

Т. П. Богдан

доктор економічних наук, завідувач відділу державних фінансів "Growford Institute" (Київ), провідний науковий співробітник відділу управління проектами розвитку державних фінансів НДФІ ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, tetiana.bogdan@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6133-5336>

ГЛОБАЛЬНИЙ БОРГ ЯК ІНДИКАТОР ПРОБЛЕМ СВІТОВОЇ ЕКОНОМІКИ ТА ВИКЛИКИ ДЛЯ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Анотація. У статті розкрито основні тенденції динаміки глобального боргу, проаналізовано його секторну структуру й особливості в різних групах країн. Систематизовано ризики великого боргового навантаження та зроблено висновок про незначні загрози виникнення системної боргової кризи в короткостроковому періоді внаслідок того, що генератор останньої глобальної кризи – банківський сектор став здоровішим, а високий рівень державного боргу в розвинутих країнах несе мінімальні ризики дефолтів в умовах тісної координації боргової й монетарної політики. Ідентифіковано основні механізми трансмісії зовнішніх фінансових шоків до національної економіки та перелік ключових ризиків, пов'язаних із накопиченням значного обсягу зовнішніх зобов'язань усіма її секторами. Отримано кількісні оцінки впливу зовнішнього сукупного боргу на темпи економічного зростання в Україні. Обґрунтовано цілі й інструменти стратегічного управління сукупним державним боргом, котрі стосуються становлення ефективної системи макропруденційного регулювання, стимулювання надходження прямих іноземних інвестицій як альтернативи зовнішнім позикам, зваженого управління державним боргом у частині розроблення та імплементації фіскальних правил, перегляду схеми обслуговування ВВП-варантів і оптимізації співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями.

Ключові слова: глобальний борг, ринки, що формуються, корпоративний борг, потоки капіталів, управління державним боргом, макропруденційна політика.

Форм. 1. Рис. 4. Табл. 1. Літ. 15.

Tetiana Bohdan

Dr. Sc. (Economics), NGO "Growford Institute" (Kyiv), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, tetiana.bogdan@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6133-5336>

GLOBAL DEBT AS INDICATOR OF WORLD ECONOMIC PROBLEMS AND CHALLENGES FOR FINANCIAL POLICY OF UKRAINE

Abstract. The article indicates the main trends in the evolution of the global debt and analyses its structure across economic sectors and country groups. The author shows the main risks of accumulated debt burden and emphasizes the low risks of systemic global debt crisis in the short run due to the healthier banking sector, which was a generator of the last financial crisis. At the same time a high public sector debt in the advanced countries incurs low risks of defaults under the implicit guarantees of their central banks to support government solvency in the case of crisis. Key debt-related risks for different economic sectors are identified in a global context. The article also investigates the financial channels of shocks transmission and crises diffusion in an emerging market economy and highlights the role of debt-creating capital flows. The presented research is

© Богдан Т. П., 2019

based on the analytical, historical, and econometric methods. The author considers the macroeconomic implications of the external debts in emerging market economies and provides empirical estimates of the economic growth effect in Ukraine. The goals and instruments of the strategic management of public and private debts in Ukraine are proposed regarding the establishment of an efficient system of macro-prudential regulation, foreign direct investments promotion as an opposite to foreign loans, prudent public debt management that concerns a proper design and implementation of the fiscal rules, a revision of the GDP-warrants' terms (their renegotiation), and improvement of Ukraine's collaboration with international financial institutions.

Keywords: global debt, emerging markets, corporate debt, capital flows, public debt management, macro-prudential policy.

JEL classification: F34, F62, H63.

Т. П. Богдан

доктор экономических наук, заведующая отделом государственных финансов "Growford Institute" (Киев), ведущий научный сотрудник отдела управления проектами развития государственных финансов НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

ГЛОБАЛЬНЫЙ ДОЛГ КАК ИНДИКАТОР ПРОБЛЕМ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И ВЫЗОВЫ ДЛЯ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ УКРАИНЫ

Аннотация. В статье раскрыты основные тенденции динамики глобального долга, проанализированы его секторная структура и особенности в разных группах стран. Систематизированы риски большой долговой нагрузки и сделан вывод о незначительной угрозе возникновения системного долгового кризиса в краткосрочном периоде вследствие того, что генератор последнего глобального кризиса – банковский сектор стал более здоровым, а высокий уровень государственного долга в развитых странах несет минимальные риски дефолтов в условиях тесной координации долговой и монетарной политики. Идентифицированы основные механизмы трансмиссии внешних финансовых шоков в национальную экономику и перечень ключевых рисков, связанных с накоплением значительного объема внешних обязательств всеми ее секторами. Получены количественные оценки влияния внешнего совокупного долга на темпы экономического роста в Украине. Обоснованы цели и инструменты стратегического управления совокупным государственным долгом, касающиеся становления эффективной системы макропруденциального регулирования, стимулирования поступления прямых иностранных инвестиций как альтернативы внешним займам, взвешенного управления государственным долгом в части разработки и имплементации фискальных правил, пересмотра схемы обслуживания ВВП-варрантов и оптимизации сотрудничества с международными финансовыми организациями.

Ключевые слова: глобальный долг, формирующиеся рынки, корпоративный долг, потоки капиталов, управление государственным долгом, макропруденциальная политика.

В останні десятиліття вагомим фактором ризику для стабільності й поступального розвитку світової економіки став надмірний обсяг глобального боргу. На думку цілого ряду експертів, світова криза 2008–2009 рр. є борговою, оскільки головною її передумовою було надмірне розростання приватних боргів, а її початок ознаменувався масовими банкрутствами позичаль-

ників. У вир кризових потрясінь спочатку потрапили іпотечні фонди та їхні клієнти, потім інвестиційні фонди й комерційні банки, домашні господарства, а згодом і держави. Уряди багатьох країн для стабілізації фінансових систем були змушені перекласти тягар приватних боргів на суверенні баланси, а з часом самі опинилися на межі платоспроможності.

За даними Інституту міжнародних фінансів (Institute of International Finance), на кінець 2018 р. глобальний борг сягнув 243,2 трлн дол. США, або 317 % глобального ВВП (рис. 1). Борг розвинутих країн становив 72,5 % загальної суми глобального боргу, а країн із ринками, що формуються, й тих, що розвиваються, – 27,5 %. Рівень боргу відносно ВВП у розвинутих країнах досяг майже 380 %, а в країнах із ринками, що формуються, – 212 % [1].

В умовах значної інтегрованості України до системи світових фінансів від стану глобального боргу та прояву боргових ризиків залежать наявність доступних джерел фінансування для суб'єктів національної економіки і ступінь макрофінансової стабільності. З огляду на це, зростає значущість аналізу й оцінки боргових ризиків у світовому масштабі та в умовах економіки України, а також розроблення дієвих заходів для підвищення міцності національної фінансової системи. У зв'язку з цим метою статті є окреслення основних тенденцій динаміки глобального боргу, розкриття ризиків високого боргового навантаження та оцінка перспектив боргової стійкості в розрізі ключових складових глобального боргу, ідентифікація можливих механізмів трансмісії зовнішніх фінансових шоків до вітчизняної економіки, основних ризиків унаслідок накопичення чималих боргових зобов'язань резидентами України, оцінка кількісних ефектів існування високого зовнішньоборгового навантаження, а також розроблення системи стратегічних заходів з управління сукупним боргом нашої країни для нівелювання ризиків макрофінансової стабільності та підвищення результативності боргових механізмів.

