

ЧАСТИНА II

ІНСТРУМЕНТАРІЙ І МЕХАНІЗМИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ

Розділ 2

Бюджетно-боргові механізми в системі фінансової безпеки

2.1. Державний борг у складі макроекономічного інструментарію забезпечення стійкості фінансової системи України

(Д. О. Бірюк, здобувач третього (освітньо-наукового)

рівня вищої освіти,

Державний податковий університет)

У сучасних умовах існування та розвиток держави неможливі без залучення до бюджету додаткових, запозичених в інших суб'єктів коштів. З одного боку, це здатне підтримати стійкість фіскальної підсистеми, розширити потенціал фінансової системи й на цій основі покращити фінансове забезпечення економічного зростання, а з іншого – формує передумови для боргового навантаження в майбутньому з можливими негативними наслідками, зокрема для фіскальної підсистеми. Схоже нерівноцінне за потенційними можливостями та за значенням використання державного боргу пояснює особливу увагу теорії й практики до цього макроекономічного інструменту підтримання стійкості фінансової системи. Проте, незважаючи на здійснені вагомі напрацювання в сфері особливостей управління державним боргом, сучасні реалії України засвідчують їх відірваність від формування системно-комплексного механізму нарощування потенціалу фіскальної підсистеми, адаптованого до потреб реалізації загальної стратегії забезпечення стійкості фінансової системи як базису відновлення й економічного розвитку. Схожа багатогранність окресленої проблематики та її вагомість потребують як відправної точки – першочергового з'ясування діалектики сутнісного взаємозв'язку окремих складових формування державного боргу з позиції виявлення способів їхньої взаємної трансформації в напрямі впливу на стійкість фінансової системи.

Поняття державного боргу широко досліджено багатьма вченими та визначено як на науковому, так і на законодавчому рівнях. Чарльз Бастебл, один з основоположників класичної теорії державного

боргу, стверджував, що зовнішній державний борг є тягарем для майбутніх поколінь. Ця теорія сформувалася наприкінці XIX століття завдяки роботам Бастебла та інших економістів, як-от Генрі Адамс і П'єр Поль Леруа-Больє²³⁷. Вагомий вплив на розуміння того, як державна політика має підходити до питання державного боргу, мали роботи А. Лернера²³⁸. Замість того, щоб фокусуватися на співвідношенні податків і позик, він вважав, що політикам потрібно приділяти більше уваги вибору між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями, оскільки вони мають різні наслідки для економіки й майбутніх поколінь²³⁹. У Бюджетному кодексі України державний борг визначено як загальну суму боргових зобов'язань держави з повернення отриманих і непогашених кредитів (позик) станом на звітну дату, що виникають унаслідок державного запозичення²⁴⁰. На відміну від поняття «державний борг» поняття «внутрішній державний борг» не визначено в чинному законодавстві, але закріплено в Законі України «Про державний внутрішній борг» (нині втратив чинність) як строкові боргові зобов'язання Уряду України в грошовій формі²⁴¹. В. Бортняк та інші вважають, що державний борг – це система фінансових зобов'язань держави, які виникають у результаті здійснення запозичень з наданих державою гарантій із зобов'язань третіх осіб суб'єктів господарської діяльності; боргових зобов'язань, прийнятих на себе відповідно до чинного законодавства; сум бюджетних асигнувань, перерахованих із порушенням строків чи в неповному розмірі: суми компенсації за несвоєчасну чи неповну виплату суми платежу юридичним і фізичним особам тощо²⁴².

Загалом аналіз наукової літератури свідчить про відсутність єдиного, чіткого та комплексного визначення поняття «державний борг». Існуючі визначення часто є суперечливими й не враховують

²³⁷ Bastable, Ch. (1917). *Public finance. The Theory of Public Credit and Public Debts*. 3th ed. Macmillan and Co., Limited, London. URL : <http://www.econlib.org/library/bastable/bastbPF34.html> (Accessed 15 April 2020).

²³⁸ Lerner, A. P. (1943). *Functional finance and the federal debt*. *Social Research*, pp. 468–478. URL : https://www.gc.cuny.edu/CUNY_GC/media/LISCenter/pkrugman/lerner-functionfinance.pdf (Accessed 15 April 2020).

