

УДК 336.1

**Цицик Р. В.****НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ФІСКАЛЬНОЇ СТІЙКОСТІ  
В УКРАЇНІ**

*Розглянуто проблеми фіскальної стійкості в Україні та напрями її підвищення, вплив бюджетних правил на неї. Запропоновано створити антикризовий державний фонд, розроблено алгоритм його функціонування, процес формування фінансових ресурсів. Проаналізовано потенційний вплив державного фонду і державного боргу на фіскальну стійкість, а також визначено оптимальний рівень державного боргу. Обґрунтовано необхідність впровадження інфраструктурних облігацій з метою розширення фіскального простору.*

**Ключові слова:** фіскальна стійкість, антикризовий державний фонд, бюджетні правила, бюджетний дефіцит, державний борг, інфраструктурна облігація.

Посилення зовнішніх і внутрішніх викликів світової економіки та загострення політико-економічної ситуації в країні об'єктивізують потребу в поглибленні підходу до фіскальної стійкості насамперед не як категорії фінансової науки, а як практичної середньо- і довгострокової цілі фіскальної політики. Необхідність виконання надскладних завдань подолання економічної кризи, відбиття зовнішньої агресії, відбудови інфраструктури постраждалих від воєнних дій регіонів, здійснення справедливої соціальної політики тощо пов'язана з пошуком нових та розвитком відомих напрямів підвищення фіскальної стійкості України, розширенням фіскального простору. В таких умовах особливого значення набуває адаптація світового досвіду управління фіскальною стійкістю до сучасних реалій соціально-економічного розвитку, розроблення дієвих механізмів реалізації першочергових завдань фіскальної політики з умовою забезпечення фіскальної стійкості в майбутніх періодах.

Останніми десятиліттями проблемам забезпечення фіскальної стійкості в різних країнах приділяють значну увагу як науковці, так і практики. Особливої актуальності це питання набуло з розгортанням світової фінансово-економічної кризи, коли в більшості країн Європи та світу було виявлено певні проблеми в зазначеній сфері. Неможливість відповідати за своїми зобов'язаннями в умовах обмеженого фіскального простору змусила уряди багатьох країн провести переоцінку впроваджуваної фіскальної політики, глибше проаналізувати проблеми, що виникали у сфері публічних та приватних фінансів, та активізувати пошук шляхів їх вирішення. Підвищена увага до вказаних питань приділяється такими зарубіжними дослідниками, як А. Афонсо, Ф. Баласоне, К. Барнсайд, У. Бенц, О. Бланшард, В. Бютер, С. Власов, З. Велієв, П. Геллер, А. Громова, А. Крейдл, Е. Кроше, П. К. Падоан, Ю. фон Хаген та ін. [1–23]. Проблемам фіскальної стійкості в Європі та світі присвячені звіти Європейської Комісії, які публікуються раз на три роки, а

© Цицик Р. В., 2014

також робочі документи Міжнародного валютного фонду та Світового банку. Натомість в Україні майже немає наукових праць, спрямованих на визначення змісту, критеріїв, детермінант, системи показників, інституційних механізмів управління та напрямів забезпечення стійкого стану як державних фінансів загалом, так і їх окремих складових. Серед невеликої кількості відповідних досліджень вітчизняних учених слід виокремити праці Т. Єфименко, С. Гасанова, Р. Копича, В. Кудряшова [24–28].

Мета дослідження – пошук та обґрунтування напрямів підвищення фіскальної стійкості України в системі антикризового регулювання. Це дасть можливість вдосконалити систему управління державними фінансами, запровадити нові інструменти фіскальної політики, забезпечити фіскальну стійкість на середньо- та довгострокову перспективу.