Основні тенденції динаміки глобального боргу, його секторний і країний вимір

На тривалому часовому проміжку рушійною силою зростання глобального боргу стало швидке нагромадження приватних боргів: із 1950 р. заборгованість приватного сектору потроїлася. Протягом 2002–2007 рр. глобальний борг зростав високими темпами, потім вони пішли на спад та відновились у 2014, 2016 і 2017 рр. Висхідна динаміка відносної величини глобального боргу щодо ВВП спостерігалася до кінця 2016 р., надалі розмір боргу поступово знижувався – з 322 до 317 % ВВП (див. рис. 1).

Темпи накопичення абсолютної величини глобального боргу істотно уповільнилися та становили 1,4 % у 2018 р. порівняно з 9,6 % у 2017 р. Послаблення боргової експансії пояснювалося здебільшого процесами стримування державних і приватних боргів у ЄС та Китаї.

Найбільші обсяги заборгованості станом на початок 2019 р. були характерні для сектору нефінансових корпорацій – 72 трлн дол. США, або 91,3 %



Рис. 1. Глобальний борг (відносна й абсолютна величини) у 2011–2018 рр.

Складено за даними Інституту міжнародних фінансів (URL: <https://www.iif.com/>).

світового ВВП. Другим за рівнем заборгованості був сектор загального державного управління – 65,3 трлн дол., або 86 % ВВП. Борг фінансового сектору наприкінці 2018 р. сягав 59,8 трлн дол., або 80,5 % ВВП. Найменшим боржником виявився сектор домашніх господарств – 46,2 трлн дол. США, або 59,6 % світового ВВП (рис. 2).

У розвинутих країнах, починаючи з глобальної фінансово-економічної кризи, спостерігався делевередж банківського сектору, що сприяло зниженню системних ризиків. Експерти називають останнє десятиліття “декадою каяття” для банків. За цей час останні помітно наростили буфери капіталу, а більшу частку своїх активів стали утримувати в ліквідній формі, зокрема у вигляді депозитів у центральному банку. Такі зміни роблять їх менш залежними від короткотермінового фінансування на ринку та убезпечують від збитків, пов’язаних зі зміною вартості активів. Наразі більшість регуляторів визнає, що банки стали здоровішими, а оцінки їх ризиковості ринком поліпшилися (як засвідчує, наприклад, динаміка спредів за облігаціями банків) [2].

Зниженню ризиковості банківських операцій сприяло й зменшення обсягів транскордонного кредитування. Хоча при застосуванні адекватних стандартів кредитування та ефективному управлінні валютними ризиками транскордонні операції банків не повинні бути більш ризиковими порівняно з внутрішніми, буми транскордонного кредитування й інвестування з

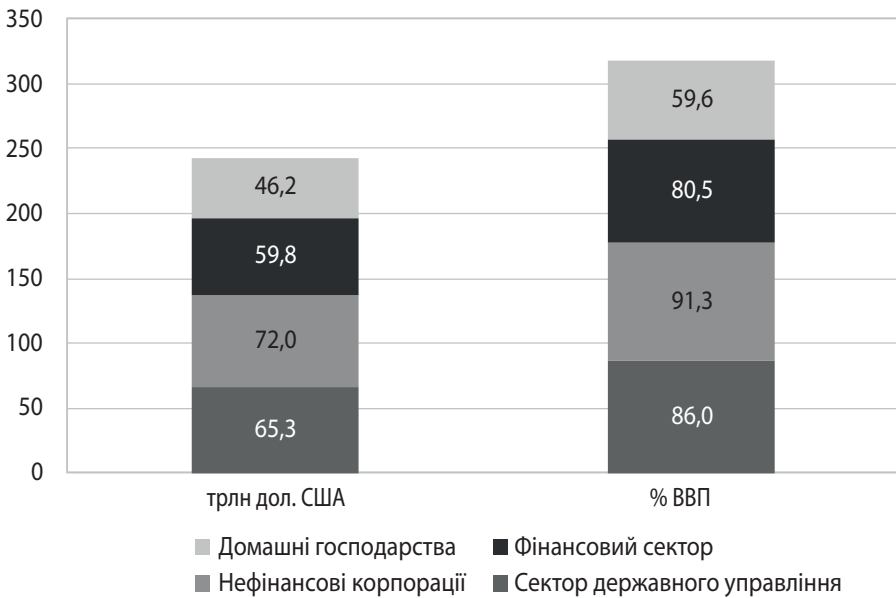


Рис. 2. Глобальний борг за секторами економіки на кінець 2018 р.

Складено за даними Інституту міжнародних фінансів (URL: <https://www.iif.com/>).

боку банків зазвичай наражали їх на підвищені загрози. З 2008 р. зовнішні активи та зобов'язання банків почали помітно знижуватись, а згодом стабілізувалися на доволі невисокому рівні.

Варто звернути увагу на те, що після глобальної кризи й запровадження більш жорсткого банківського регулювання нові ризики нестабільності стали накопичуватися поза банківським сектором. Уведення різноманітних обмежень на кредитні та інвестиційні операції банків дало поштовх активізації “тіньового банкінгу”, особливо у США й Китаї. У Сполучених Штатах чимала частка іпотечних кредитів наразі надається не банками, а різними фінансовими посередниками, які не підлягають адекватному регулюванню. В Китаї такі посередники кредитують операції на ринку нерухомості, водночас слугуючи каналом фінансування для підприємств реального сектору. Нещодавно влада країни почала гальмувати “тіньовий банкінг” із метою зменшення ризиків фінансової нестабільності.

Обсяг боргу розвинутих країн відносно ВВП стрімко зростав до початку глобальної кризи, а з 2009 р. почав скорочуватися внаслідок делевереджу банків і домашніх господарств. Зменшення боргів банківського сектору в посткризовий період стало неминучим результатом впровадження нових нормативів та правил банківського регулювання, а також зниження попиту на банківські кредити з боку позичальників, а боргів домашніх господарств – падіння ринкових цін на нерухомість і запровадження банками жорсткіших умов надання кредитів фізичним особам. Водночас борги нефінансових корпорацій, зазнавши неістотного скорочення відразу після

кризи, відновили висхідну динаміку. Державний борг розвинутих країн стрімко збільшувався в період фінансової кризи й до кінця 2012 р. зріс на 34,6 в. п. ВВП. Найвагомим компонентом збільшення боргів стала підтримка фінансового сектору з боку уряду. А вже з кінця 2012 р. державний борг розвинутих країн встановився на стабільно високому рівні понад 100 % ВВП, знижуючись на 1–2 в. п. ВВП щороку (крім 2016-го).