²³⁹ Там само.

²⁴⁰ Бюджетний кодекс України від 01.01.2021 № 2456-VI. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17#Text>

²⁴¹ Про державний внутрішній борг : Закон України. *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. 1992. № 41. Ст. 598. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2604-12#Text>

²⁴² Бортняк В. А., Попіль В. І. Проблемні питання формулювання поняття «державний борг» та інституціональне реформування системи управління ним. *Правничий вісник Університету «КРОК»*. 2010. № 6 (1). С. 66–70.

усіх аспектів цього явища. Так, існуюче в законодавстві визначення не враховувало поділу державного боргу на дві частини – внутрішню та зовнішню. Крім того, додаткового врахування під час визначення державного боргу потребують суб'єкти управління ним (можуть бути органи влади на різних рівнях), а також форми залучення коштів (облігації чи кредит) та їхній вплив на макроекономічну стабільність. Також існують різні думки щодо того, чи можна вважати обов'язкові платежі громадян (податки) формою внутрішнього боргу. Для усунення цих неточностей важливо уточнити визначення державного боргу, яке б враховувало широкий спектр фінансово-економічних аспектів цього явища, а також зіставлялося зі стійким станом фінансової системи.

Особливу увагу варто звернути на те, що внутрішній державний борг здебільшого складається із заборгованості щодо облігацій внутрішньої державної позики й інших державних цінних паперів громадянам і підприємствам своєї країни, які є кредиторами держави. По суті, це результат перерозподільних процесів у суспільстві, коли тимчасово вільні грошові кошти фізичних і юридичних осіб спрямовуються на фінансування суспільних потреб через вилучення (добровільного й недобровільного) за допомогою випуску й реалізації державних цінних паперів, зазвичай це – облігації внутрішньої державної позики (далі – ОВДП). Попит на них залежить від рівня відсоткової ставки та є каналом відтягування коштів з депозитно-фінансового ринку. Тому в разі непродуктивного використання державою залучених коштів темпи розвитку економіки можуть загальмуватися із відповідним пришвидшенням інфляційних процесів і виникненням макроекономічних структурних деформацій. Домінування ОВДП серед цінних паперів на фінансовому ринку країни також здатне справити негативний вплив на її стабільність і параметри через канал фінансового ринку та відсоткових ставок.

Враховуючи вищезазначені аспекти, державний борг потрібно визначити як заборгованість держави перед вітчизняними та іноземними кредиторами й утримувачами державних цінних паперів унаслідок залучення до фінансування суспільних потреб розширеного відтворення тимчасово вільних коштів як фізичних, так і юридичних осіб. Це визначення охоплює цільове призначення державного боргу – фінансування суспільних потреб розширеного відтворення, що підкреслює його спрямованість на продуктивне використання, а отже,

вказує на: 1) потенційні можливості формування прибутків, з яких він буде погашатися; 2) потенціал економічного зростання, що сприятиме зниженню боргового навантаження. Так, за умови реалізації свого цільового призначення державний борг стає потужним макроекономічним інструментом прискорення економічного зростання та забезпечення на такій основі фінансової безпеки держави.

У зазначеному контексті актуалізуються питання визначення напряму й сили впливу державного боргу на макроекономічну ситуацію. Відповідь на ці питання лежить у площині як цільового спрямування залучених державою коштів і використаних з цією метою інструментів його залучення, так і ефективності управління ним. У доробку О. Бец²⁴³ управління внутрішнім державним боргом класифіковано як систему організаційних, стратегічних фінансових, облікових і контрольних заходів, спрямованих на регулювання структури й вартості боргу. Очевидно, що управління державним боргом – це багатоплановий комплексний процес у рамках фінансової політики уряду, спрямований на залучення коштів для фінансування видатків уряду, що сприяють підтриманню стійкості фінансової системи та орієнтовані на економічне зростання.

З позиції підтримки стійкості фінансової системи пріоритетним в управлінні державним боргом є забезпечення оптимального співвідношення використання внутрішніх і зовнішніх запозичень, виражених пропорцій між державними й приватними паперами на фондовому ринку, ефективного управління валютними ризиками зовнішніх зобов'язань держави.

