

## ШЛЯХИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ КРАЇНИ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД У ВИМІРІ УКРАЇНИ

**Л. Г. Шемаєва**, д. е. н., професор, головний консультант відділу економічної стратегії центру економічних і соціальних досліджень НІСД

*Узагальнення міжнародного досвіду регулювання державного боргу в умовах пандемії COVID-19 у країнах з високим та середнім рівнем доходів на особу дозволило виявити та класифікувати заходи у цій сфері, які можуть бути враховані при удосконаленні боргової стратегії України. На особливу увагу заслуговують методи відновлення стійкості боргової ситуації (зокрема, за рахунок стимулювання економічного зростання, проведення бюджетної консолідації, а також напрями удосконалення моделі управління державним боргом країни шляхом застосування антикризових інструментів боргової політики.*

### Висновки та рекомендації

Світова економічна криза, зумовлена пандемією коронавірусу, поставила перед країнами світу нові виклики борговій стійкості, які потрібно вирішити для забезпечення платоспроможності й економічного розвитку в подальшому. Зростання економічної та фінансової невизначеності у період пандемії формує потребу у виваженій державній політиці, спрямованій на утримання прийняттого рівня державного боргу та його зниження після завершення пандемічної кризи.

У міжнародному експертному середовищі сформовано консенсус щодо визначення боргової стійкості держави (*debt sustainability*) як комплексної категорії, яка характеризує ситуацію, коли уряд має високу спроможність бути платоспроможним – виконувати свої поточні та майбутні фінансові зобов'язання – без необхідності вдаватися до нездійсненої або небажаної політики (суттєвого коригування балансу доходів і витрат бюджету)<sup>1</sup>.

Україні в умовах пандемії COVID-19 також довелося стикнутися з викликами перед економікою, бізнесом і, особливо, сферою публічних фінансів, які потребували

<sup>1</sup> 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; Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners. Oxford University Press, 2019. 464 p.

та й вимагатимуть у середньостроковій перспективі ефективних стратегічних і тактичних рішень інститутів і регуляторів і, що важливо, політичної волі з метою мінімізації наявних ризиків.

З метою створення сприятливих умов для забезпечення поступового зниження відносного розміру боргового навантаження в Україні в умовах післяпадемічної нормалізації економічної ситуації доцільно рекомендувати:

*Кабінету Міністрів України, Міністерству фінансів України:*

- затвердити Середньострокову стратегію управління державним боргом в оновленому форматі відповідно до частини десятої статті 16 Бюджетного кодексу України (цю норму було зупинено до 1 січня 2021 року відповідно до Закону України від 13.04.2020 № 553-IX), де передбачити завдання щодо:

- зниження співвідношення боргу та ВВП до 55 % до 2023 року;
- залучення довгострокового пільгового фінансування: успішного завершення діючої програми МВФ Stand-by, укладання угоди розширеного фінансування (EFF) із поступовим переходом на виключно ринкове фінансування бюджету на привабливих умовах; забезпечення покращення вибірки коштів у рамках співпраці з МФО за рахунок спрощення тендерних процедур та скорочення їх термінів у межах імплементації ключових засад Концепції підвищення ефективності впровадження спільних з МФО проектів від 26.12.2018 р. та постанови КМУ «Про внесення змін до Порядку підготовки, реалізації, проведення моніторингу та завершення реалізації проектів економічного і соціального розвитку України, що підтримуються міжнародними фінансовими організаціями» від 20.03.2019 р. № 248;
- збільшення середнього строку до погашення і забезпечення рівномірного графіка погашення державного боргу;
- зниження ризику країни як емітента цінних паперів (зниження кредитного спреда до 300 б.п. у 2023 р.) та наближення міжнародного кредитного рейтингу країни до індикаторів інвестиційного рівня; зниження валютних ризиків за рахунок збільшення частки номінованого в національній валюті державного боргу (до 50 % у 2023 році), а також збільшення частки внутрішніх державних запозичень у національній валюті та державного внутрішнього боргу;

- забезпечити стимулювання розвитку фондового ринку України як джерела доступних ресурсів для фінансування поточної діяльності та інвестиційних вкладень шляхом: створення ліквідних ринків фінансових інструментів та механізмів зниження їх ризику, а також забезпечення модернізації, консолідації і розвитку біржової та депозитарної інфраструктури ринків капіталу.

