцит бюджету за показниками, які використовуються під час звичайного спаду, а фіскальний простір, що залишається у країні, слід використовувати для цілеспрямованого стимулювання економічного зростання шляхом підтримки перебудови і створення нових робочих місць, а не для здійснення прямих виплат від держави домашнім господарствам, що збільшуватимуть свої заощадження.

2. *Проведення бюджетної консолідації або скорочення бюджетного дефіциту* — є одним з найпоширеніших у світовій практиці методів відновлення боргової стійкості, що включає заходи бюджетної політики, спрямовані на скорочення тягаря заборгованості шляхом підвищення доходів і/або зменшення витрат державного бюджету¹⁸. Водночас багато фахівців визнають, що після зростання видатків на обслуговування боргів все менше ресурсів залишатиметься у розпорядженні урядів для фінансування критичних потреб держави, включаючи сферу охорони здоров'я та надання соціальних допомог населенню. Тоді як в умовах пандемії потреби у таких видатках зростатимуть на тлі підвищення рівня бідності, поглиблення соціальної нерівності та проблем у сфері накопичення людського капіталу.

Отже, скорочення державних витрат в нових умовах виявляється малоімовірним, і тому більш реалістичною формою фіскальних консолідацій стане підвищення податків. Фахівці МВФ також вважають, що в середньостроковій перспективі збереження боргової стійкості вимагатиме від багатьох держав розширення прогресивності оподаткування доходів фізичних осіб, підвищення податків на власність, багатство і доходи від капіталу, а також запровадження змін у системі оподаткування прибутків корпорацій, що зменшуватимуть масштаби податкових зловживань і підвищуватимуть податкові ставки для високоприбуткових корпорацій.

Стосовно видаткової частини бюджету найбільш доцільним методом визнається усунення неефективних субсидій підприємствам і пошук можливостей для підвищення ефективності діючих видаткових програм. З іншого боку, держави не можуть вдаватися до радикальних фіскальних

¹⁸ *Baldacci E., Gupta S., Mulas-Granados C.* How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises. IMF Working Paper. 2009. WP/09/160. URL: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09160.pdf

консолідацій як основного методу зниження боргового навантаження, оскільки зазвичай вони мають негативні наслідки для економічного зростання та соціальної стабільності. Як стверджують аналітики «Barclays»⁷, досвід жорсткої фіскальної економії після глобальної фінансової кризи поставив під сумнів свою ефективність зниження боргового тягаря, з огляду на негативні наслідки для економіки.

3. *Зниження реальної вартості державного боргу* за рахунок високої інфляції (інфляційне знецінення боргу). За іронією долі, саме в інфляції розвинений світ вбачає вихід із потенційної боргової кризи, спровокованої пандемією: регулятори розвинених країн вливають в економіку величезні обсяги ліквідності, щоб уникнути боргової кризи. Аргументами слугують думки, що для економіки буде краще м'яке, поступове інфляційне зниження боргового навантаження: номінальний рівень боргу не збільшиться, а реальний його рівень поступово зменшується за допомогою помірної інфляції; так можна зберегти робочі місця та номінальне економічне зростання¹⁷.

4. *Застосування фінансових репресій* для пригнічення відсоткових ставок і утримання помірної вартості обслуговування державного боргу. На думку фахівців¹⁹, фінансові репресії, як прихований метод врегулювання боргових проблем, викликатимуть найменший опір, і тому й надалі будуть активно застосовуватися багатьма державами світу. Поняття фінансових репресій поширюється на такі процеси, як пряме кредитування уряду афілійованими установами (включаючи центробанки), встановлення прямих чи непрямих лімітів на рівень відсоткових ставок, регулювання трансграничного руху капіталу. У практичній площині фінансові репресії широко використовувалися в минулому, в основному, для зниження відсоткових ставок за борговими зобов'язаннями урядів, оскільки дозволяє знижувати розмір державного боргу чи вартість його обслуговування без проведення необхідних фіскальних консолідацій. З початку пандемії COVID-19 центральні банки по всьому світу вдавалися до активного викупу державних боргових зобов'язань на первинному та вторинному ринках²⁰.

5. *Залучення дешевого офіційного фінансування від міжнародних фінансових організацій*. Експерти МВФ²¹ зазначають, що багатьом країнам з ринками, що формуються, слід підтримувати доступ до ресурсів офіційних кредиторів і донорів, враховуючи високу волатильність міжнародного ринку капіталу.