Для стійкості фінансової системи першочергове значення має безпековий компонент управління державним боргом. Його реалізація визначає потребу у використанні (на додаток до загальних принципів управління державним боргом) специфічних принципів, дотримання яких забезпечує фінансову безпеку держави. Серед них виділяють:

1) принцип безумовності – забезпечення режиму безумовного виконання державою всіх своїх зобов'язань перед інвесторами й кредиторами, своєчасність і повну сплату суми основного боргу;

2) принцип зниження ризиків – оптимізація розміщення й погашення позик і в часі та просторі відповідно до кон'юнктури міжнародного фінансового ринку, забезпечення сприятливих умов позик;

²⁴³ Бец О. Економічні та соціальні ефекти державного боргу. *Ринок цінних паперів України*. 2014. № 9–10. С. 125–136.

3) принцип оптимальної структури боргових зобов'язань держави у формі різних боргових інструментів та їхнього розміщення між резидентами й нерезидентами;

4) принцип прозорості – дотримання відкритості щодо державних позик, оприлюднення параметрів ОВДП та ОВЗДП, забезпечення доступу міжнародних рейтингових агентств до інформації про економічний стан у державі для оцінки кредитних рейтингів;

5) принцип запобігання неефективному та нецільовому використанню запозичених коштів;

6) принцип мінімізації вартості державного боргу в спосіб зменшення витрат на його обслуговування й підвищення ефективності використання коштів;

7) принцип стабілізації рівня боргового навантаження через запровадження кількісних обмежень стосовно щорічного приросту державних запозичень або їхніх відносних значень щодо ВВП²⁴⁴.

Варто зауважити, що на дотримання цих принципів впливає комплекс внутрішніх і зовнішніх чинників, врахування комплексного впливу яких можна вважати мистецтвом управління державним боргом. А репутація відповідального боржника дає змогу країні залучати фінансування на більш вигідних умовах. З одного боку, зовнішні запозичення є потужним інструментом для стимулювання економічного розвитку, якщо спрямовувати їх на продуктивні цілі, наприклад державне стимулювання інвестиційно-інноваційних проєктів. Вони не лише забезпечують додаткові фінансові ресурси, але й впливають на різні сфери економіки: стимулюють інвестиції, збільшують рівень міжнародних резервів центрального банку та стабілізують валютний курс, що сприяє загальному підвищенню добробуту населення. З іншого боку, державні запозичення несуть ризики, пов'язані з потребою в обслуговуванні боргу. Часто саме зовнішній борг стає однією з основних причин економічних криз і є особливо небезпечним для макрофінансової стабільності через спроможність створити негативне замкнене коло. Неефективне управління боргом погіршує фінансові показники держави, що зі свого боку підвищує ризик неспроможності виконання боргових зобов'язань. Оскільки за неефективного використання запозичених коштів можуть посилитися такі негативні наслідки

²⁴⁴ Богдан Т. П. Державний борг України: особливості формування та правління в сучасних умовах. *Фінанси України*. 2013. № 1. С. 32–46.

державного боргу, як надмірна залежність від кредиторів, що спроможна обмежити політичний та економічний суверенітет країни й змусити її приймати рішення, диктовані зовнішніми кредиторами, спричинити вимивання економічних ресурсів на погашення боргів. Це може призвести до втрати державою контролю над економічною політикою та загального ослаблення економічної системи. Загалом спектр негативних наслідків неефективного використання зовнішніх запозичень досить широкий, зокрема висока вірогідність виникнення:

фінансових наслідків (скорочення видатків, збільшення податків, валютної нестабільності);

соціальних наслідків (погіршення добробуту населення);

політичних наслідків (втрати суверенітету в політичних та економічних рішеннях);

економічних наслідків (гальмування економічного зростання через відтягування коштів на боргові потреби).

Потреба в погашенні боргів і сплаті відсотків щодо них скорочує обсяги ресурсів, які виділяють на інвестиційну й соціальну діяльність, і обмежує фінансові можливості розвитку. Це відштовхує інвесторів і ще більше ускладнює ситуацію з обслуговування боргу, створюючи негативну боргову спіраль: так званий «подвійний дефіцит» – дефіцит бюджету й платіжного балансу, який перетворюється в «замкнене коло боргової бідності» країни, яке досить складно розірвати. У світі ще із 1980-х років боргова проблема перетворилася в хронічну, що зумовило постійний пошук способів виходу з неї та розробку спектра інструментів вирішення боргової проблеми.

