

В. В. Лісовенко, Л. Я. Бенч, О. І. Бец

ДЕРЖАВНИЙ БОРГ: КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ТА МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ

Стаття присвячена дослідженню державного боргу як результативного показника функціонування системи державного кредиту. Розкрито суспільне призначення, особливості, функції та роль державного кредиту. Розглянуто сучасні концепції державного боргу в зарубіжній і вітчизняній фінансовій думці. Проведено оцінку взаємозв'язку державного боргу та фіскальних індикаторів у контексті забезпечення фіскальної стійкості та макрофінансової стабільності. Проаналізовано взаємозв'язок державного боргу та монетарних індикаторів, а також вплив боргу на інфляційні процеси й цінову стійкість у контексті забезпечення монетарної стабільності та макроекономічної рівноваги. Запропоновано напрями вдосконалення боргової політики України.

Ключові слова: державний борг, боргова політика, управління державним боргом, державний кредит.

Рис. 3. Табл. 1. Літ. 52.

В. В. Лісовенко, Л. Я. Бенч, А. І. Бец

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ: КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

Статья посвящена исследованию государственного долга как результативного показателя функционирования системы государственного кредита. Раскрыты общественное назначение, особенности, функции и роль государственного кредита. Рассмотрены современные концепции государственного долга в зарубежной и отечественной финансовой мысли. Проведена оценка взаимосвязи государственного долга и фискальных индикаторов в контексте обеспечения фискальной устойчивости и макрофинансовой стабильности. Проанализирована взаимосвязь государственного долга и монетарных индикаторов, а также влияние долга на инфляционные процессы и ценовую устойчивость в контексте обеспечения монетарной стабильности и макроэкономического равновесия. Предложены направления совершенствования долговой политики Украины.

Ключевые слова: государственный долг, долговая политика, управление государственным долгом, государственный кредит.

Vitalii Lisovenko, Liliia Bench, Oleksandr Bets

PUBLIC DEBT: A CONCEPTUAL FRAMEWORK AND MACROECONOMIC ASPECTS

The article investigates public debt as an effective rate of the system of public credit. It is solved the public purpose, internal features, functions and role categories of public credit. The modern concepts of public debt investigated in foreign and Ukrainian financial science are revealed. An evaluation of relationship of the public debt and the fiscal indicators in the context of fiscal sustainability and macro-financial stability is conducted. It is analyzed the relationship of the public debt and the monetary indicators, as well as the influence of debt on inflation and price sustainability in the context of ensuring monetary stability and macroeconomic equilibrium. Directions of the debt policy improvement in Ukraine are suggested.

Keywords: public debt, debt policy, public debt management, public credit.

JEL classification: H50, H60, H63, H81.

© Лісовенко В. В., Бенч Л. Я., Бец О. І., 2014

Розвиток економіки України сьогодні відбувається у складних, неординарних умовах кризи державних фінансів і грошово-кредитної системи, значного послаблення фінансової стійкості й рівноваги, серйозних внутрішніх і зовнішніх викликів. Усе це знаходить відображення в падінні ВВП, загальному дефіциті торговельного й платіжного балансів, фінансових ресурсів на макро- й мікрорівні, зростанні інфляції, бюджетного дефіциту та державного боргу. Для виходу з гострої кризи, реформування та реструктуризації економіки й фінансів, макрофінансової стабілізації необхідні рішучі дії, відповідні обсяги грошових ресурсів. У цих умовах потрібно задіяти всі реальні джерела фінансування. Проте нині фактично єдиним можливим виходом із цієї складної ситуації, оптимальним методом покриття дефіциту фінансових ресурсів є залучення коштів за рахунок системи боргових фінансів. Ефективне використання державного кредиту дає змогу реально протриматися державі, розв'язати першочергові поточні проблеми, збалансувати потреби теперішнього й майбутнього розвитку шляхом розширення фінансових можливостей фіскалу.

Державний борг, як результат руху позикового капіталу в системі державного кредиту, став постійною, іманентною складовою державних фінансів та важливим інструментом макроекономічного регулювання. Разом із тим останніми роками в Україні використання залучених фінансових ресурсів на поточні видатки бюджету, підвищення вартості запозичень в умовах економічної рецесії та кризи призвело до загрозливого зростання державного боргу й витрат на його обслуговування. Таким чином, державний борг трансформувався у вагомий чинник ризику для макрофінансової стабільності та подальшого розвитку країни.

Належне місце в розробці проблем державного кредиту та державного боргу посідають праці українських учених М. Алексеєнка, М. Богачевського, Т. Богдан, М. Бунге, І. Лютого, П. Мігуліна, М. Мітіліно, В. Суторміної, В. Степаненка, В. Твердохлебова, Г. Тіктіна, В. Федосова [1—13] та ін. Серед сучасних західних економістів вагомий внесок у дослідження проблеми державного кредиту зробили Р. Барро, Л. Болл, Дж. Б'юкенен, П. Годме, Дж. Кейнс, А. Лернер, Р. Масгрейв, Ф. Модільяні, К. Райнхарт, К. Рогофф, Дж. Стігліц, Дж. Тобін, М. Фрідмен та ін. [14—28].

Утім, у фінансовій літературі не достатньо наукових досліджень, присвячених теоретико-методологічним засадам державного кредиту та державного боргу. Ґрунтовно не вивчені й належною мірою не висвітлені природа та особливості державного кредиту, його сутність як складної й багатогранної фінансової категорії, а також інструменту розширення фіскальних можливостей держави та збалансування потреб суспільства й ресурсів бюджету. У наукових публікаціях радянського й пострадянського періодів державний кредит трактувався переважно як технічний інструмент для покриття дефіцитів бюджетів, що виникали внаслідок зростання витрат, пов'язаних із мілітаризацією.

Тобто в дослідженнях немає достатньої й переконливої наукової аргументації, що державний кредит є фінансовою категорією та вихідною домінантою для формування державного боргу, не з'ясовано його суспільне призначення, внутрішньо притаманні йому специфічні функції. Проте без глибокого розкриття цих питань неможливо визначити теоретичні засади й сутність державного боргу та відповідно побудувати ефективну й раціональну боргову політику держави. У зв'язку з цим дослідження проблематики державного боргу заслуговує на особливу увагу з позицій як економічної теорії, так і фінансової практики.

Державний борг є наслідком функціонування системи державного кредиту. Категорія державного кредиту — вихідною для розуміння глибинної внутрішньої сутності державного боргу. Державний кредит — складова категоріального апарату фінансової науки (державний борг — понятійного). Державний кредит є складною фінансовою категорією, котра в еволюційному контексті виникла зі збільшенням ролі й значення державних фінансів, зокрема бюджетів, набуттям ними публічності та прозорості.

Суспільне призначення державного кредиту полягає в розширенні фінансових можливостей фіску за рахунок використання специфічного кредитного інструментарію для забезпечення ресурсами, необхідними для виконання економічних, соціальних і політичних функцій. Потреба в державному кредиті зумовлена тим, що держава у своїй діяльності здебільшого виходить із меж фіскальних можливостей, забезпечуваних податками. Задовольнити зростаючі потреби суспільства лише за рахунок податків досить складно, тому завданням фіску є пошук альтернативних методів фінансування потреб бюджету. До таких методів належить монетарне й позикове фінансування. Фінансування дефіциту за рахунок емісії грошей, як правило, призводить до інфляції, тому монетарне фінансування дефіциту бюджету доцільно використовувати в обмежених розмірах, за певних умов та в короткостроковому періоді. Позики є привабливішим методом фінансування бюджетних видатків порівняно з грошовою емісією. Випуск позик дає змогу уряду покрити дефіцит бюджету та розширити фінансування соціально-економічних програм. Однак за певних умов боргове фінансування державних потреб може мати й негативні наслідки (витіснення приватних інвестицій, підвищення норми процента тощо), коли потрібно визначати оптимальні розміри державних запозичень та ефективно використовувати залучені кошти. Отже, подолати бар'єр між наявними коштами і додатковою потребою в них надає можливість державний кредит, за допомогою якого грошові кошти, запозичені на ринку позикових капіталів, задіюються державою, розширюючи тим самим її фінансові ресурси.

Державний кредит є специфічною категорією та поєднує властивості двох видів грошових розподільних відносин: фінансів і кредиту. Як один із видів кредиту державний кредит повинен передбачати умови платності, терміновості й поверненості. Саме економічна могутність держави та реальна вічність її

існування дають змогу позичати кошти без застави й на найвигідніших умовах на ринку. При цьому важливою умовою є довіра до держави як найнадійнішого позичальника. Система державного кредиту припускає безплатне кредитування, коли сторони керуються позафінансовими мотивами в політичних, стратегічних та інших цілях.

Державний кредит має спільні риси з банківським і комерційним кредитами, проте має певні відмінності: по-перше, він обслуговує не приватні, а загальнодержавні, національні інтереси незалежно від ролі, в котрій виступає держава, — боржника чи кредитора; по-друге, держава як юридична особа може проводити, по суті, безстрокові кредитні операції, оскільки час кредитної дієздатності держави практично необмежений.