Одними з найпоширеніших інституційних механізмів забезпечення фіскальної стійкості в зарубіжній практиці є так звані фонди дощового дня (rainy day funds). Цей термін означає резерв грошових коштів та їх еквівалентів, що використовується, якщо регулярні доходи держави не дають змоги покрити регулярні видатки. Тобто фонд дощового дня нагромаджує ресурси протягом періоду економічного зростання для підтримання видатків на попередньому рівні під час рецесії. Наприклад, у США у 2008 р. фонди дощового дня штатів становили 35 млрд дол., або 5,1 % загального фонду витрат штатів [29]. В Україні створено Резервний фонд, проте механізми його дії відмінні від згаданих фондів. Так, ст. 24 “Резервний фонд бюджету” Бюджетного кодексу України визначає, що Резервний фонд бюджету формується для здійснення непередбачених видатків, що не мають постійного характеру і не могли бути передбачені під час складання проекту бюджету. Резервний фонд не може перевищувати 1 % видатків загального фонду відповідного бюджету [30]. Звичайно, такий обсяг видатків є вкрай низьким і не може згладжувати наслідки циклічних коливань економіки. Та й загалом функція фонду полягає в покритті непередбачених витрат, що пов’язані з повеннями, техногенними катастрофами, стихійними лихами, а не з циклічними проявами в економіці.

На протипагу Резервному фонду ми пропонуємо створити антикризовий державний фонд. Алгоритм його роботи буде таким:

- протягом періоду реального зростання валового внутрішнього продукту на рівні 2 % та вище відраховувати в антикризовий фонд 1 % суми видатків зведеного бюджету України;
- кошти, що перебувають у фонді та не використовуються протягом року, розміщуються в ліквідні та високоліквідні активи – депозитні вклади в банках до запитання, акції підприємств, які користуються значним попитом на ринку, золотовалютні цінності тощо;
- у випадку виникнення ситуації, яка підпадає під визначення кризи (наприклад, зниження обсягу валового внутрішнього продукту порівняно з відповідним кварталом попереднього року) або події, що може її спровокувати (банкрутство системоутворюючого банку, зниження попиту на продукцію найважливіших галузей на зовнішніх ринках тощо), кошти фонду використовуються для нівелювання дії негативних факторів, мінімізації впливу на економіку, усунення наслідків тощо;

## ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА ТА ЕКОНОМІЧНЕ РЕГУЛЮВАННЯ

- за недостатності фінансових ресурсів фонду залучається додаткове фінансування на внутрішніх та зовнішніх ринках;
- подальше функціонування фонду відбувається за вказаним алгоритмом.

Формування фінансових ресурсів антикризового державного фонду охоплює як його основні, так і інші доходи (рисунок). Загалом це дасть можливість акумулювати значний обсяг фінансових ресурсів на момент кризи.

Важливим питанням є вплив створення антикризового фонду не лише на стан державних фінансів та їхню стійкість у період кризи, а й на динаміку валового внутрішнього продукту. Відомо, що значні видатки бюджету позитивно впливають на економічне зростання і навпаки. Тобто очікується, що такий захід призведе до певного сповільнення розвитку національної економіки. Проте не всі видатки зведеного бюджету сприяють економічному зростанню. Як вказує Б. І. Кабаці, вплив видатків зведеного бюджету на фінансування державного управління характеризують неефективне, з економічної точки зору, використання фінансових ресурсів [31, с. 366]. У побудованій автором багатофакторній економетричній моделі сумарного впливу зміни величин видатків за окремими статтями на зростання ВВП ці видатки (на



Рисунок. Процес формування фінансових ресурсів антикризового державного фонду

Складено автором.

фінансування державного управління) не впливають прямо на ситуацію на товарному ринку країни. Саме тому у визначеній автором моделі коефіцієнт, що відповідає видаткам на управління, є від'ємним, відображаючи обернену залежність між величиною видатків на державне управління та темпом змін реального валового внутрішнього продукту [31, с. 366].