З метою оптимізації управління державним боргом з точки зору співвідношення вартості обслуговування та ризиків при збереженні прийняттого рівня боргового навантаження доцільно:

*Міністерству фінансів України, НБУ:*

- забезпечити повноцінне функціонування Агентства з управління державним боргом відповідно до передового міжнародного досвіду та згідно з абз.7 пп. «з» п.1.ст.1 Указу Президента України № 837/2019 від 08.11.2019 р. для застосування антикризових інструментів боргової політики та запровадження портфельного підходу до управління зовнішнім державним боргом, здійснення операцій з активного управління держборгом для зменшення пікових навантажень на бюджет, стимулювання попиту на державні цінні папери, проведення голландських аукціонів

(аукціонів зі зниженням ціни) та синдикації випусків ОВДП з різними строками погашення, взаємодії з інвесторами, а також налагодження відносин з первинними дилерами тощо;

– *передбачити розширення переліку боргових цінних паперів у національній валюті та диверсифікацію боргового портфелю України в розрізі іноземних валют з метою зниження валютного ризику та збільшення участі іноземних інвесторів на внутрішньому ринку державних цінних паперів шляхом: розміщення на міжнародному ринку капіталу ОЗДП, номінованих у євро та у гривні тощо; спрощення доступу іноземних інвесторів на внутрішній ринок та стимулювання їх зацікавленості через розширення доступу до інформації та випуску ОЗДП, номінованих в національній валюті; стимулювання зростання ліквідності на вторинному ринку державних цінних паперів, у тому числі із застосуванням еталонної кривої дохідності ОВДП через випуск ліквідного об'єму еталонних облігацій (*benchmark bonds*), активізації використання таких інструментів активного управління як обмін та викуп (*switches, buy-backs*)<sup>2</sup>;*

– *розробити підходи та інструменти для мінімізації валютних ризиків за кредитами, залученими державою та під державні гарантії, включаючи кредитування у національній валюті з використанням механізму SWAP операцій; доцільно перейти від залучення кредитів через державний бюджет та під державні гарантії до кредитування органів місцевого самоврядування та надання місцевих гарантій, таким чином зменшуючи рівень державного і гарантованого державою боргу та сприяючи розвитку регіонів;*

– *удосконалити методіку проведення аудиту ефективності управління державним боргом відповідно до європейських стандартів із залученням міжнародних експертів до її розробки та контролю за процесом її імплементації з метою періодичного проведення аудиту ефективності державного боргу, що дасть змогу проаналізувати сильні та слабкі сторони боргової політики країни та запровадити напрями удосконалення управління державним боргом.*

### Обґрунтування

В умовах пандемії COVID-19 відбулося стрімке нагромадження глобального боргу та посилення нерівномірності його накопичення за різними групами країн та секторів економіки<sup>3</sup> (Рис 1, Додаток). Застосування фіскальних стимулів в Україні у 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 нижче показника розвинених країн (Рис. 2, Додаток).

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

<sup>2</sup> Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2019–2022 роки  
[https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS\\_2019-2022\\_UKR\\_v11062019\\_Final.pdf](https://mof.gov.ua/storage/files/MTDS_2019-2022_UKR_v11062019_Final.pdf)

<sup>3</sup> Institute for international Finance. Official web-site. URL: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-end-Debt/Global-Debt-Monitor>

Аналіз міжнародного досвіду країн з високим та середнім рівнем доходів на особу щодо вирішення проблеми високого боргового навантаження, спричиненого пандемією COVID-19, дозволяє визначити такі найбільш застосовані методи:

- *стимулювання економічного зростання* (що знижуватиме відносний розмір державного боргу), зокрема, через підвищення зайнятості населення та державне і приватне інвестування, оскільки існує прямий зв'язок між більш високими темпами зростання економіки та зниженням співвідношення державного боргу і ВВП (підвищення номінального рівня ВВП). Водночас, на думку експертів,<sup>4</sup> криза COVID-19 відрізняється від «звичайних» рецесій своїм «галузевим» характером, при цьому, її слід розглядати одночасно як *галузевий шок пропозиції* (через «зупинку» деяких галузей внаслідок урядових заходів соціального дистанціювання) та 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*;

- *бюджетна консолідація або скорочення бюджетного дефіциту* – є одним із найпоширеніших у світовій практиці методів відновлення боргової стійкості, що включає заходи бюджетної політики, спрямовані на скорочення тягаря заборгованості шляхом підвищення доходів та/або зменшенням витрат державного бюджету<sup>5</sup>. 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. А тим часом, в умовах пандемії, потреби у таких видатках зростатимуть на тлі підвищення рівня бідності, зростання соціальної нерівності та проблем у сфері накопичення людського капіталу.