Як категорія фінансів державний кредит виконує своє суспільне призначення — розширення фінансових можливостей фіска за рахунок використання специфічного кредитного інструментарію, котре реалізується в балансувальній і контрольній функціях. Державний кредит слугує джерелом покриття дефіциту бюджету, тобто за його рахунок збалансовуються доходи й витрати бюджету. У системі державного господарства такий кредит за рахунок запозичених ресурсів збільшує можливості держави для задоволення суспільних потреб, які не можна й недоцільно фінансувати за рахунок податків. Державний кредит дає змогу збалансувати в часі державні витрати та податкові надходження. Визначаючи розмір податкового тягаря, держава повинна керуватись як фінансовими, так і суспільно-політичними інтересами й завданнями. Обсяг суспільних благ, що надаються індивідам, повинен бути співрозмірним із податковим тягарем, прийнятним для платників. У ідеалі необхідним є досягнення компромісу між інтересами платників податків, споживачів колективних послуг та державою.

Видатки бюджету зростають зі збільшенням ролі та значення держави в соціально-економічних процесах. В. Парето пояснював зростання державних видатків пріоритетом вигід споживачів суспільних благ, котрі отримують їх за рахунок коштів бюджету, над інтересами платників податків. Особливо потреби фіска зростають у країнах із демократичним механізмом прийняття рішень — цьому сприяють преференції як політиків, так і бюрократії. Можливості оподаткування є обмеженими політичними й економічними чинниками. Політична межа оподаткування проявляється в масовому незадоволенні платників, тиску на парламентарів та підтримці політичних партій, що декларують зниження податкового тягаря. Податки не повинні деструктивно впливати на відтворювальні процеси й накопичення капіталу. При підвищенні податкових ставок досягається вершина кривої Лаффера, тобто обсяги податкових надходжень є максимальними. Наслідками подальшого зростання податкової експансії фіска буде розширення тіньового сектору, вивіз капіталів за кордон та розвиток держави-левафана. Тому держава застосовує борговий метод фінансування видатків. Тобто кредит надає державі унікальну

можливість збалансувати потреби теперішнього та можливості майбутнього, забезпечити нинішньому поколінню значно більший обсяг благ і послуг, які вона може оплатити за рахунок податків. У цьому виявляється притаманна державному кредиту функція збалансування потреб держави й можливостей фіску в їх задоволенні.

Контрольна функція державного кредиту є іманентною складовою контрольної функції фінансів, у основі котрих — рух грошових потоків, що відображає обмін, розподіл і перерозподіл вартості та якому внутрішньо притаманний контроль цих процесів. Основою державного кредиту є рух позикового капіталу, котрий включає контроль надходження, використання й повернення запозичених коштів. Держава, залучаючи ресурси на принципах платності, строковості та поверненості, повинна забезпечити можливості для повернення боргу й виплати процентів. Тобто принципи організації кредитного господарства передбачають ефективне використання залучених коштів, що об'єктивно включає також контроль цього процесу. Загалом контролюється цільове використання залучених коштів, терміни повернення та своєчасність виплати процентів. Ефективна система контролю надходження, використання й повернення позикового капіталу дає змогу фіску раціонально застосовувати державний кредит як інструмент розширення фінансових можливостей держави.

З'ясувавши суспільне призначення, риси й функції державного кредиту, можна сформулювати таке його визначення: це сукупність економічних відносин, що виникають між державою як позичальником і кредиторами — фізичними, юридичними особами (фінансово-кредитними установами, корпораціями), іноземними урядами та міжнародними фінансовими організаціями в процесі формування загальнодержавного фонду грошових ресурсів.

Категорії державного кредиту притаманні ознаки фінансової послуги. Держава виступає посередником між інвесторами — покупцями державних облігацій та виробниками благ і послуг, які отримують акумульовані за рахунок кредитних операцій кошти. Держава в системі такого кредиту надає послуги двом сторонам кредитної угоди, мінімізує ціну послуги як найнадійніший посередник, розподіляє ризики власників державних цінних паперів. У сучасній фінансовій науці обґрунтування тези про те, що категорії державного кредиту притаманні ознаки фінансової послуги, підкріплюються положеннями, зокрема, теорій інституціоналізму та суспільних потреб і послуг.

Державний кредит слугує інструментом перерозподілу фінансових ресурсів між сферами, галузями, регіонами. Держава як посередник акумулює кошти та спрямовує їх у перспективніші сфери, розвиток котрих сприятиме соціально-економічному піднесенню країни та зростанню добробуту населення. Виступаючи посередником, держава надає послуги як інвесторам, мобілізуючи їхні кошти, так і виробникам певних благ, кредитуючи їхні проекти. Залучені державою кошти за допомогою позик можуть використовуватися для фінансування й соціально-економічних проектів, й інвестиційних програм.

У системі державного кредиту держава як посередник сприяє зменшенню ризиків двох сторін позикової операції. Для інвесторів вкладення коштів у державні облігації є найменш ризикованим, гарантується високим ступенем довіри до держави. Для виробників благ і послуг держава гарантує ризики сплати боргу у вигляді податкових платежів. Виступаючи посередником на фінансовому ринку, держава зменшує трансакційні витрати суб'єктів ринку. Великі трансакційні витрати призводять до зростання вартості послуг у фінансовому секторі та підвищення рівня процентної ставки. Трансакційні витрати у фінансовому секторі країн із трансформаційною економікою значно більші, ніж у країнах із розвинутою економікою, що пов'язано з недостатнім рівнем розвитку інституційного середовища та значною кількістю угод у тіньовому сегменті ринку. Зазначене зумовлює високу вартість фінансових послуг. Тому держава, виступаючи посередником у системі державного кредиту, сприяє зниженню ризиків і трансакційних витрат, що загалом зменшує ціну фінансових послуг. Це особливо важливо для України, коли в умовах недостатнього інституційного забезпечення фінансового сектору ціна послуг вища, а якість значно нижча порівняно з розвинутими країнами.

Державний кредит у його основній формі (державних позик) є антиципацією податків, тобто авансованим вилученням податків, їх випередженням. Функціонування системи державного кредиту не можливе без податків: вони забезпечують державі можливість розплатитися з кредиторами за первісною сумою боргу та виплатити проценти за користування позикою. Досліджуючи категорію державного кредиту, вчені приділяли особливу увагу механізму антиципації. П. Леруа-Больє з цього приводу писав, що борги можуть розглядатись як авансовані податки, це послуга, надана власниками капіталів державі, якій терміново необхідно було фінансувати певні потреби; така ж послуга надана й платникам податків, котрі відразу не могли сплатити необхідну їм суму [29, с. 524]. М. Орлов стверджував: властивістю податку є насилля, а властивістю позики — свобода [30, с. 107]. К. Маркс підкреслював, що податкова система є необхідним доповненням системи державних позик [31, с. 766]. К. Дітцель пов'язував граничні розміри державної заборгованості з пороговою величиною податкового тягаря [32, с. 68]. Центральним питанням теорії державного кредиту є визначення порогової величини податкового тягаря на конкретному етапі соціально-економічного розвитку країни та граничні розміри державних запозичень. Як наголошував М. Орлов, уся наука фінансів складається з того, щоб цих два методи фінансування, тобто податки й позики, поставити в цілковиту рівновагу таким чином, щоб податки не перешкоджали позикам, а позики полегшували податки [30, с. 27]. Реалізація цієї ідеї й на сьогоднішній день є досить складним завданням як для теорії, так і для практики. Так, сучасний американський учений Г. Роузен підкреслює, що проблема вибору між боргом і податками для фінансування видатків бюджету є одним із фундаментальних питань суспільних фінансів [33, с. 455]. Наразі вирішальною при

залученні державних позик є величина потенційних податкових надходжень, за рахунок яких держава могла б виконати свої боргові зобов'язання (проценти та основна сума боргу). У світовій практиці показник поточної потреби в погашенні й обслуговуванні боргу розраховується як частка податкових доходів бюджету, допустима величина котрого становить 25 %.

У свою чергу, державні позики чинять зворотний вплив на зростання податків. Із розвитком економіки відбувається дедалі більше нагромадження позикового капіталу, що надає державі можливість у зростаючих розмірах позичати гроші на певний термін. При розміщенні державних позик відбувається купівля позикового капіталу як товару. Такий капітал, котрий акумулює вільні, незадіяні грошові капітали, є найбільш рідкісним і затребуваним товаром. Джерелами формування грошових капіталів є капітали, що тимчасово вивільняються в процесі кругообігу грошових коштів юридичних осіб, та вільні грошові ресурси населення. Держава, переважно в добровільній формі, залучає частину вартості, яка втілена в позиковому капіталі, тобто частину суспільного капіталу, що відокремився [34, с. 33].