Хоча загалом у вибірці розвинутих країн їхній сукупний борг перебував на сталому рівні, в одній групі заборгованість зростала стрімкими темпами, в другій скорочувалася. До першої групи належать Японія, Франція, Австралія, а до другої – Ірландія, Нідерланди й Португалія. В найбільшій економіці світу – США – сукупний борг на кінець 2018 р. сягнув 68 трлн дол., збільшившись на 2,9 трлн дол. упродовж року. Проте активне зростання американської економіки сприяло повільному зниженню відносної величини боргу – до 326 % ВВП на кінець 2018 р. Останнім часом як державний борг, так і борг нефінансових корпорацій у Сполучених Штатах стрімко зростав. На кінець 2018 р. борг нефінансових корпорацій становив 73 % ВВП і впритул наблизився до історичного максимуму кінця 2007 р. Державний борг США, хоч і перебував на рівні 105–107 % ВВП протягом 2014–2018 рр., усе-таки перевищив докризовий показник на 30 в. п. ВВП та, за прогнозами, наступними роками збільшуватиметься. Нарощування державного боргу стане результатом зростання бюджетного дефіциту після податкової реформи Адміністрації Д. Трампа.

Сукупний борг у *країнах із ринками, що формуються*, після серії фінансових криз 1990-х років почав скорочуватись. Особливо помітно це було в Мексиці, Індонезії, Таїланді та Росії. Проте з 2009 р. висхідна динаміка відновилася, основними боржниками в секторному вимірі при цьому були нефінансовий сектор і сектор загального державного управління. В групі країн із ринками, що формуються, активно зростали корпоративні борги, причому головним драйвером такої динаміки виступав Китай (на початку 2016 р. розмір боргу нефінансового сектору цієї країни сягнув пікового рівня 160 % ВВП, і відтоді він поступово зменшувався – до 150–155 % ВВП). Збільшення абсолютної величини боргу вказаної групи країн відбувалося в унісон із нарощуванням їхнього економічного потенціалу, внаслідок чого відношення сукупного боргу до ВВП перебувало на постійному рівні та в 2018 р. становило 212 % ВВП.

Державні борги в країнах із ринками, що формуються, в посткризовий період збільшувалися задовільними темпами; наразі їх рівень помітно нижчий від середнього по розвинутих країнах. Перспективи економічного зростання цих країн є доволі оптимістичними, а процентні ставки за їхніми позиками на міжнародних ринках – загалом помірними, що позитивно впливає на боргову спроможність цих країн.

Велику роль у збільшенні глобального боргу в останнє десятиліття відіграла державна заборгованість. Згідно з даними МВФ, державний борг розвинутих країн станом на кінець 2018 р. становив 103,6 % ВВП, а країн із

ринками, що формуються, та середніми доходами – 50,8 % ВВП (рис. 3). Сьогодні державний борг розвинутих країн досяг максимуму з часів Другої світової війни, а країн із ринками, що формуються, й середніми доходами упритул наближається до пікового значення кінця 1980-х років.

У *розвинутих країнах* рекордної величини державного боргу – 106,7 % ВВП – було досягнуто наприкінці 2012 і 2016 рр., а на кінець 2018 р. він скоротився до 103,6 % ВВП. Зниження боргового навантаження було спричинене поліпшенням первинного балансу бюджету в єврозоні та падінням номінальних процентних ставок. Найвищим рівнем боргового навантаження серед розвинутих країн характеризувалися (станом на кінець 2018 р.): Японія – 237,1 % ВВП, Греція – 183,3, Італія – 132,1, Португалія – 121,4, Сінгапур – 108,3, США – 107,8, Бельгія – 101,4, Іспанія – 97, Франція – 98,6, Канада – 90,6 % ВВП.

У короткостроковому періоді боргова ситуація в країнах єврозони є непевною. Політична нестабільність у Франції, прихід популістів до влади в Італії в поєднанні із вбудованими недоліками Монетарного союзу ЄС можуть призвести до нового витка кризи недовіри на боргових ринках. Проте в середньостроковій перспективі, на думку міжнародних експертів, ризики нестійкої динаміки державного боргу є актуальнішими для США, ніж для країн ЄС.

Державний борг *країн із ринками, що формуються, та із середніми доходами* збільшився від 46,8 % ВВП у 2016 р. до 50,8 % ВВП у 2018 р. і, за прогнозом, зростатиме й надалі. Незважаючи на доволі помірний рівень дер-

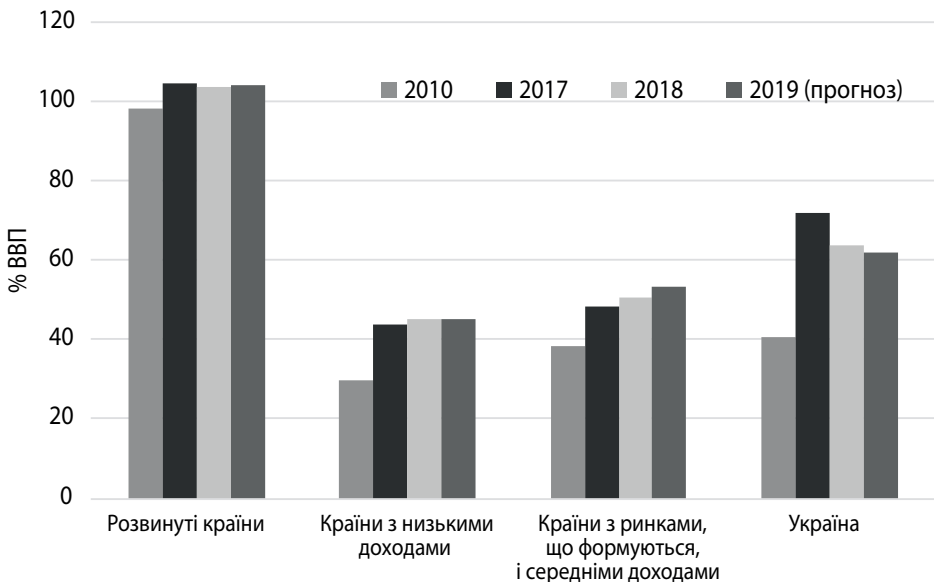


Рис. 3. Валовий борг сектору загального державного управління в різних групах країн і в Україні протягом 2010–2019 рр.

Складено за даними “Fiscal Monitor”, МВФ (URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM>).

жавної заборгованості, наразі у 20 % країн із ринками, що формуються, відношення державного боргу до ВВП становить понад 70 %. Окрім того, три можливим симптомом є те, що за останні п'ять років рівень державного боргу в країнах цієї групи підвищився на 12,1 в. п. ВВП.

У структурі державних боргів країн групи спостерігалися помітні позитивні зрушення. За останні 10 років частка ризикових форм боргу (короткострокових і номінованих в іноземних валютах) зменшилася. Так, у 24 великих країнах із ринками, що формуються, частка боргу в національній валюті збільшилася із 63,8 % у 2007 р. до 66,5 % у 2017 р. За той самий період середня строковість державних цінних паперів підвищилася із 6,9 до 8,3 року [3].

Загалом імовірність поширення ефектів зараження й масових криз у країнах із ринками, що формуються, наразі оцінюється як невисока, що пояснюється накопиченими буферами ліквідності та підвищенням якості макроекономічної політики в країнах групи. Однак при цьому окремі з них, котрі проводять експансивну фіскальну політику й мають значні зовнішні дисбаланси, наражаються на ризики виникнення боргових ускладнень та криз платіжного балансу. Чималі обсяги валютних боргів корпорацій у деяких країнах також генерують підвищені ризики боргових і валютних криз.