Тому при формуванні антикризового фонду та його подальшому фінансуванні ми пропонуємо паралельно знижувати видатки на державне управління і вивільнені кошти (щороку в розмірі 1 % суми видатків бюджету) спрямовувати у цей фонд. Відомо, що система державного управління функціонує неефективно, на державні органи покладено значну кількість функцій, які вони не виконують або виконують непродуктивно. Адміністративна реформа з метою оптимізації роботи бюрократичного апарату та скорочення кількості державних службовців здатна вивільнити необхідні ресурси для реалізації запропонованого нами заходу і водночас не мати негативного впливу на динаміку зростання валового внутрішнього продукту.

Важливо звернути увагу на те, у які саме активи здійснюватиме інвестиції антикризовий фонд у період економічного зростання. Ми пропонуємо встановити певні обмеження на їх формування, зокрема сума інвестицій за окремим напрямом не повинна перевищувати такої частки від загальної суми пасивів фонду:

- не більш як 50 % коштів – на формування депозитних вкладів у банках та не більше 4 % – у одному банку;
- не більш як 35 % коштів – на купівлю акцій, що обертаються на організованій фондовій біржі в Україні, та не більше 1,5 % – на одне підприємство;
- не більш як 25 % коштів – на купівлю акцій, що обертаються на організованій фондовій біржі за кордоном, та не більше 0,5 % – на одне зарубіжне підприємство;
- не більш як 15 % коштів – в інші види цінних паперів, що обертаються на вітчизняному ринку. Основна вимога до них – висока надійність емітентів, постійний попит на організованому фондовому ринку, можливість за необхідності швидко реалізовувати ці папери для отримання грошових коштів та їх еквівалентів. Дозволяється купувати не більше 0,25 відмінних від акцій цінних паперів одного емітента;
- не більш як 10 % коштів – у банківські метали.

Диверсифікація структури активів антикризового фонду дасть змогу забезпечити стабільний приріст обсягу фінансових ресурсів фонду за прийняттого рівня ризику. Важливо обирати найліквідніші фінансові рішення, аби мати можливість швидко отримати кошти для екстреного фінансування антикризових заходів. І, звичайно, слід обирати фінансові інструменти, які випускають надійні емітенти, тобто такі, що працюють на ринку протягом тривалого періоду часу, демонструючи показники прибутковості вищі, ніж у середньому в економіці. Це свідчитиме про високий рівень менеджменту емітентів та низьку ймовірність втрати коштів фондом.

Щодо впливу цього заходу на стан державних фінансів у складних кризових періодах, то пропонуємо оцінити його на прикладі попередніх років економічного зростання. Це дасть можливість спрогнозувати ефективність

дій уряду за умови створення такого фонду та порівняти з реальною ситуацією у 2008–2011 рр.

Для оцінювання потенційного впливу запропонованого механізму на фіскальну стійкість України використаємо фактичні дані розвитку вітчизняної економіки у 2000–2011 рр., проте зробимо припущення, що фінансові умови відповідають очікуваним тенденціям протягом наступних років або є очікуваними у разі реалізації сукупності запропонованих заходів. Тобто припустимо, що була проведена адміністративна реформа, яка вивільнила частину фінансових ресурсів для створення антикризового фонду, тому в розрахунках обсяг валового внутрішнього продукту залишиться незмінним. Ставку нарахування визначаємо в обсязі приблизно 12 % – такі в середньому ставки на кошти до запитання пропонувала більшість банків в Україні в цей період. Окрім того, саме на такому та вищому рівнях функціонували найефективніші підприємства – емітенти цінних паперів. Стабільне економічне зростання, як бачимо у табл. 1, розпочалося у 2000 р., відповідно, починаючи з цього року й до II півріччя 2008 р. відбувалося відрахування коштів у антикризовий фонд. На ці самі кошти нараховуються проценти у розмірі 12 % річних.