Позиковий капітал є товаром особливого виду, оскільки його споживча вартість, на відміну від споживчої вартості інших товарів, полягає в здатності приносити прибуток. Саме створення доданої вартості за рахунок використання позикового капіталу в ролі капіталу відрізняє позикові капітали від грошей, котрі є засобом обігу. Позиковий капітал є капіталом-власністю, який трансформується в капітал-функцію. Він передається в тимчасове користування, при цьому власність на капітал відокремлюється від його функціонування: капітал, що функціонує, здійснює кругообіг у певному продуктивному циклі, а як капітал-власність ця сама сума вартості належить власнику позикового капіталу [35, с. 67]. Власники такого капіталу отримують від держави плату у вигляді процента, котрий є частиною позикового капіталу в національному доході [34, с. 33]. Рух такого капіталу можна виразити формулою $G - G'$, тобто гроші, надані в позику, повертаються їхньому власнику з процентами. Рух позикового капіталу в системі державного кредиту, як і приватного, відображається в грошових потоках, котрі функціонують протягом певних термінів, що призводить до формування державного боргу. Грошові потоки в системі державного кредиту треба досліджувати в їх русі, а не в статичному стані. Саме рух грошових потоків у різних періодах часу формує заборгованість держави.

Отже, дослідження сутності категорії державного кредиту дає змогу зрозуміти роль і значення державного боргу як фінансового результату функціонування системи державних позик. Державний борг є результатом кредитних відносин, що виникають у зв'язку з рухом грошових потоків позикового капіталу в часі. Існування державного боргу є результатом вибору фіском кредитного механізму фінансування суспільних потреб. Відповідно, державний борг як наслідок функціонування системи державного кредиту відображає заборгованість за термінами, кредиторами, процентними ставками, видами державних

цінних паперів. Залежно від того, як використовується залучений капітал — продуктивно, коли він приносить прибуток і додану вартість, чи непродуктивно, коли капітал витрачається на поточні потреби, — формується відповідний державний борг. Тобто останній може відображати як фіаско держави, так і її могутність. У разі нераціонального використання державного кредиту та неефективного спрямування залучених коштів державний борг трансформується в непосильний тягар як для фінансів держави, так і для економіки загалом. Ще М. Орлов, перший апологет державного кредиту й боргу, стверджував: “Борг державний повинен бути співрозмірний із силами держави, й лише за умови такої співрозмірності він може бути для народу джерелом могутності та багатства; однак якщо від легкості позик народжуються розкіш і марнотратність, якщо в мирний час та на звичайні витрати будуть спрямовуватися кошти, призначені для надзвичайних видатків, то участь кредитної системи буде подібна участі системи податків, з тією лише різницею, що зловживання податками можна виправити кредитом, а зловживання кредитом нічим не може бути виправлене. Таке нещастя стається тоді, коли сплата процентів за державним боргом стає обтяжливою й неможливою, і цим визначаються межі державного кредиту” [30, с. 127]. Тобто вибір суспільством держави як позичальника є раціональним лише за умови, що державні запозичення сприятимуть підвищенню загальної економічної ефективності, забезпеченню справедливого розподілу доходів між індивідами, а отже, суспільному добробуту.

Саме використання потенціалу боргових фінансів дало змогу подолати негативні наслідки кризи 2008—2010 рр. та забезпечити умови для відновлення економічного зростання в більшості країн світу. Водночас унаслідок боргового фінансування безпрецедентних за обсягами програм стимулювання економіки й фінансового сектору в багатьох країнах істотно зросла державна заборгованість. У 2013 р. у країнах із розвинутою економікою державний борг сягнув 107,1 % ВВП, а в країнах із ринками, що формуються, — 34,9 %. У 2014—2015 рр. розмір державного боргу прогнозується відповідно на рівні 107,1 і 106,9 % ВВП для країн із розвинутою економікою та 33,7 і 33,0 % ВВП для країн із ринками, що формуються [36]. Значні показники державного боргу протягом доволі тривалого періоду пояснюються масштабом шоку та повільним відновленням економік, що зумовлено негативним впливом невизначеності економічної політики й вразливості фінансового сектору. Стабілізація боргової ситуації в найближчій перспективі та зменшення боргового навантаження залишається пріоритетним завданням фіскально-бюджетної політики. Незважаючи на помітний прогрес у відновленні стійкості державних фінансів завдяки заходам бюджетної консолідації, бюджети залишаються досить вразливими. Тому заходи бюджетної консолідації, спрямовані на зниження рівня державного боргу, мають першочергове значення в системі макрофінансової стабілізації. Високий рівень державного боргу, навіть стабільний, уповільнює потенційне зростання, обмежує можливості дискреційної політики

в майбутньому та збільшує ризики вразливості економіки до нових шоків ринку. За результатами останніх досліджень науковців, зокрема Е. Балдассі й М. Кумара [37], К. Райнхард, В. Райнхарда та К. Рогоффа [38], високий рівень боргу призводить до збільшення процентних ставок і уповільнення зростання. Більшість досліджень виявили, що державний борг понад 80—90 % ВВП негативно впливає на економічне зростання, скорочуючи його на 0,15—0,20 % на кожні 10 % ВВП [39]. Високий рівень боргу збільшує ризики державних фінансів щодо майбутніх потрясінь на фінансових ринках, підвищує очікування економічних суб'єктів щодо зростання процентних ставок за державними запозиченнями.

Для багатьох країн із розвинутою економікою дотримання 1 % первинного профіциту, досягнутого на сьогоднішній день, дасть змогу знизити рівень боргу до 60 % ВВП до 2030 р. [39]. Однак дотримання такого профіциту до 2030 р. є складним завданням. Нині третина країн із розвинутою економікою, на які припадає близько 40 % світового ВВП, мають серйозні проблеми з реалізацією заходів податково-бюджетної політики. Хоча досягти досить високого первинного профіциту, а потім зберегти його протягом тривалого періоду буде важко, альтернативних швидких рішень не існує. Високий рівень інфляції, покликаний зменшити реальну вартість боргу, або реструктуризація останнього призведуть до чималих і довгострокових економічних та соціальних витрат, тому такими варіантами не варто часто користуватися. Приватизація державних активів сприяє процесу коригування, проте обсягу активів, що реалізуються в більшості країн із розвинутою економікою, не достатньо для істотного зниження боргу. Масштаби бюджетної консолідації, якої потребує більшість країн, залежать від її першочергових умов, кінцевих цілей і макроекономічних умов у проміжний період. Утім, для зниження коефіцієнтів боргу вкрай важливо зберігати мінімальну різницю між процентною ставкою за державними запозиченнями й темпами економічного зростання. Варто підкреслити, що нині потрібні нові підходи для подолання високого рівня державної заборгованості та мінімізації негативних наслідків боргів, що вимагає пошуку й вироблення нової парадигми використання боргових фінансів, основою якої повинна бути теоретична доктрина, котра відповідає сучасним викликам і потребам часу.

Теоретичне обґрунтування державного боргу змінювалося залежно від панівної концепції ролі й значення державного сектору та держави загалом. Основою теорій державних фінансів до початку ХХ ст. був принцип бездефіцитного бюджету, існування державних боргів засуджувалося. Посилення ролі держави як суспільного інституту, що призвело до розширення її соціально-економічних функцій, вимагало збільшення державних витрат. Постала потреба в теоретичному обґрунтуванні розвитку державного сектору й держкредиту зокрема.

Теорія Дж. Кейнса заперечувала доцільність саморегулювання економіки. Учений запропонував державу на роль інституту поліпшення функціонування

господарського механізму. Основний урок кейнсіанства полягає в тому, що фінансова політика за рецептами Дж. Кейнса дала змогу розв'язати проблеми кризових, післякризових, воєнних і післявоєнних труднощів у країнах Заходу в першу чергу за рахунок дефіцитного фінансування при відповідному нарощуванні державної заборгованості. Тобто вчення Дж. Кейнса мало ситуаційний характер, було пристосоване до статички кризових явищ. А коли цей період минув, як і гостра потреба в державному втручанні в економіку, знадобились інші ідеї, котрі теоретизували б динаміку ринкової економіки вже без надмірної державної регламентації.

Теорії неокласиків заперечують втручання держави в економіку, засуджують збільшення державних видатків, державної заборгованості. Так, на переконання М. Фрідмена, державне втручання слід обмежити лише грошовою сферою. Неокласики та їхні послідовники Р. Барро, Дж. Б'юкенен, Р. Масгрейв теоретизували реалізацію інтересів індивідумів і суспільства за умов зростання державного боргу. Дж. Б'юкенен, Р. Масгрейв, Ф. Модільяні та ін. наголошують, що державний борг є тягарем для країни, який полягає в додатковому оподаткуванні, необхідному для обслуговування державної заборгованості. Тобто державний борг, як і приватний, скорочує споживання, а отже, й добробут громадян.