Таким чином, скорочення державних витрат в нових умовах виявляється малоімовірним, а тому більш реалістичною формою фіскальної консолідації стане **підвищення податків**. Фахівці МВФ<sup>6</sup> також вважають, що в середньостроковій перспективі збереження боргової стійкості вимагатиме від багатьох держав збільшення 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

<sup>4</sup> 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>

<sup>5</sup> Baldacci E. How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises /E. Baldacci, S. Gupta, C. Mulas-Granados // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09160.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09160.pdf).

<sup>6</sup>World Economic Outlook, October 2020 URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>



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 радикальної фіскальної консолідації як основного методу зниження боргового навантаження, оскільки, зазвичай вона має негативні наслідки для економічного зростання та соціальної стабільності. Як стверджують аналітики «Barclays»<sup>7</sup>, досвід жорсткої фіскальної економії після глобальної фінансової кризи поставив під сумнів ефективність зниження боргового тягара, з огляду на негативні наслідки для економіки;

- *зниження реальної вартості державного боргу за рахунок високої інфляції (інфляційне знецінення боргу)*. Підхід розвиненого світу полягає у визначенні інфляції в якості важеля виходу з потенційної боргової кризи, спровокованої пандемією: регулятори розвинених країн впливають в економіку значні обсяги ліквідності для уникнення боргової кризи. Вважається, що для економіки кращим є м'яке, поступове інфляційне зниження боргового навантаження: номінальний рівень боргу не збільшується, а реальний його рівень поступово зменшується за допомогою помірної інфляції; так можна зберегти робочі місця та номінальне економічне зростання;

- *придбання державних боргових зобов'язань уряду центральним банком як один із методів т. зв. «фінансових репресій»*, які передбачають пряме державне втручання у фінансову систему і в механізми функціонування фінансових ринків та інститутів<sup>8</sup>, що дозволяє знижувати розмір державного боргу або 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 ринках. На думку фахівців, цей та інші методи фінансових репресій (пряме кредитування уряду афілійованими установами (включаючи центробанки) за рахунок емісійного ресурсу, встановлення прямих чи непрямих лімітів на рівень відсоткових ставок, верхньої межі дохідності державних облігацій і надання гарантій їх викупу за встановленими ставками при певних обставинах, регулювання транскордонного руху капіталу тощо), викликатимуть найменший опір, а тому й надалі активно застосовуватимуться багатьма державами світу як прихований метод врегулювання боргових проблем;

- *залучення дешевого офіційного фінансування від міжнародних фінансових організацій*. Експерти МВФ зазначають<sup>9</sup>, що багатьом країнам з ринками, що формуються, слід підтримувати доступ до ресурсів офіційних кредиторів і донорів, враховуючи високу волатильність міжнародного ринку капіталу;

<sup>7</sup> 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>

<sup>8</sup> Reinhart C. Financial repression redux [Electronic resource] / Reinhart, Carmen and Kirkegaard, Jacob and Sbrancia, Belen // Finance and Development. – 2011. – June. – Vol. 48. – № 2. – P. 22–26. – Available from : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/Reinhart.htm>.

<sup>9</sup> International Monetary Fund. COVID-19 Response in Emerging Market Economies: Conventional Policies and Beyond. - <https://blogs.imf.org/2020/08/06/covid-19-response-in-emerging-market-economies-conventional-policies-and-beyond/>

- *реструктуризація державного боргу* у період пандемії COVID-19, на думку фахівців МВФ<sup>9</sup> та інших експертів<sup>10</sup>, 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 розвинутих країнах, оскільки цей метод породжує безліч викликів і має довгостроковий деструктивний вплив на кредитоспроможність держави. Крім того, реструктуризації підлягає далеко не весь 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;

- *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 урегулювання боргових проблем має свої «побічні» ефекти та обмежену сферу дії. Тому, на думку міжнародних експертів, у борговій політиці США та ЄС у майбутньому має бути застосовано **комплексний підхід**, що буде спиратися на різний набір інструментів у різних країнах.