Отже, державний борг має ряд як позитивних, так і негативних наслідків. Їхнє оцінювання для країн з нестабільною економікою, якою на поточному етапі є Україна, ускладнена постійними економічними викликами: з одного боку, позитивні прояви можуть стабілізувати фіскальну підсистему, макроекономічну ситуацію та стимулювати економічне зростання в поточному періоді, а з іншого – негативні наслідки можуть привести до посилення фінансової нестабільності в майбутньому. Тому рішення про нарощування державного боргу має прийматися на основі узгодження поточних і стратегічних планів економічного розвитку та пріоритетності завдання розширення внутрішньої фінансової бази в поточному чи довгостроковому періодах.

Звертаючись до еволюції боргової політики України, варто зазначити, що починаючи з перших років незалежності, ситуація у сфері зовнішнього боргу була досить складною, періодично то покращувалася, то погіршувалася залежно від фази економічного циклу та зовнішньої кон'юнктури. Падіння виробництва й періодичні валютно-фінансові кризи спричиняли девальвацію гривні, в результаті зростало боргове навантаження (відношення боргу до ВВП перевищувало 80 % після 1998 року).

У 2015–2021 роках Україна проводила порівняно зважену боргову політику, підтримуючи дефіцит бюджету не більше 3 % ВВП, і намагалася утримувати первинний (до виплати відсотків) профіцит бюджету. Отже, уряду вдалося суттєво знизити боргове навантаження. Зовнішні запозичення здебільшого спрямовувалися на фінансування дефіциту бюджету, але звертає на себе увагу ситуація 2015 року, коли дефіцит державного бюджету був найнижчим за період 2011–2020. Це було обумовлено потребою в збільшенні державних видатків на оборону через військові дії на Сході країни. Водночас уряд прагнув зберегти соціальні стандарти й компенсувати зростання інфляції. Тому саме 2015 рік відзначився значним зростанням ролі зовнішнього фінансування, яке втім перевищило потреби бюджету більш ніж удвічі. Чималу частину зовнішніх запозичень 2015 р., а саме 73,3 %, становили позики від міжнародних фінансових організацій. Загалом фінансування бюджету цього року дорівнювало його дефіциту. Це свідчить про існування в той період інших причин для залучення значних обсягів зовнішніх коштів, крім фінансування бюджетного дефіциту. Вірогідно, це пов'язано з такими чинниками, як потреба в рефінансуванні попередніх боргів, інвестиції в стратегічні проекти або нагромадження резервів НБУ. Водночас можна зробити припущення, що впродовж аналізованого періоду, крім 2015 року, зовнішні позики не були єдиним джерелом покриття бюджетного дефіциту. Держава також використовувала внутрішні позики, доходи від приватизації та інші фінансові інструменти.

Ситуація кардинально погіршилася з початком повномасштабного вторгнення та збільшенням видатків на оборону: дефіцит бюджету зріс з 3,6 % ВВП 2021 року до 16,3 % ВВП 2022 року та 20,6 % 2023 року. Водночас економіка країни зменшилася майже на третину – масова міграція населення, постійні обстріли міст і руйнування енергетичної інфраструктури та багатократне зростання ризиків ведення бізнесу спричинили падіння ВВП.

Загальна сума державного й гарантованого державою боргу впродовж 2022 року зросла до 111 млрд дол., 2023 року – до 125 млрд дол. США. Негативні наслідки збільшення боргового навантаження на економіку країни посилювалися зростанням частки зовнішнього боргу (за станом на серпень 2024 р. до 72,5 %). Для порівняння: у країнах-аналогах членах ЄС частка зовнішнього боргу становить 43 %, у країнах-аналогах не членах ЄС – 70 %. Значна частка зовнішнього боргу посилює валютні ризики. У підсумку очевидно, що надмірні зовнішні запозичення держави, потрібні для стабілізації ситуації в бюджетній сфері в поточному періоді, формують передумови майбутньої нестабільності фінансової системи.