Небезпека високого боргового навантаження та перспективи світової економіки

Накопичення великих обсягів глобального боргу підвищує вразливість світової економіки до шоків процентних ставок, однак і за таких умов рівень реальних ставок у провідних країнах світу найнижчий із 1970-х років. І що важливіше: реальні процентні ставки є меншими порівняно з темпами економічного зростання, внаслідок чого високий борг поступово “самоліквідується”.

Безперечно, на тлі уповільнення темпів світового економічного зростання, ескалації торговельних війн, посилення геополітичної напруги тощо в рамках глобальної фінансової системи з'являтимуться осередки нестабільності, проте на сьогодні загрози системної нестабільності й виникнення боргової кризи світового масштабу є незначними. Експерти пояснюють такий стан речей тим, що банківський сектор, генератор останньої глобальної кризи, став здоровішим та істотно знизив свій левередж порівняно з 2007–2008 рр. [2].

Водночас збереження великого боргового навантаження в розвинутих країнах наражає їх на ризики рефінансування боргу (шоки зниження довіри), а також уповільнює потенційні темпи економічного зростання. Відомо, що значний державний борг стримує кредитний процес у підприємницькому секторі та пригнічує темпи економічного зростання. Відомі американські вчені К. Рейнхарт і К. Рогофф довели, що в розвинутих країнах проблеми боргового навантаження в разі перевищення боргом рівня 90 % ВВП негативно впливають на економічну динаміку [4].

Хоча навіть у таких умовах, як зауважують експерти, ризики суверенних дефолтів у розвинутих країнах є мінімальними, тому що в надзвичайних умовах центральні банки цих країн діятимуть як кредитори останньої інстанції [2]. Тим більше що переважна частина державних боргів цих країн номінована в національних валютах. У деяких розвинутих країнах (включаючи США й Великобританію) фіскальна політика не є стійкою. Однак, і в них імовірнішим виглядає сценарій девальвації національних валют, а не суверенного дефолту (який покладатиме певний тягар на іноземних кредиторів цих урядів).

Ризики виникнення банківських криз у регіонах Європи і Північної Америки є також невеликими, оскільки після останньої фінансової кризи банки помітно підвищили рівень капіталізації, поліпшили якість своїх активів та модифікували практики управління ризиками. Ризикове транскордонне кредитування банками теж звузилось, а самі вони істотно наростили буфери ліквідності. Різка й відчутне збільшення ключових ставок, що могло б стати стресом для банківської системи, не очікується, а США уклали угоди щодо надання доларової ліквідності неамериканським банкам, внаслідок чого виникнення нової банківської кризи видається малоімовірним [2].

Корпоративний борг нефінансового сектору, котрий активно зростав у посткризовий період, також генерує певні ризики. В деяких сегментах ринку якість корпоративних кредитів є сумнівною. Але й у цій сфері, за висновком міжнародних експертів, ризики є прийнятними та непорівнянними з періодом масових корпоративних дефолтів у 2000–2002 рр.

Окремі країни з ринками, що формуються, від часу глобальної кризи 2008–2009 рр. стали фінансово вразливішими. Проте ризики системної фінансової кризи, епіцентром якої стала б одна з таких країн, на сьогодні є менш значущими, ніж наприкінці 1990-х років. За останнє десятиліття рівень сукупного боргу, а також державного боргу відносно ВВП підвищився в багатьох країнах, водночас зростала і їхня спроможність обслуговувати нарощені борги. Крім того, в більшості країн якість економічної політики поліпшилась, а накопичені резерви збільшились. Разом із тим міжнародні експерти визнають, що наразі боргові ризики є актуальними для країн із надмірним борговим навантаженням та непевними перспективами рефінансування зовнішніх боргів, котрі не мають достатніх запасів коштів для пом'якшення впливу зовнішніх шоків [5].

Неминучим наслідком збільшення державних боргів стало зростання видатків на обслуговування боргу, що означало відволікання чималої частки державних коштів на непродуктивні потреби. Вже зараз у країнах із низьким рівнем доходів процентні платежі за державним боргом становлять 9 % у структурі державних видатків і поглинають 18 % податкових доходів (що вдвічі перевищує їх рівень на початку 2000-х років). Збільшення процентних видатків стало особливо небезпечним у Бразилії, Єгипті й Лівії. Зазначені процеси призводитимуть до болісного витіснення державних ін-

вестицій та генеруватимуть постійний тиск щодо збільшення доходів держави та/або скорочення її видатків.

За цих умов фіскальна політика, як у багатих країнах, так і в країнах з низькими і середніми доходами, повинна сприяти стійкості державного боргу, що допоможе стримувати зростання процентних платежів і створить простір для протидії економічному спаду. Зменшення непродуктивних державних субсидій, раціоналізація поточних видатків держави й мобілізація додаткових доходів до бюджету сприятимуть розв'язанню цього завдання.

Ризики інтегрованості України до міжнародного ринку капіталів за існування боргового навісу

Згідно з прогнозом Інституту міжнародних фінансів, приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, у 2019 р. становитиме 1,26 млрд дол. США, що означатиме його збільшення на 10,5 % порівняно з 2018 р. Політика кількісного пом'якшення у США та ЄС протягом останніх років сприяла залученню міжнародних капіталів на ці ринки завдяки пошуку інвесторами вищої дохідності. Найбільшими реципієнтами іноземного капіталу у 2018 р. були Індія (60,7 млрд дол. США), Аргентина (38,7 млрд), Індонезія (23,8 млрд), Мексика (23,1 млрд), Туреччина (17,4 млрд), Бразилія (17 млрд дол. США) [6].

Таким чином, приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, активізувався, ставки суверенних запозичень знизилися, а їхні національні валюти почали зміцнюватися відносно долара США. Втім, незважаючи на відновлення потоків капіталу у 2019 р. після їх охолодження торік, темпи такого відновлення залишаються не дуже високими, тож обсяги чистого залучення ресурсів у 2019–2020 рр. усе ще не досягатимуть показників 2017 р.

За тісної залежності від глобального фінансового середовища умови зовнішніх запозичень для суб'єктів економіки України дещо поліпшилися, хоч і залишалися недостатньо сприятливими. Середньозважена дохідність до погашення суверенних єврооблігацій України на 1 червня 2019 р. становила 8,6 % річних, тобто на 1,3 в. п. менше порівняно з її величиною на 1 січня 2019 р. (рис. 4). Однак за останній рік (проти 1 червня 2018 р.) їхня дохідність підвищилася на 0,9 в. п., що свідчить про зростання кредитних ризиків для інвесторів.

Дохідність українських єврооблігацій на початку червня була помітно, на 1,9 в. п., більшою від середньозваженої дохідності суверенних облігацій країн із ринками, що формуються (6,7 %). Цікаво, що рік тому вона перевищувала середній рівень дохідності для країн із ринками, що формуються, лише на 1 в. п. Збільшення розриву дохідності за останній рік відображає підвищення специфічних ризиків кредитування України.

Найближчі перспективи іноземного фінансування країн із ринками, що формуються, пов'язані, з одного боку, з відновленням стимулюючої монетарної політики у США, з другого – з факторами уповільнення економічного зростання в розвинутих країнах, посиленням торговельної напруги між ключовими гравцями та ймовірністю пролонгації знижувального тренду



Рис. 4. Динаміка середньозваженої дохідності еврооблігацій України та ринків, що формуються, а також ціна кредитно-дефолтних свопів на них

Складено за даними cbonds.info (URL: <http://ru.cbonds.info/>).