¹⁹ Institute for international Finance. Official web-site. URL: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-end-Debt/Global-Debt-Monitor>

²⁰ Gros D. Lessons from the COVID-19 Crisis for Euro Area Fiscal Rules/Centre for European Policy Studies. URL: <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2020/number/5/article/lessons-from-the-covid-19-crisis-for-euro-area-fiscal-rules.html>

²¹ World Economic Outlook, October 2020 URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

6. *Реструктуризація державного боргу* у період пандемії covid-19, на думку експертів та фахівців МВФ, в окремих випадках може бути необхідною для відновлення боргової стійкості та усунення проблем дефіциту фінансування у деяких країнах, що розвиваються, але політично є малореалістичною в розвинених країнах, оскільки цей метод породжує безліч викликів і має довгостроковий деструктивний вплив на кредитоспроможність держави. Крім того, реструктуризації підлягає далеко не увесь обсяг зовнішніх боргів: кредитні відносини з міжнародними фінансовими інституціями (МВФ, Світовим банком та іншими структурами) мають жорстку фінансову перспективу з чітко фіксованими обсягами і термінами повернення коштів.

7. *Удосконалення моделі управління державним боргом країни* шляхом: застосування антикризових інструментів боргової політики (введення нових цінних паперів і зміна складу цінних паперів, які пропонуються ринку; зміна процедур і механізмів розміщення позик; операції на відкритому ринку); запровадження портфельного підходу до управління зовнішнім державним боргом. Для проведення таких операцій створюється агентство з управління державним боргом, діяльність якого контролюється міністерством фінансів.

Кожен із наведених вище методів врегулювання боргових проблем має свої побічні ефекти та обмежену сферу дії. Отже, високі темпи зростання державного боргу, непевна ситуація з рефінансуванням накопичених боргів, значні валютні ризики державного боргу, висока вартість залучення нових позик і значні обсяги потенційно небезпечних умовних зобов'язань держави актуалізують проблеми визначення шляхів підвищення боргової стійкості і потребують як зваженого управління державним боргом України, так і формування механізмів виходу з інституційних пасток, що призводять до його збереження і зростання із негативними наслідками для фінансового суверенітету країни.

Проявом сформованих в економіці України інституційних пасток, пов'язаних із ухилянням від податків та тінізацією економіки, є проблеми з наповненням бюджету, його дефіцитність і фінансування дефіциту, переважно за рахунок збільшення держборгу. Перманентна дефіцитність державних фінансів України є *фундаментальним чинником*, що обумовлює процеси послідовного нагромадження державного боргу, оскільки всі інші сектори економіки, *крім державного*, характеризуються порівняно низьким рівнем накопичених боргів. Це опосередковано свідчить про недостатній рівень кредитування національної економіки і відсутність здорового кредитного процесу.

Крім того, існує *дефіцит внутрішніх фінансових ресурсів*, для нівелювання якого уряд і підприємства України вдаються до активного розміщення зовнішніх позик, внаслідок чого у даних секторах накопичуються деформації на користь зовнішнього фінансування, що підвищує валютні

ризиків наявних боргів та збільшує вразливість фінансового стану позичальників до впливу зовнішніх шоків⁸. Відтак критично важливим компонентом фінансового суверенітету країни є збереження боргової стійкості національної економіки, що вимагає виваженої боргової політики, яка має націлюватися на утримання прийняттого рівня державного боргу.

На думку аналітиків Barclays⁶, для врегулювання боргових проблем у фінансовій політиці постпандемічного періоду має бути застосовано комплексний підхід, який буде спиратися на різний набір інструментів для різних країн (стимулювання економічного зростання, проведення бюджетної консолідації / скорочення бюджетного дефіциту, інфляційне знецінення боргу, «фінансові репресії», залучення фінансування від МФО тощо).

З урахуванням наявних загроз і ризиків світової фінансової системи такій стан справ об'єктивно вимагатиме від уряду України відповідно до світових трендів проведення більш виваженої фіскальної політики (недопущення збільшення фіскальних дефіцитів) після виходу економіки України з кризи і поступове зниження відносного розміру боргового навантаження.

Постановою КМУ від 12.02.2020 № 127 «Про утворення Агентства з управління державним боргом України» було ухвалено створення центрального органу виконавчої влади, що реалізуватиме державну бюджетну політику у сфері управління державним боргом та гарантованим державою боргом відповідно до передового міжнародного досвіду з метою підвищення ефективності політики, спрямованої на зменшення боргового навантаження та зниження вартості обслуговування державного боргу. Проте повноцінний запуск агентства поки що не відбувся.

Підвищення рівня боргової стійкості держави передбачає удосконалення боргової політики, зокрема, у напрямі оптимізації структури державного боргу з позицій співвідношення вартості обслуговування та ризиків за збереження прийняттого рівня боргового навантаження з урахуванням принципів управління державним боргом: збільшення частки державного боргу у національній валюті; продовження середнього строку до погашення і забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу; залучення довгострокового пільгового фінансування; продовження розвитку міцних взаємовідносин з інвесторами.