Водночас здійснення більшості зовнішніх запозичень України в період війни на пільгових умовах дало змогу поліпшити загальні характеристики строковості її боргу, однак продуктивність використання залучених коштів була не на високому рівні, оскільки спрямовувалася на обслуговування адміністративної й соціальної сфери. Упродовж аналізованого періоду більш ніж у вісім разів зросли видатки на оборону, що є об'єктивною потребою сучасних реалій. Видатки на громадський порядок, безпеку й судову владу збільшилися в 4,4 раза, водночас видатки на соціальний захист населення та соціальне забезпечення зростали значно повільніше – у 3,4 раза. Отже, у період воєнного стану тягар великих бюджетних витрат значною мірою перекладається на населення, що ще більше ускладнює ситуацію в соціальній сфері та демотивує громадян України повертатися, що погіршує стан людського капіталу в Україні. Така ситуація хоча є віддзеркаленням реалій воєнного часу, не сприяє формуванню основ для довгострокової фінансової стійкості.

Обсяги та структура державного боргу не лише впливають на бюджетну політику, макрофінансову стабільність і стійкість фінансової системи країни, але й мають значний вплив на монетарну сферу. Крім посилення валютних ризиків у довгостроковому періоді, у короткостроковому приплив іноземної валюти в країну змінює кон'юнктуру валютного ринку в напрямі зміцнення національної валюти та може спровокувати інфляцію внаслідок викупу надлишкової пропозиції іноземної валюти. Для нейтралізації цього ефекту центральний банк проводить стерилізаційні операції, які, однак, спричиняють зростання відсоткових ставок і можуть негативно вплинути як на інвестиційну активність, так і на боргові виплати.

Випуск ОВДП є вагомим джерелом фінансування бюджету, особливо це характерно з початку воєнного стану. Найбільшим кредитором уряду, який тримає майже половину ОВДП, є НБУ, ще приблизно 30 % перебуває у власності державних банків, решта розподілена між приватними комерційними банками, компаніями, нерезидентами й населенням. Надмірно велика частка ОВДП у власності банків означає наявність прихованої монетизації бюджету й ризики інфляції. Починаючи з 2020 р. спостерігається зростання частки ОВДП в іноземній валюті – погіршення валютної структури ОВДП в обігу свідчить про наростання валютних ризиків,

Загальна оцінка показників боргового навантаження України засвідчує суттєве перевищення їхніх порогових значень, що свідчить про потужний кризовий потенціал державного боргу та потребу в негайних заходах щодо його стабілізації. Для зниження боргових ризиків потрібно забезпечити розвиток економіки та підвищення її конкурентоспроможності на світових ринках, що потребує застосування стимулюючих заходів, зокрема податкових. Наприклад, створення пільгового податкового режиму для нерезидентів-інвесторів не призведе до втрат бюджету, оскільки цих податкових надходжень ще не існує, натомість прихід іноземних інвесторів запустить позитивну мультиплікативну хвилю, що позитивно вплине на економічну активність і забезпечить приплив коштів до бюджету.

Отже, ефективне управління зовнішнім боргом ґрунтується на дотриманні балансу між обсягом залучених коштів і фінансовими можливостями їх обслуговувати та повертати. Така врівноваженість фінансових потоків залучених коштів і боргових платежів характеризує боргову стійкість фінансово-економічної системи та є критичним чинником збереження фінансової стабільності країни-боржника в довгостроковому періоді. Водночас мінливість зовнішніх і внутрішніх умов вимагає гнучкості й адаптивності стратегії управління зовнішнім боргом, що має враховувати як поточний стан економіки, так і перспективні фінансово-технологічні тренди, а також зміни в зовнішньому глобальному середовищі.

Очевидно, що до закінчення війни борг України буде й надалі зростати без суттєвого покращення здатності його обслуговування, що підвищує важливість контролю за його вартістю та строковістю.