світових цін на сировинні товари. Вказані групи факторів матимуть різноспрямований вплив на обсяг і вартість надходження зовнішнього фінансування на ринки, що формуються, включаючи Україну. При накопиченні значного обсягу зовнішніх зобов'язань вітчизняна економіка стала вразливою до шоків ситуацій у країнах-партнерах чи на глобальних ринках. Це пов'язано з тим, що в ній утворилися зони вразливості платіжного балансу, державних фінансів і банківського сектору, які можуть запустити ланцюгову реакцію кризи під впливом різноманітних тригерів.

У разі матеріалізації певних фінансових ризиків ефекти зараження можуть проникати в економіку України через так званий фінансовий канал. У цьому разі:

- скорочується приплив капіталу за фінансовим рахунком платіжного балансу, зростають виплати за статтею “доходи” та зменшуються міжнародні резерви України;

- в умовах непевності та фактичної (очікуваної) девальвації гривні збільшуються масштаби втечі вітчизняного капіталу, що негативно впливає на стан платіжного балансу і стабільність банківської системи;

- на валютному ринку зменшується пропозиція іноземної валюти, внаслідок чого НБУ змушений збільшувати валютні інтервенції для гасіння

панічних настроїв, що позначається на рівні міжнародних резервів центрального банку;

– у секторі державних фінансів зростають видатки бюджету на обслуговування боргу, скорочується дохідна база бюджету, знижується ринковий попит на внутрішні й зовнішні боргові зобов'язання уряду;

– підвищення процентних ставок на міжнародних ринках ускладнює рефінансування наявних боргів і призводить до подорожчання обслуговування зовнішніх боргів (включаючи державний), що погіршує боргову стійкість;

– підприємства реального сектору, в т. ч. експортери, стикаються з проблемою звуження кредитних джерел для фінансування поточної діяльності та інвестиційних вкладень, знижується платоспроможний попит на їхню продукцію, а це відбивається на економічній активності.

Високий рівень валового зовнішнього боргу України робить національну економіку вразливішою до впливу зовнішніх шоків, а саме до збільшення процентних ставок, зниження цін на експортовані товари, падіння темпів економічного зростання в країнах – торговельних партнерах тощо. Крім того, надмірне боргове навантаження посилює ризики рефінансування боргу, котрі можуть запустити кризовий сценарій при погіршенні кон'юнктури ринку міжнародного капіталу.

За нашими оцінками, сукупний борг України (без урахування короткострокових боргів) на 31 грудня 2018 р. становив 4015,7 млрд грн, або 112,8 % ВВП. Основними його складовими є:

– державний і гарантований державою борг – 2168,5 млрд грн;

– зовнішній довгостроковий борг банків, домогосподарств і нефінансових підприємств – 1168,2 млрд грн;

– банківський борг за депозитами нефінансових підприємств та домогосподарств терміном понад один рік – 151,1 млрд грн;

– борг нефінансових підприємств і домогосподарств за банківськими кредитами – 527,9 млрд грн.

Велика частка у структурі сукупного боргу України (близько 60 %) припадає на зовнішній борг держави й приватних суб'єктів. У міжнародному контексті зовнішньоборгове навантаження України є високим. Згідно з даними Світового банку, у 2017 р. співвідношення зовнішнього боргу та експорту товарів і послуг в Україні (179,3 %) було в 1,7 раза більшим за показник по країнах із низькими й середніми доходами (101,7 %). А вітчизняне співвідношення зовнішнього боргу та валового національного доходу перевищувало середній рівень (98,4 %) майже в 4 рази (25 %). З-поміж країн із низькими й середніми доходами за рівнем боргового навантаження Україна посідає 12-е місце. У 2018 р. відносні показники зовнішнього боргу дещо знизилися, але колосальний розрив із середніми значеннями в країнах вказаної групи зберігався (таблиця).

Варто зауважити, що національна економіка, яка має значні обсяги накопичених зовнішніх зобов'язань, є дуже чутливою до зміни умов глобаль-

Таблиця. Порівняння зовнішньоборгових показників країн із низьким і середнім рівнем доходів та України, %

| Відносні показники зовнішнього боргу | 2000 | 2005 | 2010 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <i>Країни з низьким і середнім рівнем доходів</i> | | | | | | | | |
| Зовнішній борг / експорт товарів і послуг | 139,5 | 80,9 | 71,4 | 92,3 | 97,8 | 105,0 | 101,7 | Н. д. |
| Зовнішній борг / валовий національний дохід | 36,7 | 26,9 | 20,1 | 25,8 | 25,8 | 25 | 25 | Н. д. |
| <i>Україна</i> | | | | | | | | |
| Зовнішній борг / експорт товарів і послуг | 74,6 | 80,9 | 176,7 | 185 | 235,5 | 216,9 | 179,3 | 160,7* |
| Зовнішній борг / валовий національний дохід | 45,9 | 41,2 | 92,5 | 100,7 | 137,4 | 124,2 | 98,4 | 89,8* |

* Оцінка автора.

Джерело: International Debt Statistics 2019 / World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/products/ids>.

ного фінансового ринку – пожорсткішання монетарної політики в провідних країнах світу чи зміни настроїв міжнародних інвесторів. У разі виникнення великої потреби в рефінансуванні державного й корпоративних боргів зростання світових процентних ставок може закрити доступ українським позичальникам до нового фінансування та спровокувати боргову кризу.

Економічні втрати від суверенних і корпоративних дефолтів можуть набувати величезних масштабів. Міжнародний досвід показує, що під час боргової кризи ВВП країни-позичальниці зменшується на 2–5 % щороку, а зовнішня торгівля – до 7 % на рік [7]. Цілком імовірними є також скорочення прямих іноземних інвестицій (ПІІ), зовнішніх запозичень усіх суб'єктів економіки, масові банкрутства та заморожування кредитної активності банків.

Для України такі ризики є актуальними в середньостроковому періоді, однак у поточному році ризики реверсу потоків капіталу й розгортання боргової кризи оцінюються як невисокі. Це зумовлено доволі сприятливими зовнішніми умовами для позичальників із ринків, що формуються, а також стабілізацією макроекономічної ситуації в країні та наданням підтримки з боку офіційних кредиторів. Водночас ризики порушення боргової стійкості й виникнення боргової або валютної кризи в середньостроковій перспективі досить високі, що пояснюється, по-перше, низьким рівнем міжнародної ліквідності країни (обсяг її міжнародних резервів становив лише 45,2 % короткострокового зовнішнього боргу і 71,9 % композитного критерію МВФ); по-друге, чималими накопиченими зовнішніми борговими зобов'язаннями (на рівні 81,3 % ВВП та 191,9 % експорту) за відсутності стабільного доступу до міжнародного ринку капіталів; по-третє, великою потребою в зовнішній підтримці для рефінансування виплат за зовнішнім боргом та покриття дефіциту поточного рахунку. Це означає, що досягнута макрофінансова стабільність в Україні є доволі хиткою й може бути зруйнована під впливом

масштабних зовнішніх шоків чи негативних подій усередині країни – як економічних, так і політичних.