Вплив боргу на накопичення капіталу досліджується також у працях Г. Менк'ю, Д. Елмендорфа та Л. Болла. Зокрема, за допомогою економічної моделі Г. Менк'ю [40] можна кількісно оцінити витіснення приватного капіталу та, як наслідок, зниження національного виробництва. Таким чином, тягар боргу перекладається на майбутні покоління у вигляді зменшеного запасу капіталу та зниження виробничого потенціалу. Натомість Р. Барро наголошує на нейтральності державного боргу, стверджуючи, що спосіб фінансування державних витрат — за рахунок податків чи позик — жодним чином не впливає на добробут індивідів, тому борговий і податковий методи фінансування видатків бюджету є ідентичними [41]. Російський учений Б. Альохін резюмує: після рикардіанської еквівалентності в трактуванні Р. Барро в академічній літературі не з'явилося принципово нових теоретичних концепцій боргу [42, с. 145]. У сучасній фінансовій науці головна увага приділяється дослідженню прагматичних засад боргової політики, визначенню оптимальних розмірів державного боргу, наслідків позикового фінансування державних видатків, мінімізації боргових ризиків. Питання державного кредиту та боргу вивчаються переважно в контексті проблеми забезпечення фіскальної стійкості країн.

В основу сучасних теоретичних концепцій державного кредиту й державного боргу покладено своєрідний синтез та водночас протистояння кейнсіанської й неокласичної концепцій. Слід зазначити, що на сьогодні відбувся майже повний симбіоз, синтез ідей двох провідних наукових економічних шкіл світу. Тепер найважливішими з проблематики державного боргу є питання, пов'язані насамперед із теоретико-методологічними засадами функціонування

державного кредиту, перекладанням тягара заборгованості на майбутні покоління; методами фінансування бюджетного дефіциту (позики чи інфляційний податок); дією ефекту заміщення; формуванням державних фінансових пірамід; взаємозалежністю державного боргу та інфляції тощо.

На особливу увагу заслуговує внесок в теорію і практику функціонування державного кредиту української класичної школи державних фінансів середини XIX — початку XX ст., здобутки якої були на рівні передових ідей світової фінансової науки. Видатні вітчизняні вчені-фінансисти М. Алексеєнко, М. Бунге, П. Мігулін, І. Патлаєвський, І. Тарасов, М. Мітіліно, Г. Тіктін, В. Твердохлебов, Г. Цехановський та ін. вивчали теоретичні засади і джерела фінансування потреб держави, особливе місце серед яких посідає державний кредит. Досліджуючи генезис формування доходів держави, вчені підкреслювали, що вона мобілізує ресурси для покриття видатків за допомогою найбільш ефективних і прийнятних методів за даних умов.

Учені вивчали питання державного кредиту як інструменту фінансування потреб держави. Дефініція державного кредиту розглядалася ними в контексті невід’ємної складової державного фінансового господарства. Державний кредит вже не розглядається як форма надзвичайних фінансових ресурсів. М. Мітіліно, характеризуючи ознаки державного господарства, підкреслював: “маючи фінансову владу, держава може збільшувати доходи свого господарства коштом приватних господарств, примусово стягуючи з них потрібні кошти. З другого боку, володіючи величезним майном, що забезпечує її зобов’язання, держава може збільшувати свої ресурси через державні позики” [43, с. 145]. І. Патлаєвський також наголошував, що “раніше кредит вважали надзвичайним джерелом доходу..., але в наш час, коли державний кредит у європейських народів набув характеру системи, він, вочевидь, не повинен уже вважатися надзвичайним джерелом, а скоріше правильною, постійною, органічною частиною державного господарства” [44, с. 126].

Українські вчені-економісти середини XIX — початку XX ст. обґрунтовували особливості державного кредиту як категорії, котрій притаманні ознаки фінансової послуги, продовживши дослідження німецької економічної школи. Зокрема, М. Бунге стверджував, що в державних позиках уряд виступає посередником між капіталістами й тими особами, які виплачують кредит і проценти [45, с. 78]. А. Ісаєв під державним кредитом розумів сукупність мінових угод, у котрих обмін рівних цінностей здійснюється не в один і той самий час та де боржником виступають держава або одиниці самоврядування [46, с. 393].

Концептуальним питанням досліджень учених-фінансистів були розміри державних запозичень і напрями використання залучених коштів. Вони доводять, що від ефективності використання залучених державою коштів і залежать розміри боргу. Спеціалізація позик (продуктивні чи непродуктивні) є дуже важливою при визначенні процента, особливо за можливості його зменшення. “Якщо віритель знає, що його капітал буде використовуватися, наприклад,

на будівництво й функціонування залізниці, він може погодитися також на отримання меншого доходу, адже повернення його капіталу гарантується не лише моральними якостями уряду, а й продуктивними силами народу, існуванням діючого консолідованого фонду, котрий приносить дохід”, — стверджував М. Бунге. При цьому він підкреслював, що непродуктивне використання позички знищує капітал, переданий кредитом; випущені облігації можуть становити цінність уявну, якщо податки не створюють належного забезпечення [45, с. 85].

Загалом учені підтримували тезу про доцільність державних запозичень для фінансування інвестиційних проектів, котрі принесуть прибуток, за рахунок якого будуть повернені кошти з процентами. Більшість учених підтримувала й фінансування соціальних проектів за рахунок позик. Якщо благами, створеними в результаті реалізації державних програм і проектів, користуватимуться декілька поколінь, то їх фінансування лише за рахунок податків означає надмірне оподаткування нинішнього покоління. Перевагу позикового фінансування проектів, вигідних також майбутнім поколінням, підкреслюють М. Алексєєнко, М. Мітіліно, І. Тарасов та інші вчені. Варто зауважити, що дискусія щодо меж і наслідків боргового фінансування триває й сьогодні.

Загалом у працях учених домінувала теза про необхідність комплексного й системного підходу до використання державного кредиту на потреби державного господарства. Як зазначав В. Твердохлебов, державний кредит є головним джерелом економічного прогресу за умови мудрої передбачуваності уряду. І. Тарасов стверджував, що позитивне чи негативне значення державного кредитного господарства за подальшого його розвитку безпосередньо залежить від того, чи передуватиме цьому розвитку радикальна реформа всієї системи податків та її характеру [47, с. 376]. Тобто використання державного кредиту залежить від здатності влади оцінити необхідність залучення коштів за рахунок позик, а не за рахунок підвищення податків, ефективно використати залучені кошти, щоб не переобтяжити країну та наступні покоління надмірним боргом. Ця думка залишається актуальною для науки і практики державних фінансів більшості країн світу.

Вітчизняна фінансова наука, котра довгий час базувалася на ідеологізованих класових теоріях, до 1990-х років однобоко вивчала проблему державного кредиту, що стримувало її розвиток. Радянська ідеологія штучно звужувала можливості адекватного наукового аналізу фінансової сфери, якщо це стосувалося теоретичних і прагматичних проблем розвитку фінансів капіталістичних держав. Однак науковці завжди намагалися об’єктивно й неупереджено розкривати природу та зміст фінансових категорій і процесів. Навіть в умовах ідеологічного тиску, штучного обмеження творчої думки у радянський період українські й російські вчені-економісти, такі як Б. Богачевський, Б. Болдирев, Л. Дробозіна, Л. Красавіна, В. Степаненко, В. Суторміна, В. Федосов, зробили значний внесок у розвиток вчення про фіскально-бюджетну політику та державний кредит і борг.

У радянській фінансовій науці теорія державного кредиту ґрунтувалася на положенні про переваги соціалістичних фінансів над фінансами капіталістичних країн. Проблеми державного кредиту вивчалися переважно в контексті державних фінансів. Одним із українських учених, котрі присвятили свої дослідження проблемам державного кредиту та боргу, є М. Богачевський, який у 1969 р. опублікував працю “Державний кредит у капіталістичних країнах”. У цій праці ним розглянуто особливості використання державного кредиту в капіталістичних країнах, переваги й недоліки боргового фінансування бюджетного дефіциту, узагальнено погляди зарубіжних учених і теоретичні концепції державного кредиту. М. Богачевський називає державний кредит у капіталістичних країнах специфічною формою руху позикового капіталу, що супроводжується невиробничим використанням залучених коштів і збільшенням оподаткування населення [2].

В. Степаненко, В. Суторміна та В. Федосов, характеризуючи завдання бюджетної політики в капіталістичній економіці, наголошують, що “мета фінансової політики полягає не в тому, щоб збалансувати бюджет, а щоб збалансувати економіку в цілому. Дуже важливо, щоб уряд міг вільно використовувати бюджетні надлишки і дефіцит при координації бюджетної політики з метою запобігання виникнення надлишкового чи недостатнього попиту в приватному секторі” [48, с. 231].