Як результат, держава накопичила додаткових 14 868 млн грн (14 026 млн + 842 млн). Згідно з даними табл. 1 цих коштів достатньо для того, щоб повністю профінансувати найважливіші заходи боротьби з кризовими проявами,

Т а б л и ц я 1

**Оцінка потенційного впливу механізму антикризового фонду на вітчизняну економіку, млн грн**

Показники	Обсяг видатків	Відрахування до фонду	Кумулятивна сума	Нарахування на розміщені кошти	Обсяг запозичень на фінансування заходів боротьби із кризою у банківській сфері
2000	49118	491	491	59	
2001	54935	549	1099	132	
2002	61954	620	1851	222	
2003	75286	753	2826	339	
2004	91529	915	4080	490	
2005	134183	1342	5912	709	
2006	171812	1718	8339	1001	
2007	226000	2260	11600	1392	
I півріччя 2008 р.	103433	1034	14026	842	13770
II півріччя 2008 р.					
2009					23324
2010					6390
2011					8854

С к л а д е н о за: Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua> [32].

що торкнулися банківського сектору. Так, якщо обсяг випущених облігацій внутрішньої державної позики для додаткової докапіталізації банків становив 13 770 млн грн, то обсяг доступних фінансових ресурсів фонду – 107,97 % від цієї суми. А вже для фінансування подальших видатків у межах заходів боротьби з фінансовою кризою доцільно залучати додаткові кошти. Як результат, боргове навантаження на бюджет скоротилося б порівняно з реальною ситуацією. Важливо зазначити, що здатність швидко реагувати на такі шоки, як зниження вартості національної валюти, погіршення платоспроможності банків тощо, підвищує ефективність цих заходів. На прикладі комерційних банків можна виявити, що велика їх кількість зазнала впливу девальвації національної валюти, адже кредити в ній становили значну частку, а відповідно позичальники більшості банків мали проблеми з кредитоспроможністю. Проте катастрофічно криза вплинула на установи, рівень довіри до яких різко знизився. Саме по собі зменшення платоспроможності клієнтів не спричинило значних банкрутств – банки здатні оптимізувати витрати, переглянути умови кредитування клієнтів тощо. Проте одночасне невиконання фізичними та юридичними особами своїх зобов'язань і стрімкий відплив фінансових ресурсів із кредитної установи призвели до негативних явищ, які спостерігалися саме у 2008–2009 рр. Швидко реагування уряду на цю ситуацію та надання допомоги певному проблемному банку не лише сприяє підвищенню довіри до конкретної установи, а й здатне зупинити відплив капіталу, спричинений панікою, з інших фінансових установ. З огляду на таку позицію, вважаємо, що створення антикризового фонду матиме позитивний вплив на стабільність розвитку системи державних фінансів та підвищення фіскальної стійкості в Україні.

Одна з можливих проблем у цій сфері – маніпулювання правилами використання фінансування з фонду залежно від політичної кон'юнктури, поточного політичного циклу тощо. Як показує дослідження Р. Шанна [33], законотворці застосовують кошти фонду утричі частіше, якщо виникнення фіскального шоку припадає на період перед виборами, ніж за звичайних умов. Щодо Резервного фонду, то наразі в законодавстві визначено таке: рішення про виділення коштів з резервного фонду бюджету приймаються відповідно Кабінетом Міністрів України, Радою міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими державними адміністраціями, виконавчими органами місцевого самоврядування [30]. Вважаємо, що ця норма дає можливість маніпулювати правилами використання коштів фонду, а тому рекомендуємо законодавчо закріпити визначення термінів “економічна криза”, “фактори економічної кризи”, “прояви економічної кризи”. Крім того, слід прописати у законі, що ресурси фонду можуть бути вилучені для фінансування антикризових заходів лише в умовах “проявів економічної кризи” або стійкого впливу “факторів економічної кризи”.

Для того щоб забезпечити ефективне функціонування антикризового фонду, його правила мають бути:

- гнучкими (за необхідності проведення антикризової політики);
- надійними (постійними);

– прозорими (фонд легко контролювати і ним важко маніпулювати) [10, с. 178].

Іншим важливим аспектом при управлінні середньостроковою фінансовою стійкістю є встановлення бюджетних правил, зокрема щодо управління боргом.