За істотного зовнішньоторгового навантаження національна економіка демонструє повільні темпи економічного зростання та характеризується високою волатильністю. На основі розробленої нами регресійної моделі за кварталними даними 2007–2018 рр. було підтверджено негативний вплив такого навантаження на темпи економічного зростання в Україні. Для оцінки кількісних взаємозв'язків між збільшенням реального ВВП і розміром зовнішньоторгового навантаження нами було специфіковано регресійну модель:

$$\begin{aligned} GDP_GR = & 0,14 \cdot OK_RAT(-1) - 0,18 \cdot GROSS_ED + 15,4 + 0,78 \cdot AR(1) + \\ & \quad (2,8) \qquad \qquad \quad (-2,7) \qquad \qquad (2,1) \qquad \qquad (7,1) \\ & + 13,1 \cdot SIGMASQ, \\ & \qquad \qquad \qquad (5,3) \end{aligned}$$

де GDP_GR – темпи зростання реального ВВП, % до відповідного кварталу попереднього року; $OK_RAT(-1)$ – темпи зростання капітальних інвестицій із лагом у один квартал, % до відповідного кварталу попереднього року; $GROSS_ED$ – валовий зовнішній борг України станом на кінець кварталу, % до річного ВВП; $AR(1)$ – компонент авторегресії першого порядку.

Вплив фактора зовнішньоторгового навантаження ($GROSS_ED$) на темпи економічного зростання в Україні виявився значущим і доволі стійким. Щодо вибору інших факторів для моделювання варто зауважити, що внутрішні інвестиції (OK_RAT) закономірно є вагомою детермінантою зростання реального ВВП у будь-якій країні. Оцінка внеску трудових ресурсів та сумарної продуктивності факторів виробництва в умовах України була неможливою через відсутність достовірних статистичних даних. Включення в модель інших вагомих чинників інституційного й макроекономічного середовища ускладнювалося проблемою мультиколінеарності та підбору вимірюваних змінних. Але їх сумарний вплив на динаміку реального ВВП в Україні було апроксимовано змінною $AR(1)$. Коефіцієнт множинної детермінації розробленої моделі становить 0,76, F -статистика – 32,4, а критерій Дарбіна – Уотсона дорівнює 1,5, отже, статистичні характеристики цієї моделі є задовільними.

Коефіцієнт незалежної змінної вказує на те, що збільшення обсягу валового зовнішнього боргу України на величину, еквівалентну 1 % ВВП, у середньостроковому періоді призводить до зниження темпів зростання реального ВВП на 0,2 %. Таким чином, модель підтвердила, що надмірний обсяг зовнішнього боргу України уповільнює темпи економічного зростання в країні.

Однією з причин такої ситуації є необхідність проведення масштабних виплат за обслуговування боргу, що пригнічує внутрішній попит і економічну активність. Поряд із цим великий розмір зовнішнього боргу пов'язаний із посиленням економічної непевності та погіршенням динаміки приватних інвестицій.

Стратегічні заходи для зваженого управління сукупним боргом України та мінімізації ризиків зовнішнього фінансування

Залучення країною іноземного капіталу вимагає зваженого управління ризиками та створення можливостей для трансформації зовнішніх вкладень у продуктивні інвестиції. Відомо, що буми надходження іноземного позикового фінансування згодом можуть обернутися поширенням боргових, валютних і банківських криз. Однак довгострокові потоки капіталу, передусім ПІІ, в багатьох випадках виступають рушієм активізації інвестиційної діяльності та прискорення темпів економічного зростання. Тому при залученні зовнішніх ресурсів украї важливо створити максимально сприятливі умови для довгострокових продуктивних інвестицій за зменшення ризиків, пов'язаних із потоками боргового капіталу.

На нашу думку, для виконання окреслених завдань пріоритетними заходами економічної політики України повинні стати: 1) стимулювання надходження до національної економіки ПІІ із застосуванням інструментів загальної дії та цільових; 2) становлення ефективної системи макропруденційного регулювання із включенням інструментів націленості на ризики зовнішнього фінансування; 3) виважене управління державним боргом України.

Стимулювання надходження до національної економіки ПІІ із застосуванням інструментів загальної дії та цільових. Для інтенсифікації припливу ПІІ необхідно, по-перше, поліпшити загальний бізнес-клімат і регуляторну систему в Україні, що передбачає гарантування державою прав приватної власності та забезпечення виконання контрактних зобов'язань; досягнення істотного зниження рівня корупції; захист економічної конкуренції; полегшення трансферу технологій; удосконалення законодавства у сферах державного контролю, видачі дозволів, технічного регулювання, банкрутства; відсутність обмежень для репатріації прибутків.

Окрім поліпшення загальних рамкових умов, для швидкого досягнення позитивних результатів варто також реалізувати цільові специфічні заходи заохочення іноземних інвесторів, а саме:

а) укладення прямих контрактів Уряду з інвесторами за проектами з великою кількістю робочих місць і значними технологічними дифузійми. Такі контракти мають передбачати надання інвесторам державою визначеного пакета стимулів при здійсненні контролю виконання ними взятих зобов'язань [8]. При цьому контракти повинні гарантувати іноземним інвесторам рівне (чи навіть пріоритетне) ставлення з боку органів державної влади та бути транспарентними для всіх зацікавлених сторін;

б) зміна нормативно-правових засад і принципів діяльності Державної інвестиційної агенції, основні зусилля котрої мають спрямовуватися на пом'якшення відповідних провалів ринку. У 2016 р. в Україні було створено Офіс із залучення та підтримки інвестицій (UkraineInvest), що було в цілому правильним рішенням. Але статус Офісу як консультативно-дорадчого органу без функцій прямого оперативного управління й власної регіональної

мережі помітно обмежує його потенціал. Інвестиційна агенція в Україні за прикладом польської PALiLZ або сингапурського Управління економічного розвитку мала б ефективно виконувати координаційну функцію, бути сполучною ланкою між іноземними інвесторами та центральною/місцевою владою, а також національними бізнес-партнерами. Зокрема, державна інвестиційна агенція могла б надавати потенційним інвесторам послуги інвестиційного консультування, підтримувати їх у процесі проходження адміністративних процедур в Україні, здійснювати пост-інвестиційні послуги. Важливо також, щоб кожен співробітник цієї агенції був уповноважений супроводжувати конкретний проект іноземного інвестора та ніс особисту відповідальність за вирішення оперативних питань отримання дозволів, ліцензій, укладення контрактів із природними монополіями тощо на початкових етапах реалізації проектів.

Становлення ефективної системи макропруденційного регулювання із включенням інструментів націленості на ризики зовнішнього фінансування. У світовій практиці макропруденційні заходи широко використовуються для управління системними ризиками, пов'язаними зі стрімким зростанням банківських кредитів та істотним підвищенням цін на активи в умовах кредитного буму, а також із високим левереджем банків і можливим їх наступним делевереджем (зниженням частки позикових коштів у структурі капіталу); ризиками системної ліквідності; ризиками, генерованими значними й волатильними потоками іноземних капіталів, включаючи ризики кредитування в іноземній валюті. Конкретний набір інструментів системи макропруденційного регулювання визначається природою ризиків, сферою їх поширення та інституційними умовами в країні.