Зусиллями В. Федосова вперше в СРСР було видано підручник “Державні фінанси”, де гостро поставлені питання кризового стану радянської економіки 1980-х років, що проявилось в розбалансованості фінансів, загостренні таких соціально небезпечних проблем, як бюджетний дефіцит і державний борг. У цьому підручнику вперше було зроблено акцент на важливості розв’язання проблем дефіцитності державних фінансів, небезпечності зростання державної заборгованості.

У навчальному посібнику “Фінанси зарубіжних корпорацій” В. Суторміна, В. Федосов та Н. Рязанова досліджують особливості державного кредиту як форми руху позикового капіталу, особливості боргового фінансування видатків держави, взаємозв’язок державного боргу з іншими макроекономічними індикаторами. Проводячи дослідження в руслі сучасної економічної науки та розвиваючи ідеї українських учених дореволюційного періоду, зокрема М. Бунге, автори посібника підкреслюють, що за непродуктивної спрямованості позик держава використовує гроші як платіжний засіб, а за продуктивного використання вони застосовуються як капітал [34, с. 35]. Питання державного кредиту й боргу, порушені в працях М. Богачевського, В. Степаненка, В. Суторміної, В. Федосова, є актуальними та досліджуються багатьма вченими-економістами незалежної України.

Нині вітчизняна фінансова думка формується як поєднання теорій українських і західних учених. Найбільша увага приділяється нормативно-законодавчому аспекту державного кредиту, дослідження теоретичних питань фактично

перебуває поза увагою вітчизняних економістів. Натомість західна фінансова наука, котра вивчає не лише природу державних позик, а й наслідки використання боргового фінансування щодо всіх складових економічних процесів, поєднує надбання фінансових, економічних і соціальних учень.

Формування державного боргу є невід'ємною складовою функціонування економіки та дієвим інструментом макроекономічного регулювання. Якісні (структурні) й кількісні (динамічні) характеристики формування боргу взаємопов'язані з усіма макроекономічними та макрофінансовими процесами в країні. Відповідно до динаміки макроекономічних і макрофінансових індикаторів (за роки незалежності) можна виокремити три основних етапи формування державного боргу України:

1991—1996 рр. — економічний спад;

1997—2007 рр. — порівняна макроекономічна стабілізація в окремих сегментах економіки й фінансів;

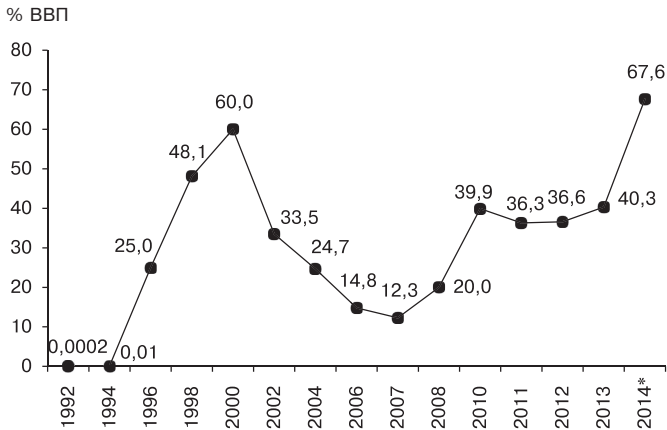
2008—2015 рр. — фінансово-економічна криза та посткризовий період.

Протягом 1991—1996 рр. поєднання експансивної фіскальної й грошово-кредитної політик, значний дефіцит бюджету, його емісійне фінансування призвели до порушення фінансової стійкості, поглиблення інфляційних процесів, що мало загалом деструктивний вплив на макроекономічну й макрофінансову стабільність. Зростання державного боргу, висока вартість і короткі терміни запозичень у цей період зумовили надмірні витрати на його обслуговування та створили загрози для макроекономічної стабільності в наступних періодах.

На етапі порівняної макроекономічної стабілізації (1997—2007 рр.) негативний тренд зростання державного боргу тривав до 2000 р. включно, що в умовах високої вартості й короткостроковості запозичень трансформувало його в загрозу для макрофінансової ситуації. У 2000 р. розмір боргу сягнув критичної позначки — 60 % ВВП (рис. 1).

Наслідками такої політики стали фактичний дефолт держави за борговими зобов'язаннями та розгортання валютної кризи. Довіра до держави як позичальника коштів була надовго втрачена, що відчувається й досі. Зазначене ще більше знизило ефективність боргової політики.

Після 2007 р. нераціональна й кон'юнктура боргова політика тривала. Як наслідок, виникли ще більші ризики порушення макроекономічної та макрофінансової стабільності в країні, які повною мірою проявляються й нині. Така боргова політика доволі швидко вичерпала можливості мобілізації додаткового обсягу фінансових ресурсів, перетворивши державний борг на джерело загроз фіскальній і монетарній стабільності. Через синергетичні негативні ефекти зростання державного боргу та загострення деструктивних процесів у економіці загалом країна опинилася на межі переддефолтного стану. Лише підписання дворічної кредитної угоди stand by з МВФ 30 квітня 2014 р. на суму 17 млрд дол. США та отримання перших двох траншів кредиту МВФ



* Прогнозна оцінка МВФ.

Джерело: Офіційний веб-сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>.

Рис. 1. Державний і гарантований державою борг України в 1992—2014 рр.

(на 3,2 і 1,5 млрд дол.) дають змогу нашій країні фінансувати основні видатки бюджету, уникаючи дефолту. Однак збільшення запозичень в умовах значного економічного спаду призводить до стрімкого нарощення державного боргу, котрий за прогнозами МВФ уже до кінця року становитиме 67,6 % ВВП, що вже за межами критичної позначки у 60 % ВВП. Державний борг досягне піку в 73 % у 2015 р., у 2016 р. очікується його зменшення із 73,4 до 71,1 % ВВП, у 2017 р. — до 66,6 % ВВП, у 2018 р. — до 59,3 % ВВП, а в 2019 р. — до 51,5 % ВВП [49].

Виправдати теперішню ситуацію тільки військовими діями на тимчасово окупованих територіях не можна, оскільки від нової влади вимагається негайне проведення ефективних структурних та інституційних реформ. Залучені кошти в цьому році спрямовуються на фінансування дефіциту бюджету, погашення й обслуговування державного боргу, поповнення резервів Національного банку України, тобто використовуються на поточні потреби фіску, що лише відтерміновує проблеми країни. Тому нагальним завданням є спрямування фінансових ресурсів від міжнародних організацій та іноземних держав на проведення необхідних реформ із метою реального використання боргових фінансів і досягнення макроекономічної стабільності. Без зміни пріоритетів використання потенціалу системи державного кредиту нарощення державного боргу призведе лише до стрімкого погіршення макроекономічної й макрофінансової ситуацій.

Ризики та загрози нарощення державного боргу проявляються передусім у фіскальній і монетарній площині. Проаналізуємо детальніше роль і значення державного боргу як чинника ризику для фіскальної стійкості й макроекономічної стабільності та дослідимо його основні параметри в контексті

монетарної складової макрофінансової стабілізації. Державний борг тісно пов'язаний із фіскальною політикою загалом та з бюджетним дефіцитом зокрема. Основною причиною нарощення державних боргів є дефіцит бюджетів. У останні десятиліття спостерігалось збільшення державних видатків усіх країн із розвинутою економікою, внаслідок чого бюджети країн зводилися з дефіцитом та зростав державний борг. Якщо бюджетний дефіцит зберігається протягом тривалого часу, невпинно збільшуючи розмір державного боргу, то можливості уряду при проведенні стабілізаційної політики знижуються. У таких умовах виплата процентів по державному боргу стає основною статтею видатків державного бюджету. За значних розмірів державного боргу витрати на його обслуговування можуть стати головною або навіть єдиною причиною бюджетного дефіциту. Якщо ВВП є незмінним чи скорочується, а дефіцит бюджету й далі фінансується за рахунок збільшення державного боргу, може виникнути ситуація, коли податкових надходжень не вистачить для виплати процентів по боргу. Отже, для скорочення частки державного боргу до ВВП необхідно забезпечити бюджетний профіцит та перевищення темпів економічного зростання над реальною процентною ставкою.

Ці висновки є підґрунтям теорії фіскальної стійкості, на якій базуються сучасні підходи до боргової політики. Досягнення довгострокової стійкості державних фінансів є пріоритетним завданням бюджетної політики. Під стійкістю слід розуміти платоспроможність, тобто здатність позичальника обслуговувати борг, уникаючи дефолту. Аналіз фіскальної стійкості має на меті показати, якою повинна бути поточна бюджетна політика, щоб держава залишалася платоспроможною в довгостроковій перспективі. Бюджетне обмеження відіграє ключову роль у оцінці державних фінансів, інтерпретації бюджетної політики та передбаченні наслідків окремих шоків для бюджету. Бюджетне обмеження передбачає, що різниця між видатками й доходами держави компенсується відповідною зміною величини державного боргу. Стійкість державних фінансів у довгостроковій перспективі залежить від різниці між ставками за запозиченнями й темпами зростання ВВП ($r - g$). Зазвичай ставки за запозиченнями перевищують темпи економічного зростання. Тому для підтримання стійкого рівня боргу треба підвищувати рівень оподаткування та/або скорочувати видатки на придбання товарів і послуг, а також трансферти приватному сектору, що може істотно зменшувати позитивні короткострокові результати боргового фінансування.