Стратегічної значущості для України в умовах прогнозованого зниження можливостей зовнішнього фінансування та високого рівня державного боргу, набуває також вирішення базових завдань щодо розвитку фондового ринку України як джерела доступних ресурсів для фінансування поточної діяльності та інвестиційних вкладень; створення ліквідних ринків фінансових інструментів та механізмів зниження їх ризику; забезпечення модернізації, консолідації і розвитку біржової та депозитарної інфраструктури ринків капіталу.

Це дозволить здійснити перехід від пасивного боргового фінансування дефіциту бюджету до активного впливу на реалізацію стратегічних орієнтирів розвитку та структурної модернізації національної економіки, що перетворить політику державних запозичень з технічного фіскального механізму на повномірну складову макроекономічної політики.

Висновки

В умовах фінансової глобалізації, коли здійснюється транскордонний рух фінансових потоків, а фінансова компонента набуває домінуючого характеру у розвитку глобальної економіки, досягнення суверенної конкурентоспроможної позиції національної економіки можливе за умови підтримки фінансової незалежності, заснованої на банківській, фіскальній суверенності, бюджетній і борговій стійкості та валютному суверенітеті, і має бути орієнтоване на вибір моделі фінансової поведінки на основі національних економічних пріоритетів при збереженні самостійності в прийнятті стратегічно важливих рішень. Для забезпечення фінансового суверенітету країни в сучасних умовах потрібен перехід від консервативної до прогресивної фінансової стабільності, що має бути результатом досягнення комплексної функціональності фінансової системи.

Забезпечення фінансової стійкості держави у середньостроковій перспективі вимагає вжиття низки взаємопов'язаних заходів реагування на виклики у монетарній та фіскальній сферах, спрямованих на зниження відповідних ризиків. В Україні не існує досконалих інституційних механізмів, які забезпечували б координацію дій органів економічного управління щодо подолання наявних дисбалансів і запобігання виникненню нових. У цьому контексті необхідним є визначення інституції, відповідальної за здійснення моніторингу дисбалансів і формування відповідних рекомендацій, зокрема із застосуванням європейського досвіду формування табло макроекономічних дисбалансів і запобігання криз, що є перспективою подальших досліджень у цьому напрямі.

Список літератури

1. Мазаракі А.А., Мельник Т.М., Юхименко В.В., Костюченко В.М. та ін. Економічний суверенітет України: монографія. За заг. ред. А.А. Мазаракі та Т.М. Мельник. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2015. 700 с.
2. Шемаєва Л. Г., Жаліло Я. А., Юрків Н. Я. та ін. Проблеми та перспективи зміцнення стійкості фінансової системи України: аналіт. доп. За наук. ред. Я. А. Жаліла. Київ: НІСД, 2021. 104 с.
3. *Barclays. Equity Gilt Study 2020: Putting the post-Covid world in context.* URL: <https://www.investmentbank.barclays.com/news-and-events/2020-equity-gilt-study.html>

4. *Ткаченко Н.В.* Фінансова політика як інструмент реалізації економічного суверенітету держави. *Економічний аналіз*. 2015. Т. 20. С.203-209.
5. *Beqiraj E., Fedeli S., Forte F.* Public debt sustainability: An empirical study on OECD countries. *Journal of Macroeconomics. Elsevier*. 2018. Vol. 58 (C). Pp. 238-248.
6. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press, 2019. 464 p.
7. *Institute for international Finance*. Official web-site. URL: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor>
8. *Богдан Т.П.* Фінансіалізація світової економіки та нарощування глобального боргу: виклики та можливості для України. URL: <https://www.growford.org.ua/research/finansyalizatsiya-svitovoyi-ekonomiky-ta-naroshhuvannya-globalnogo-borgu-vyklyky-ta-mozhlyvosti-dlya-ukrayiny/>
9. World Economic Outlook Database. April 2021. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases>
10. *IMF. General government gross debt*. URL: <https://data.imf.org/?sk=a0867067-d23c-4ebc-ad23-d3b015045405>
11. *Єфименко Т. І., Єрохіна С. А., Богдан Т. П.* Боргова стійкість державних фінансів – Київ: ДННУ «Акад. фін. управління», 2014. 712 с.
12. *Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2011–2013 роки*: постанова Кабінету Міністрів України від 2.03.2011. № 170. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/170-2011-%D0%BF>

Стаття надійшла до редакції 28.08.2021