Україна для управління ризиками, генерованими потоками іноземних капіталів, може застосовувати такі макропруденційні інструменти:

- невідшкодовані резервні вимоги (URR) на короткострокові зовнішні запозичення резидентів і залучення портфельних інвестицій (майбутній інструмент, націлений на подовження структури зовнішніх запозичень, стримування внутрішніх кредитних бумів, зменшення амплітуди переливів іноземних капіталів);

- ліміт зовнішньоборгових зобов'язань банків відносно суми їхніх пасивів (для зменшення обсягів зовнішніх запозичень, стримування внутрішніх кредитних бумів та зниження валютних ризиків, що їх беруть на себе банки);

- коефіцієнт чистого стабільного фінансування (NSFR) банків (із метою зменшення розривів активів і пасивів банків за строками, недопущення надмірного залучення короткострокових, у т. ч. зовнішніх, джерел фінансування).

Лімітування суми боргових зобов'язань банків перед нерезидентами як частки їхніх пасивів є одним із інструментів з управління потоками капіталів, який може ефективно протидіяти надмірній залежності банків від нестабільного зовнішнього фінансування і сплескам внутрішнього кредитування в іноземній валюті. Досвід різних країн до та під час глобальної кризи

вказує на те, що банки, котрі фінансували свою діяльність за рахунок внутрішніх депозитів, виявилися стійкішими. А ті, які залучали ресурси на міжнародному ринку оптового фінансування, продемонстрували високу вразливість до впливу кризових чинників.

Б. Айхенгрін, Ф. Лан, Е. Прасад, Р. Раджан, Д. Родрік, К. Рогофф, А. Веласко та ін. довели, що так звані неосновні зобов'язання банків, представлені переважно оптовим фінансуванням зовнішніх кредиторів, є головним індикатором фінансової вразливості банківського сектору [9]. Т. П. Богдан та І. В. Богдан, систематизувавши фактологічний матеріал щодо банківських, валютних криз і криз фондового ринку протягом 2007–2009 рр., дійшли висновку, що у вибірці країн із середнім рівнем доходів існує доволі тісний зв'язок між показником відношення зобов'язань банків перед нерезидентами до загальної суми банківських пасивів та дихотомічним показником фінансової кризи: коефіцієнт парної кореляції становить 0,47 [10]. На нашу думку, ліміт заборгованості банків України перед нерезидентами доцільно встановити на рівні, що не перевищує 25 % банківських пасивів (за винятком зобов'язань перед нерезидентами – мажоритарними акціонерами).

Загалом набір макропруденційних інструментів, як теперішніх, так і майбутніх, повинен мати антициклічні властивості, стримуючи буми припливів капіталу та перешкоджаючи масштабному реверсу потоків капіталу. Запровадження пропонованих інструментів зменшуватиме амплітуду переливів іноземних капіталів, знижуючи таким чином макроекономічну волатильність в Україні.

Виважене управління державним боргом України. Для досягнення послідовного зменшення боргового навантаження й підвищення ефективності управління державним боргом першочерговими завданнями є:

1. *Деталізація та чітка регламентація фіскальних правил (законодавчих обмежень довгострокового характеру на бюджетні й боргові агрегати).* У світовій практиці дієвим важелем зниження боргового навантаження вважаються фіскальні правила, котрі мають на меті скоригувати деформовані стимули політиків щодо надмірного витрачання бюджетних коштів, посилити їх фіскальну відповідальність і сприяти утриманню боргової стійкості. Фіскальні правила покликані усунути проблему “дефіцитного зміщення” (*deficit bias*), яка породжується: а) недоступністю для виборців вичерпної інформації про реальний стан державних фінансів та фіскальні наслідки виконання обіцянок політиками; б) конкуренцією політиків за виборців і можливістю перекладати тягар своїх дій на плечі інших політиків; в) можливістю експлуатації політиками майбутніх поколінь за допомогою боргових механізмів; г) лобіюванням інтересів певних груп впливу, що отримують користь від податкових пільг чи державних витрат та не несуть тягар їх фінансування [11; 12].

В Україні на необхідності розширення й оновлення чинної системи фіскальних правил наголошували такі вчені, як Т. І. Єфименко, С. С. Гасанов, В. П. Кудряшов, Р. А. Балакін [13; 14].

На наш погляд, у поточних умовах найбільш адекватними механізмами деталізації та регламентації фіскальних правил мають стати:

- встановлення боргового ліміту не лише для центрального уряду, а й для сектору загального державного управління загалом (із урахуванням боргів місцевих органів влади та фондів соціального страхування);

- визначення й відображення в Бюджетному кодексі України правила для приросту державних видатків із темпами, нижчими за прогнозовані темпи приросту номінального ВВП;

- започаткування незалежного моніторингу стану дотримання фіскальних правил;

- запровадження інституційних обмежень і персональних санкцій для посадових осіб, відповідальних за порушення фіскальних правил;

- введення до законодавства заходів автоматичного коригування бюджетної політики в разі наближення до граничного рівня або порушення фіскального правила.

2. *Перегляд схеми обслуговування ВВП-варантів, випущених у ході реструктуризації зовнішнього державного боргу 2015 р., як несправедливої й такої, що позбавляє Україну шансів на економічне відродження.* За умовами угоди з кредиторами від 2015 р. уряд виплачуватиме 80 % номінальної величини боргу протягом 2019–2027 рр., а замість списаних 20 % боргу держава повинна віддавати кредиторам 15 чи 40 % номінального приросту ВВП протягом 20 років, якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть 3 і 4 % відповідно. За результатами проведеного нами імітаційного моделювання, сумарні виплати за ВВП-варантами за умови, що реальний ВВП збільшуватиметься на 4 % протягом 20 років, сягнуть 8,3 млрд дол. США, а в разі щорічного зростання ВВП на 5 % – перевищать 33 млрд дол. Якщо дисконтувати отримані величини за стандартною для аналізу боргової стійкості ставкою 5 %, чиста поточна вартість виплат за ВВП-варантами зменшиться до 3,9 та 15,8 млрд дол. відповідно. А списана сума заборгованості за ОЗДП становила 3,6 млрд дол. США! Очевидно, що виконання Україною цих умов призведе до блокування довгострокового потенціалу зростання і знекровлення національної економіки. Доречним розв'язанням цієї проблеми може бути їх достроковий викуп за рахунок ресурсів МФО або переоформлення у стандартні боргові зобов'язання з мінімальними процентними ставками.

3. *Зміщення акценту співробітництва України з МФО від залучення бюджетних позик на розширення грантової підтримки державного сектору та програм масового кредитування модернізації вітчизняних підприємств.* Потреба в розширенні грантової форми підтримки України міжнародним співтовариством зумовлена також тим, що Україна об'єктивно неспроможна обслуговувати боргове навантаження, котре збільшилося, та постійно рефінансувати накопичені борги на ринкових умовах. У цьому контексті доцільно згадати підтримку з боку адміністрації США країнам Західної Європи в повоєнний період: "План Маршалла" передбачав надання їм безповоротної допомоги на суму 11,8 млрд дол. США в цінах 1951 р., при цьому підтримка від США була переважно у формі грантів (91 %). Члени

Президентського комітету зовнішньої допомоги в 1947 р. зауважили: “Будучи реалістами, ми повинні прийняти той факт, що багато європейських країн уже мають значний тягар накопичених зобов’язань та з високою ймовірністю не зможуть погашати нові доларові борги, що утворяться внаслідок постачання їм продовольства, палива й добрив Сполученими Штатами. Тому, на думку комітету, асигнування на цілі, не пов’язані з інвестиціями у виробничу сферу, повинні надаватися у формі грантів” [15].