Проведені розрахунки підтвердили, що дефіцит бюджету примножує державний борг в Україні. Відповідно, для обслуговування й погашення боргу, що зростає, необхідно збільшувати величину запозичень та/або податковий тягар, отже, державні запозичення набули форми антиципованих податків. На підставі проведених розрахунків за допомогою економіко-математичного моделювання визначено, що зростання дефіциту бюджету на 1 % призводить до збільшення боргу на 6 %, податкових доходів — на 0,66 %, видатків на

обслуговування й погашення боргу — на 7,38 %, наслідком чого є підвищення бюджетного дефіциту ще на 0,078 %. За таких умов на погашення державного боргу та виплату процентів спрямовується дедалі більша частка доходів державного бюджету і ВВП. Так, у цьому році на ці потреби буде спрямовано 35,5 % доходів державного бюджету, й за нашими прогнозами така тенденція спостерігатиметься в Україні також у 2015 р. (рис. 2). Дефіцит бюджету в поточному році за прогнозами МВФ становитиме 7 % ВВП, що призведе до ще більшого нарощення державних запозичень, збільшення витрат на обслуговування й погашення боргу. Отже, сьогодні державний борг генерує чималі ризики для фіскальної стійкості країни, а здійснення запозичень у значних обсягах в умовах рецесії посилює загрози й ризики для її макрофінансової стабільності.

Державний борг взаємопов'язаний із інструментами монетарно-кредитної політики. Зростання державної заборгованості є однією з причин швидкого збільшення грошової маси та поглиблення інфляції. На сьогодні велика кількість досліджень переважно аргументують взаємозалежність зростання державного боргу та інфляції. Зокрема, Т. Сарджент і Н. Уоллес у статті “Неприємна грошова арифметика” [50] висунули гіпотезу, що в довгостроковій перспективі обслуговування боргу призведе до вищих темпів інфляції, ніж фінансування дефіциту за рахунок емісійних кредитів центрального банку.



* Прогнозна оцінка авторів.

Джерело: Офіційний веб-сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>.

Рис. 2. Динаміка витратів на обслуговування й погашення державного боргу в Україні у 2000—2015 рр.

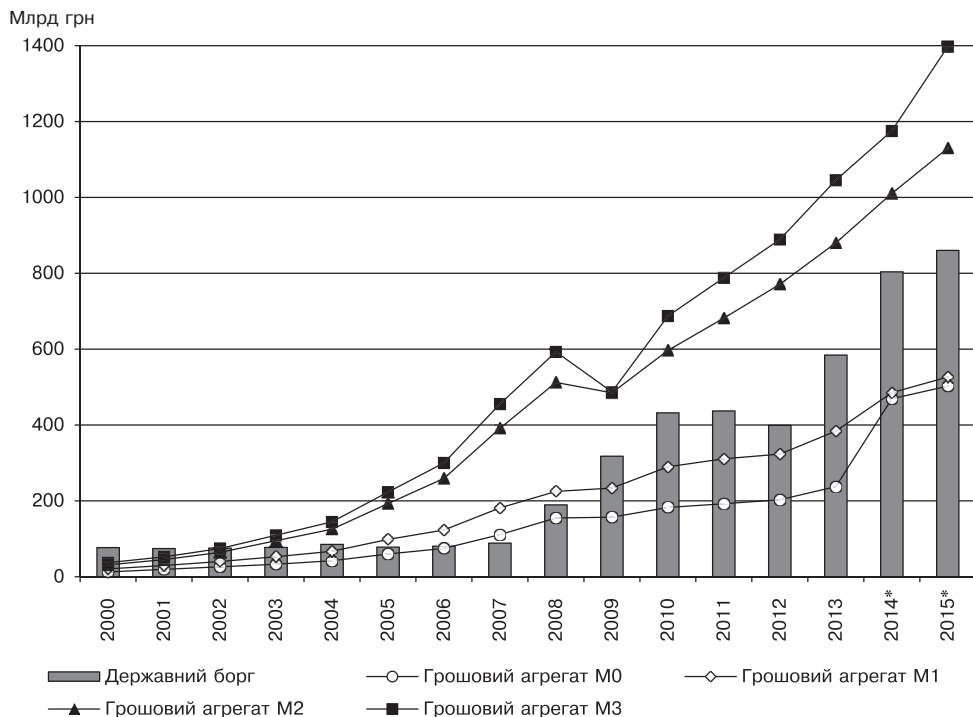
Тобто, на їхню думку, інфляція стає явищем фіскальним, а не монетарним, як аргументував М. Фрідмен. Зазначене підтверджується емпіричними дослідженнями. Зокрема, Л. Катайо і М. Терронес, проаналізувавши статистичні дані за 1970—2001 рр. країн із ринками, що формуються, та країн із перехідною економікою, виявили сильну позитивну залежність між фіскальним дефіцитом та інфляцією [51, с. 14]. У цих країнах недостатній рівень надходження податків, політична нестабільність, обмежений доступ до зовнішніх кредитів.

Однак окремі вчені заперечують залежність між дефіцитом, боргом та інфляцією. Наприклад, В. Б'юітер стверджує, що збільшення державного боргу не призводить до пропорційного зростання темпів інфляції, а частково компенсується зниженням ринкової вартості боргу [52, с. 34, 35]. Незважаючи на суперечності в поясненні динаміки темпів інфляції (монетарного чи немонетарного її походження), сучасні теоретичні підходи до аналізу взаємозв'язку фіскальної й монетарно-кредитної політики дали змогу сформулювати доволі узгоджений напрям економічної науки щодо фіскальної дисципліни як передумови монетарної стабільності. На сьогодні загально визнаним є положення про те, що для запобігання надмірним витратам на обслуговування боргу потрібна інституційна узгодженість між центральним банком і міністерством фінансів щодо обсягів монетизації державного боргу.

На основі проведеного аналізу взаємозв'язку грошових агрегатів і державного боргу у 2000—2015 рр. в Україні зроблено висновок, що найбільший вплив на фінансову ситуацію чинять грошові агрегати М0 та М1 (рис. 3). При цьому підвищення боргу на 1 % спричиняє зростання грошової бази на 0,9 %, а готівкових коштів і переказних депозитів — майже на 1 %. І навпаки, вплив менш ліквідних активів значно слабший порівняно з агрегатами М0 та М1.

Нарощення державного боргу внаслідок фінансування дефіциту бюджету за рахунок запозичень та купівля державних облігацій Національним банком України на первинному ринку в значних обсягах у 2013—2014 рр. фактично є емісійним джерелом фінансування бюджету, що призведе до підвищення інфляції до 19 % річних вже в цьому році. Зроблені висновки підтверджують теоретичні положення про те, що збільшення державного боргу призводить до зростання грошової маси. Це, у свою чергу, стимулює розгортання інфляційних процесів, що в умовах падіння ВВП становить значну загрозу макрофінансовій стабільності.

Збільшення дефіциту бюджету та державного боргу веде до підвищення ціни на фінансові ресурси, й навпаки, скорочення дефіциту та/або досягнення профіциту бюджету і зменшення державного боргу — до зниження ціни. В Україні зростання державного боргу майже вдвічі у 2008 р. (з 12,7 % ВВП у 2007 р. до 20 % ВВП у 2008 р.) спричинило відповідне збільшення дохідності ОВДП, а також ставок кредитування. Так, середньозважена дохідність ОВДП із 6,71 % річних у 2007 р. підвищилася до 11,86 % річних у 2008 р., облікова



* Прогнозна оцінка авторів.

Джерело: Офіційний веб-сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>.

Рис. 3. Взаємозв'язок грошових агрегатів та обсягів державного боргу в Україні у 2000—2015 рр.

ставка НБУ — з 8 до 12 % відповідно, середньозважена ставка за кредитами — з 13,9 до 17,6 % (таблиця).

Таблиця. Середньозважена дохідність ОВДП, облікова ставка НБУ, середньозважена ставка за кредитами у 2000—2014 рр., % річних

Показник	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2010	2011	2012	2013	2014
Середньозважена дохідність ОВДП	20,49	10,81	11,24	9,26	6,71	11,86	10,39	9,17	12,94	13,13	14,64*
Облікова ставка НБУ	27,0	7,0	9,0	8,5	8,0	12,0	7,75	7,75	7,5	7,0	12,5
Середньозважена процентна ставка за кредитами (в національній валюті)	41,5	25,4	17,4	15,1	13,9	17,6	14,54	14,9	15,06	14,03	21,5

* Дані за перше півріччя 2014 р.