У цьому контексті для України основним завданням є залучення якомога більше грантів та дешевих і «довгих» кредитів. У пошуках джерел фінансування боргових виплат певні надії покладаються на конфіскацію активів РФ та її громадян як в Україні, так і за кордоном. Експерти пропонують декілька опцій щодо отримання компенсацій від агресора. Наприклад, керівник аналітичного відділу Concorde Capital О. Паращій пропонує залучати кредити від партнерів під низькі відсоткові ставки за умови, що вони повертатимуться за рахунок репарацій від росіян. Це стимулюватиме західні країни до стягнення репарацій з Росії²⁴⁵. Фахівець Bluebay Asset Management Тімоті Еш пропонує використовувати відсотки, які нараховуються на заморожені російські активи, на купівлю українських єврооблігацій²⁴⁶. Проте чіткого рішення щодо механізму використання активів Росії західними країнами дотепер не ухвалено. Тому основним принциповим моментом лишається зосередження зусиль уряду країни на зміцненні внутрішнього фінансового фундаменту за рахунок розвитку вітчизняного ринку капіталу.

Підсумовуючи, очевидна потреба в кардинальних змінах у підходах до управління державним боргом України. Для забезпечення макроекономічної стабільності, поточної збалансованості фіскальної підсистеми та довгострокової стійкості фінансової системи можна наголосити на важливості:

- максимально активно залучати довгострокове пільгове та грантове фінансування від міжнародних партнерів, що дасть змогу подовжити середньозважений строк до погашення державного зовнішнього боргу;

- посилення контролю за умовами кредитів, що не мають підривати фінансову безпеку та суверенітет України. Зростання зовнішнього боргу має бути регламентоване державною борговою стратегією як невід’ємною складовою фінансової політики, спрямованої на забезпечення зміцнення внутрішнього фінансового потенціалу для стабільного післявоєнного розвитку країни;

²⁴⁵ Томіліна М. Борг України б’є рекорди. Але з цим можна жити. URL : <https://ces.org.ua/borg-ukra%D1%97ni-b%D1%94-rekordi-ale-z-czim-mozhna-zhiti/>

²⁴⁶ Там само.

– вдосконалення ризик-менеджменту в борговій сфері: зниження ризиків рефінансування й ліквідності, відсоткового та валютного ризиків через застосування відповідних інструментів, зокрема оптимізації графіка погашення державного боргу, пріоритетності запозичень у національній валюті за продовження термінів випуску ОВДП та обмежень випуску короткострокових ОВДП з погашенням у поточному році, зниження відсоткових ставок;

– розвиток внутрішнього ринку капіталів як складової фінансово-цифрового простору, що забезпечить можливості роловеру гривневих ОВДП, поширення віртуальних боргових активів і формування цифрових майданчиків для торгівлі віртуальними активами, що приваблює іноземних інвесторів²⁴⁷.

Кардинальне вирішення боргової проблеми лежить у площині виваженого поєднання гнучкості поточної фінансової політики в частині недопущення фіскального розбалансування й покриття поточної нестачі надходжень до бюджету зовнішніми запозиченнями, зі стратегічною орієнтованістю на дотримання принципів безпеки боргового фінансування. Це передбачає подовження термінів і зниження вартості обслуговування боргу, максимально продуктивне використання залучених коштів, зокрема через задіяння потенціалу сучасного фінансово-цифрового простору, поступове заміщення зовнішніх боргових надходжень внутрішніми фінансовими джерелами. Отже, поточний зовнішній борг формуватиме внутрішню фінансову основу для майбутнього повоєнного відновлення, а зовнішні запозичення успішно трансформуватимуться в джерела внутрішнього фінансування.

²⁴⁷ Програма управління зовнішнім боргом на 2024 р. / затверджено наказом Міністерства фінансів України від 31.01.2024 № 43. URL : https://mof.gov.ua/storage/files/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%B3%D1%80%D0%B0%D0%BC%D0%B0_%D1%83%D0%BF%D1%80%D0%B0%D0%B2%D0%BB%D1%96%D0%BD%D0%BD%D1%8F_%D0%B4%D0%B5%D1%80%D0%B6%D0%B0%D0%B2%D0%BD%D0%B8%D0%BC_%D0%B1%D0%BE%D1%80%D0%B3%D0%BE%D0%BC_%D0%BD%D0%B0_2024_%D1%80%D1%96%D0%BA.pdf