На нашу думку, у сфері співробітництва України з МФО потрібно вжити заходів для:

– активізації дипломатичних зусиль і діяльності громадських організацій у напрямі зміни структури зовнішньої підтримки України на користь грантової складової;

– забезпечення професійного захисту національних економічних інтересів у процесі взаємодії України з МФО, активної позиції нашої країни в проблемних аспектах співпраці;

– збільшення частки самоокупних інвестиційних проектів у державному й приватному секторах економіки без посередництва держави як суверенного позичальника чи гаранта (кредити Європейського банку реконструкції та розвитку, Європейського інвестиційного банку, Німецького банку розвитку “KfW”, Експортно-імпортного банку Китаю);

– інтенсифікації зусиль зовнішньо-політичних відомств України і громадських активістів у напрямі ініціювання програм масового кредитування технологічної модернізації вітчизняних підприємств міжнародними банківськими інститутами (МБРР, МФК, ЄІБ, ЄБРР, KfW та ін.).

Розширення доступу українських підприємств до довгострокового фінансування має бути одним із пріоритетів державної політики в умовах значного дефіциту торговельного балансу й низької конкурентоспроможності багатьох виробників, а також імплементації Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, яка вимагає впровадження нових технічних стандартів.

Механізмами реалізації вказаних заходів можуть бути:

1) порушення Міністерством закордонних справ, Міністерством фінансів та Міністерством економічного розвитку і торгівлі України питання про кардинальне збільшення міжнародними фінансовими інституціями (МБРР, МФК, ЄІБ, ЄБРР, KfW тощо) лімітів фінансування для нашої держави та відповідне переформатування їхніх кредитних портфелів;

2) збільшення технічної допомоги промисловцям і підприємцям для підготовки якісних інвестиційних проектів по лінії МБРР та Інвестиційного фонду політики сусідства ЄС (NIF);

3) активізація співпраці МБРР, ЄІБ, ЄБРР із державними банками в Україні, котрі можуть стати партнерами МФО щодо запуску програми масштабного кредитування розвитку експорту й технологічної модернізації виробництва.

При цьому, з огляду на надмірний рівень державного боргу, в рамках таких програм доцільно відійти від практики кредитування МФО інвестиційних проектів українських позичальників під державні гарантії або залу-

чення державних органів як посередників із наступним покладанням фінансових зобов'язань на державний бюджет.

Список використаних джерел

1. Global Debt Monitor. Slowdown in 2018 – Pause or Trend? / Institute for International Finance. URL: http://files.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor_april_vf.pdf.

2. Assessing Global Debt / Credit Suisse Research Institute. Davos Edition, 2019. URL: <https://www.credit-suisse.com/uk/en/private-banking/learn-more-about-market-trends/assessing-global-debt.html>.

3. Chapter 2. The Current Landscape / S. Arsanalp, W. Bergthaler, P. Stokoe, A. Tieman. 2018. URL: <https://www.imf.org/.../chapter-2-the-current-landscape.ashx>.

4. Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten / Prepared by C. M. Reinhart and K. S. Rogoff. *IMF Working Paper*. 2013. Dec.

5. IMF Fiscal Monitor. October 2018. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/10/04/fiscal-monitor-october-2018>.

6. IIF Capital Flows Tracker. Softer Flows to EM / Institute for International Finance. April 1, 2019. URL: <http://files.clickdimensions.com/>.

7. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts / IMF, 2016. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Debt-Restructurings-1950-2010-Literature-Survey-Data-and-Stylized-Facts-26190>.

8. How to Stabilise the Economy of Ukraine / The Vienna Institute for International Economic Studies. URL: <http://wiiw.ac.at/how-to-stabilise-the-economy-of-ukraine-p-3562.html>.

9. Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses. URL: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/09-ciepr-banking-capital-flows.pdf>.

10. Богдан Т. П., Богдан І. В. Макропруденційне регулювання і контроль за рухом капіталів у системі антикризового управління. *Фінанси України*. 2011. № 7. С. 14–32.

11. Tornell A., Lane P. The Voracity Effect. *The American Economic Review*. 1999. Vol. 89, No. 1. P. 22–46.

12. Odor L. New Era of Fiscal Watchdogs: The Case of Slovakia : Lecture in Joint Vienna Institute, February 19, 2016.

13. Єфименко Т. І. Фіскальний простір і стабілізація державних фінансів. *Фінанси України*. 2017. № 9. С. 7–28.

14. Гасанов С. С., Кудряшов В. П., Балакін Р. А. Досвід ЄС з антикризового управління державними фінансами та його використання в Україні. *Фінанси України*. 2014. № 7. С. 17–30.

15. European Recovery and American Aid: A Report by the President's Committee on Foreign Aid. Washington, 1947.

References

1. Institute for International Finance. (n. d.). *Global Debt Monitor. Slowdown in 2018 – Pause or Trend?* Retrieved from http://files.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor_april_vf.pdf.

2. Credit Suisse Research Institute. (2019). *Assessing Global Debt*. Davos Edition. Retrieved from <https://www.credit-suisse.com/uk/en/private-banking/learn-more-about-market-trends/assessing-global-debt.html>.

3. Arsanalp, S., Bergthaler, W., Stokoe, P., & Tieman, A. (2018). *Chapter 2. The Current Landscape*. Retrieved from <https://www.imf.org/.../chapter-2-the-current-landscape.ashx>.

4. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2013). Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten. *IMF Working Paper*, December.

5. IMF. (2018, October). *Fiscal Monitor*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/10/04/fiscal-monitor-october-2018>.
6. Institute for International Finance. (2019, April 1). *IIF Capital Flows Tracker. Softer Flows to EM*. Retrieved from <http://files.clickdimensions.com/>.
7. IMF. (2016). *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Debt-Restructurings-1950-2010-Literature-Survey-Data-and-Stylized-Facts-26190>.
8. The Vienna Institute for International Economic Studies. (2015). *How to Stabilise the Economy of Ukraine*. Retrieved from <http://wiiw.ac.at/how-to-stabilise-the-economy-of-ukraine-p-3562.html>.
9. Committee on International Economic Policy and Reform. (2012). *Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses*. Retrieved from <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/09-ciepr-banking-capital-flows.pdf>.
10. Bohdan, T. P., Bohdan, I. V. (2011). Macro-prudential regulation and capital flow control in anticrisis administration. *Finance of Ukraine*, 7, 14–32 [in Ukrainian].
11. Tornell A., Lane P. (1999). The Voracity Effect. *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 1, 22–46.
12. Odor, L. (2016). *New Era of Fiscal Watchdogs: The Case of Slovakia: Lecture in Joint Vienna Institute, February 19, 2016*.
13. Iefymenko, T. I. (2017). Fiscal space and stabilization of public finance. *Finance of Ukraine*, 9, 7–28 [in Ukrainian].
14. Gasanov, S. S., Kudriashov, V. P., Balakin, R. L. (2014). The EU public finance crisis management experience and its implementation in Ukraine. *Finance of Ukraine*, 7, 17–30 [in Ukrainian].
15. The President's Committee on Foreign Aid. (1947). *European Recovery and American Aid: A Report*.