Джерело: складено за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

У 2013—2014 рр. через зростання боргу та підвищення вартості державних запозичень до 13—17,5 % річних реальні ставки за кредитами збільшилися до 25—30 %, що мінімізувало кредитну активність. У поточному році облікову

ставку знову підвищено до 12,5 % річних, середньозважена дохідність ОВДП за січень — червень 2014 р. становила 14,64 % річних, а в серпні зросла до 17,54 % річних. Зазначене призведе до ще більшого обмеження кредитування реального бізнесу. За нашими оцінками ця тенденція збережеться й у 2015 р. Отже, нарощування державного боргу супроводжується зростанням вартості державних запозичень, що спричиняє підвищення ціни на фінансові ресурси, збільшення ставок за кредитами, переорієнтацію банків на кредитування уряду. Як наслідок, порушується монетарна стабільність та виникають загрози макроекономічній рівновазі в країні.

Державний борг, як результат функціонування системи державного кредиту, має позитивні й негативні економічні, фіскальні та соціальні ефекти. За рахунок державних позик можна реально знижувати податковий тягар у певні періоди, компенсуючи його фіскальні наслідки підвищенням податків у наступні періоди. Це дає певні економічні, фіскальні й соціальні ефекти, створюючи передумови для задоволення потреб фіску в майбутньому. Негативні ефекти державного запозичення є формою антиципації податків, що призводить до ще більшого загострення кризи державних фінансів. Тягар державного боргу безпосередньо веде до додаткового оподаткування, необхідного для сплати й обслуговування державної заборгованості. У свою чергу, цей процес посилює витіснення приватних інвестицій.

В узагальненому вигляді ефекти державного боргу безпосередньо залежать від характеру використання запозичень та величини скорочення національних заощаджень (приватних і державних). Розрахунки та аналіз причинно-наслідкових зв'язків поширення негативних ефектів зростання державного боргу дають підстави для такого висновку: збільшення боргу в Україні у 2008—2014 рр. призвело до зменшення інвестицій, різкого скорочення промислового виробництва й експорту, падіння рівня добробуту населення, що значно погіршило макроекономічну ситуацію та стало одним із основних чинників переддефолтного стану країни. На підставі розрахунків за допомогою інструментарію економіко-математичного моделювання встановлено, що зростання державного боргу на 1 % призводить до підвищення рівня оподаткування на 0,1 %, видатків бюджету — на 0,03 %, дефіциту бюджету — на 0,36 %, індексу споживчих цін — на 5,58 %, дохідності ОВДП на первинному ринку — на 0,15 %, а також до зниження капітальних інвестицій на 2 % та заощаджень домогосподарств на 1,88 %. І навпаки, зменшення державного боргу, як правило, веде до позитивних змін макроекономічних індикаторів.

Економічні й соціальні ефекти відображаються як у фіскальній, так і в монетарній сферах (недавній приклад — неефективна курсова політика Національного банку України з підтримання національної грошової одиниці). У цьому контексті перед державою постають важливі і складні завдання, зумовлені зміною валютно-курсової політики та переходом до змінного обмінного курсу, а надалі — до режиму таргетування інфляції. Вони пов'язані

з необхідністю макроекономічної й макрофінансової стабілізації, структурних реформ і розвитку фінансового ринку. Економічні, фіскальні й соціальні ефекти посилюються через взаємодію та синергетичні ефекти, що проявляється в негативних наслідках і побічних ефектах для макроекономічної стабільності й макрофінансової рівноваги. У результаті посилюється дія ефекту витіснення приватних інвестицій через нераціональне використання коштів від державних запозичень, спрямування їх на поточне споживання та неефективне функціонування державного сектору загалом. Українські реалії засвідчують обґрунтованість цих висновків.

Проведене дослідження дає змогу зробити висновок, що боргова політика в Україні потребує кардинального реформування. Вона має бути спрямована насамперед на реалізацію суспільного призначення державного кредиту, тобто розширення фінансових можливостей фіску за рахунок додаткових грошових ресурсів, необхідних для економічного й соціального розвитку країни, макроекономічної та макрофінансової стабілізації. Щоб розробити й реалізувати ефективну фіскальну, боргову та монетарно-кредитну політику, потрібна чітка координація дій, і передусім Міністерства фінансів України й Національного банку України. Така координація повинна здійснюватися спеціальною радою (комісією) представників зацікавлених міністерств і установ при Кабінеті Міністрів України. Координація має включати всі етапи розроблення та реалізації фіскальної, боргової й монетарно-кредитної політики паралельно з удосконаленням інфраструктури фінансового ринку, розвитком вторинного ринку державних цінних паперів, інформаційним забезпеченням і, головне, прозорістю дій усіх зацікавлених установ на фінансовому ринку.

Забезпечити ефективну координацію фіскальної, боргової й монетарно-кредитної політики в Україні можливо за умови, якщо відповідні стратегії базуватимуться на чітких і прозорих європейських фіскальних та монетарних правилах. Лише комплексний підхід до визначення фіскальної, боргової та монетарно-кредитної політики, що ґрунтується на принципі комплементарності її інструментів і механізмів із урахуванням практики ЄС, зможе забезпечити ефективність макрофінансового регулювання задля стабільного економічного розвитку.

Потрібно розробити довгострокову фундаментальну боргову політику, яка включатиме стратегію, спрямовану на максимально ефективне використання потенціалу боргових фінансів, і тактику її досягнення. Кабінет Міністрів України має затверджувати єдиний документ “Засади фіскальної, боргової та монетарно-кредитної політики”, котрий включає стратегію на перспективу й тактику дій уряду на короткостроковий період (у розрізі дій і в часовому вимірі). На основі узагальнення результатів досліджень вітчизняних і зарубіжних учених-економістів та практиків, власних розрахунків пропонуємо законодавчо закріпити максимально допустиму величину державного боргу України на рівні 35 % ВВП. Частка боргу в національній валюті в загальній

сумі державного та гарантованого державою боргу має бути збільшена до рівня 50—55 %. Зрозуміло, що за екстраординарних умов розвитку, виникнення і впливу загрозливих для військової, економічної та фінансової безпеки країни внутрішніх і зовнішніх чинників ці величини можуть бути відповідно на кілька порядків вищі. У зв'язку з цим вважаємо за доцільне поставити питання перед західними країнами про реструктуризацію державного боргу України та списання певної його частини.

Збільшувати частку внутрішніх запозичень у нашій державі треба за рахунок залучення інституційних інвесторів. Ресурси банківської системи в умовах рецесії повинні спрямовуватися на кредитування реальної економіки, а не потреб уряду. Саме інституційні інвестори, які акумулюють кошти дрібних вкладників і фізичних осіб, є одними з основних покупців державних облігацій у багатьох країнах. Нагальною потребою є залучення пасивних інвесторів на ринок позик у зв'язку з розвитком накопичувальних механізмів для реалізації соціальних завдань у сфері державних фінансів, зокрема пенсійного забезпечення. Вибір інструментів запозичень має бути обґрунтований вибором форм державного кредиту, використання котрих максимально забезпечить досягнення цілей боргової політики. Доцільно також диверсифікувати інструменти державних запозичень, зокрема емітувати різні види облігацій — ошадні, роздрібні, номіновані в кількох валютах, що допоможе залучити на ринок різні групи інвесторів.

Запорукою ефективної боргової політики є довіра інвесторів до держави-позичальника як невід'ємна складова системи державного кредиту, яка дає змогу знизити вартість запозичень та значно збільшити ліквідність ринку. Проведення чіткої та зрозумілої політики державних запозичень, підвищення її прозорості й відкритості сприятиме посиленню довіри інвесторів до держави.

Велике значення в реформуванні боргової політики має конкретизація спрямування залучених на ринку позик ресурсів. В Україні потенціал і досить широкі можливості боргових фінансів використовуються не достатньо. Задля досягнення макроекономічної й макрофінансової стабільності потрібно обов'язково витратити частину залучених за рахунок позик коштів на реалізацію конкретних інвестиційних проектів, мінімізуючи фінансування за їх рахунок поточних видатків бюджету. Водночас не підкріплене теоретично (через відсутність у основі боргової політики відповідної доктрини) застосування механізмів та інструментів боргової політики тільки підвищує ризики позикового фінансування для макрофінансової стабільності. Лише боргова політика, побудована на сучасних положеннях світової теорії та практики фінансової науки, дасть змогу повніше розкрити потенційні можливості боргових фінансів.