<sup>10</sup> Sovereign Debt and Financing for Recovery after the COVID-19 Shock: Preliminary Report and Recommendations. G30 Working Group on Sovereign Debt and COVID-19. URL <https://group30.org/publications/detail/4799>

Додаток

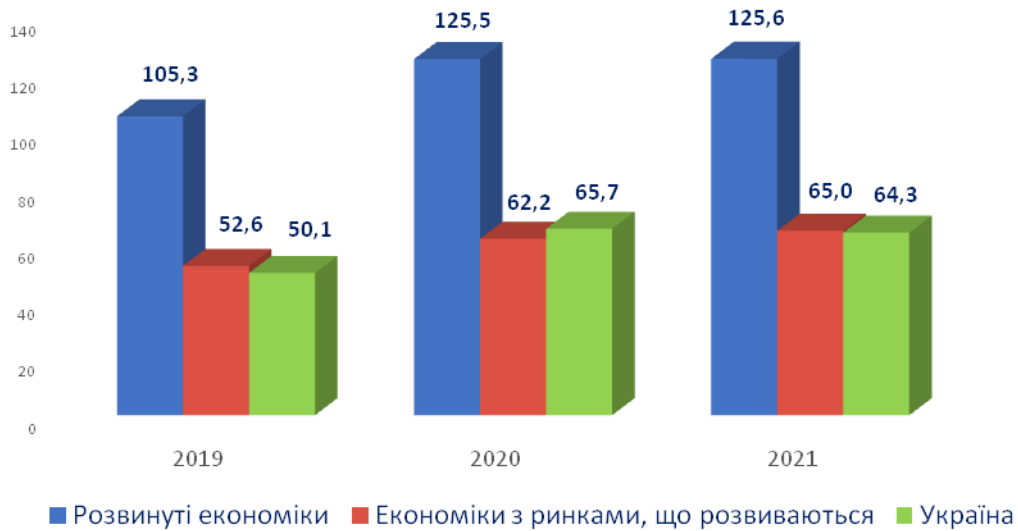


Рис. 1. Державний борг за групами країн і в Україні, % до ВВП (2021 р. - прогноз МВФ) Джерело: складено за даними МВФ, Fiscal Monitor Oct.2020.

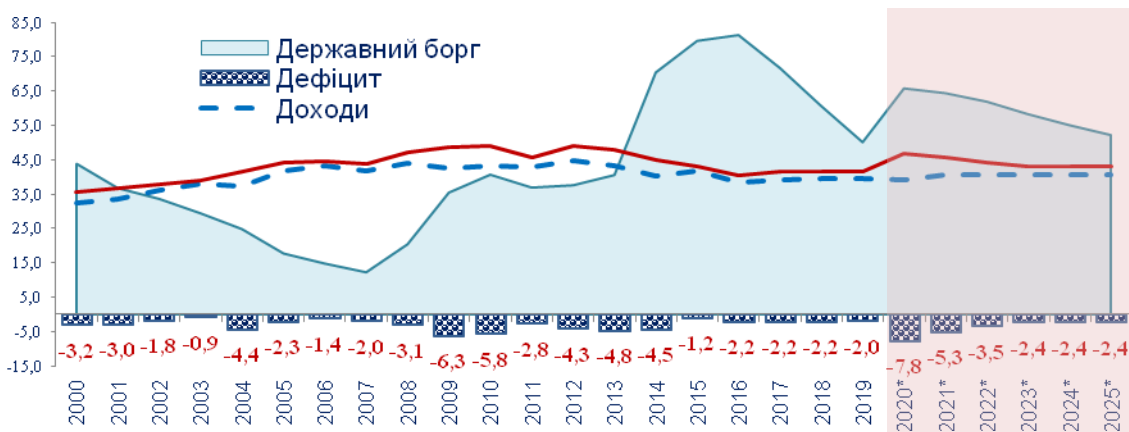


Рис. 2. Динаміка доходів, видатків та дефіциту сектору загального державного управління, валового державного боргу України в 2000-2025\* рр., % ВВП. Джерело: МВФ<sup>11</sup>. \* - 2021 – 2025 рр. прогнозні дані

<sup>11</sup> Economic Outlook Database (October 2020 URL: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases>)