Список використаних джерел

1. *Алексеевко М. М.* Государственный кредит / М. М. Алексеевко. — М., 1872. — 457 с.
2. *Богачевский М. Б.* Государственный кредит в капиталистических странах / М. Б. Богачевский. — Л. : Финансы, 1969. — 192 с.
3. *Богдан Т.* Боргова безпека та її роль у гарантуванні фінансової стабільності / Т. Богдан // Вісник Національного банку України. — 2012. — № 4. — С. 8—15.
4. *Богдан Т.* Моделювання впливу боргової політики на економічний розвиток України / Т. Богдан, І. Богдан // Вісник Національного банку України. — 2013. — № 11. — С. 20—27.
5. *Бунге М. Х.* Теорія кредиту / М. Х. Бунге // Фінансова думка України : хрестоматія : у 3 т. Т. 3. — Ч. 1 / авт.-упоряд.: С. І. Юрій, С. В. Львовчкін, В. М. Федосов, П. І. Юхименко ; авт. передм. П. М. Леоненко ; за наук. ред. В. М. Федосова. — К. : Кондор ; Т. : Екон. думка, 2010. — 471 с.
6. *Лютій І. О.* Державний кредит та боргова політика України : монографія / І. О. Лютій, Н. В. Зражевська, О. Д. Рожко. — К. : ЦУЛ, 2008. — 352 с.
7. *Мигулин П.* Государственный кредит / П. Мигулин. — Х., 1899. — 620 с.
8. *Мітіліно М. І.* Основи фінансової науки / М. І. Мітіліно // Фінансова думка України : хрестоматія : у 3 т. Т. 3. — Ч. 2 / авт.-упоряд.: С. І. Юрій, С. В. Львовчкін, В. М. Федосов, П. І. Юхименко ; авт. передм. П. М. Леоненко ; за наук. ред. В. М. Федосова. — К. : Кондор ; Т. : Екон. думка, 2010. — 734 с.
9. *Суторміна В. М.* Держава — податки — бізнес (із світового досвіду фіскального регулювання ринкової економіки) / В. М. Суторміна, В. М. Федосов, В. Л. Андрущенко. — К. : Либідь, 1992. — 328 с.
10. *Суторміна В. Н.* Финансы капиталистических государств / В. Н. Суторміна. — К. : Вища шк., 1983. — 312 с.
11. *Степаненко В. А.* Критика буржуазных реформистских теорий валютно-финансовых отношений капитализму / В. А. Степаненко, В. М. Суторміна, В. М. Федосов // Фінансова думка України : хрестоматія : у 3 т. Т. 3. — Ч. 2 / авт.-упоряд.: С. І. Юрій, С. В. Львовчкін, В. М. Федосов, П. І. Юхименко ; авт. передм. П. М. Леоненко ; за наук. ред. В. М. Федосова. — К. : Кондор ; Т. : Екон. думка, 2010. — 734 с.
12. *Твердохлебов В. Н.* Государственный кредит / В. Н. Твердохлебов // Финансовая энциклопедия / под ред. И. А. Блинова, А. И. Буковецкого. — М. : Госиздат, 1924. — С. 253—265.
13. *Тиктин Г. И.* Очерки по общей теории публичных финансов. Опыт построения теоретической финансовой науки на публично-экономической основе. Предмет и основоположения / Г. И. Тиктин. — Одесса, 1926. — 50 с.
14. *Barro R.* On the Determination of Public Debt / R. Barro [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.econlib.org/>.
15. *Ball L.* Painful Medicine / L. Ball, D. Leigh, P. Loungani // Finance and Development. IMF. — 2011. — September [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/09/Ball.htm>.
16. *Buchanan J. M.* Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes / J. M. Buchanan, R. E. Wagner. — Indianapolis : Liberty Fund, Inc., 1977 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv8Cover.html>.
17. *Buchanan J. M.* Public Principles of Public Debt: A Defence and Resnatment / J. M. Buchanan [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.econlib.org/>.
18. *Годме П. М.* Финансовое право / П. М. Годме ; пер. с франц. — М. : Прогресс, 1978. — 430 с.

19. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс // Антология экономической классики. — М. : ЭКОНОМ : Ключ, 1993. — С. 137—434.
20. Lerner A. Interest Theory: Supply and Demand for Loans or Supply and Demand for Cash? / A. Lerner [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.econlib.org/>.
21. Musgrave R. A. Public Finance in Theory and Practice / R. A. Musgrave. — N. Y. : McGraw-Hill Book Company, 1959. — XV, 762 p.
22. Modigliani F. Long-Run Implication of Alternative Fiscal Policy and the Burden of National Debt / F. Modigliani // Economic Journal. — 1961. — Vol. 71. — P. 730—755.
23. Reinhart C. Debt Intolerance / C. Reinhart, K. Rogoff, M. Savastano // Brookings Papers on Economic Activity [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nber.org/>.
24. Reinhart C. Growth in a Time of Debt / C. Reinhart, K. Rogoff // American Economic Review: Papers & Proceedings. — 2010. — P. 573—578 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ycsg.yale.edu/center/forms/growth-debt.pdf>.
25. Reinhart C. The Liquidation of Government Debt / C. Reinhart, M. B. Sbrancia // NBER Working Paper 16893. — 2011. — March [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/crbs.pdf>.
26. Stiglitz J. Economics of Public Sector / J. Stiglitz. — N. Y. ; London : W. W. Norton & Company, 1988. — 756 p.
27. Tobin J. An Essay on Principles of Debt Management / J. Tobin // Fiscal and Debt Management Policies. A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit. — N. J. : Englewood Cliffs, 1963. — P. 143—218.
28. Фридмен М. Количественная теория денег / М. Фридмен. — М., 2011 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.inliberty.ru/>.
29. Боголепов М. И. Государственный долг (к теории государственного кредита) : типологический очерк / М. И. Боголепов. — СПб. : Изд-во О. Н. Поповой, 1910. — 569 с.
30. Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов. — М., 1833. — 432 с.
31. Маркс К. Капитал : Т. 1 / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения : в 50 т. Т. 23 / К. Маркс, Ф. Энгельс ; пер. с нем. — 2-е изд. — М. : Политиздат, 1969. — 900 с.
32. Dietzel C. Das System der Staatsanleihen in Zusammenhang mit der Volkswirtschaft betrachtet / C. Dietzel. — Berlin : Heidelberg, 1855. — 321 s.
33. Mikesell J. L. Fiscal Administration : Analysis and Applications for the Public Sector / J. L. Mikesell. — 6th ed. — Belmont, CA : Wadsworth Publishers, 2003. — 656 p.
34. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : навч. посіб. / В. М. Суторміна, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова ; за ред. В. М. Федосова. — К. : Либідь, 1993. — 247 с.
35. Брегель Э. Я. Денежное обращение и кредит капиталистических стран / Э. Я. Брегель. — М. : Госфиниздат, 1955. — 423 с.
36. Public Expenditure Reform Making Difficult Choices // IMF Fiscal Monitor. — 2014. — April [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2014/04/fmindex.htm>.
37. Baldacci E. Fiscal Deficit, Public Debt and Sovereign Bond Yields / E. Baldacci, M. S. Kumar // IMF Working Paper. — 2010. — August. — WP/10/184. — 28 p.
38. Reinhart C. M. Debt Overhangs: Past and Present / C. M. Reinhart, V. R. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper. — 2012. — No. 18015. — April. — 28 p.
39. Fiscal Adjustment in an Uncertain World // IMF Fiscal Monitor. — 2013. — April [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/04/fmindex.htm>.

40. *Mankiw N. G.* The Savers — Spenders Theory of Fiscal Policy / N. G. Mankiw [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.harvard.edu/>.
41. *Barro R.* Are Government Bonds Net Wealth? / R. Barro // *Journal of Political Economy*. — 1974. — P. 1097—1117.
42. *Алехин Б. И.* Государственный долг : учеб. пособ. / Б. И. Алехин. — М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2007. — 350 с.
43. *Мітіліно М. І.* Основи фінансової науки / М. І. Мітіліно. — К., 1929. — 389 с.
44. *Патлаевский И. И.* Курс финансового права / И. И. Патлаевский. — Одесса : Типография Одесского вестника, 1885. — 394 с.
45. *Бунге М. Х.* Теория кредита / М. Х. Бунге. — К., 1852. — 310 с.
46. *Исаев А. А.* Государственный кредит / А. А. Исаев // *Финансы и налоги: очерки теории и политики*. — М. : Статут, 2004. — С. 383—482.
47. *Тарасов И. Т.* Очерк науки финансового права / И. Т. Тарасов // *Финансы и налоги: очерки теории и политики*. — М. : Статут, 2004. — С. 47—376.
48. *Степаненко В. А.* Критика буржуазных реформистских теорий валютно-финансовых отношений капитализму / В. А. Степаненко, В. М. Суторміна, В. М. Федосов. — К. : Наук. думка, 1979.
49. Держборг України вийде на пік в 73 % ВВП в 2015 році — МВФ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/news/2014/09/3/488619/>.
50. *Sargent Th.* Some Unpleasant Monetarist Arithmetic / Th. Sargent, N. Wallace // *Quarterly Review*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall. — 1981. — P. 1—17.
51. *Catao L.* Fiscal Deficits and Inflation / L. Catao, M. E. Terrones // *Working Paper /03/65*. — 2003. — April. — 32 p.
52. *Buiter W. H.* The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level / W. H. Buiter // *NBER Working Paper 7302*. — 1999. — August.