Стаття 18 Бюджетного кодексу України визначає, що загальний обсяг державного боргу та гарантованого державою боргу на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 60 % річного номінального обсягу ВВП України; загальний обсяг місцевого боргу та гарантованого АР Крим чи територіальною громадою міста боргу (без урахування кредитів МФО) станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200 % (для м. Києва – 400 %) середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку [30]. Загалом прийнятний рівень боргу не є надто високим порівняно із високорозвинутими державами світу. Водночас міжнародні фінансові організації, такі як Світовий банк та Міжнародний валютний фонд, вказують на критичні значення показників навантаження боргу на економіку країн з низьким рівнем доходу (табл. 2).

Значення показника частки державного боргу у валовому внутрішньому продукті на прийнятному рівні дає кредиторам уряду впевненість у тому, що вони отримують власні кошти з нарахованими на них процентами (якщо це було передбачено).

У зв'язку із суспільно-політичною кризою в Україні у листопаді 2013 р. – лютому 2014 р., яка в подальшому спричинила економічну кризу з різкою девальвацією національної валюти та проведенням антитерористичної операції в східних областях, уряд у 2014 р. залучив значну кількість коштів на зовнішніх та внутрішньому ринках капіталів для забезпечення виконання своїх зобов'язань. Так, згідно із законом України про Державний бюджет України на 2014 р. від березня передбачено зростання боргу на 219,6 млрд грн порівняно з результатами 2013 р. В абсолютному значенні він досягне рівня 804 млрд грн, або 52,7 % ВВП. Дефіцит державного бюджету передбачений законом на рівні 4,5 %, що на 0,1 % більше порівняно з 2013 р. [35; 36]. Крім того, згідно з документом, підготовленим у Міністерстві економічного роз-

Т а б л и ц я 2

**Критичні значення показників навантаження боргу на економіку країн з низьким рівнем доходу відповідно до даних Світового банку та Міжнародного валютного фонду**

Показники	Критичні значення, %
Співвідношення державного боргу до валового внутрішнього продукту	30–50
Співвідношення державного боргу до експорту	100–200
Співвідношення державного боргу до доходів зведеного бюджету	200–300
Видатки на обслуговування боргу до експорту	15–25
Видатки на обслуговування боргу до доходів зведеного бюджету	25–35

С к л а д е н о за: Revisiting the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries. IMF and World Bank. – 2012. – Р. 6. [34].

витку і торгівлі 16 травня 2014 р. на підставі опитування провідних економістів і вчених, зниження реального ВВП України у 2014 р. дорівнюватиме мінус 4,6 % (оцінки коливаються від -2,9 до -8 %) [37]. А останні прогнози Міністра фінансів України О. Шлапака свідчать, що Україна може недоотримати 8–9 % валового внутрішнього продукту у зв'язку з бойовими діями на сході країни, де зосереджена велика кількість промислових підприємств [38]. Звісно, така ситуація вкрай негативно позначається на фінансовій стійкості.

Однак, з огляду на умови, які призвели до такої ситуації в економіці, та їх непередбачуваність і неможливість прогнозування, є підстави сподіватися, що уряд надалі провадитиме виважену євроінтеграційну економічну політику, спрямовану на зменшення боргового навантаження на бюджет та зниження рівня дефіциту у майбутньому. У 2015 р. експерти розраховують на зростання економіки – збільшення реального ВВП до 2,2 %, а в 2016–2017 рр. – до 3,9 % [37]. Тому в середньостроковій перспективі дозволений рівень державного боргу можна зменшити до 45 % від обсягу валового внутрішнього продукту саме в таких межах у 2013 р. Міжнародний валютний фонд прогнозував його для України до 2018 р. [39]. Збереження державного боргу на цьому рівні продемонструє спрямованість політики на підвищення довіри міжнародних кредиторів до національної економіки, що сприятиме зменшенню вартості залучення нових позик, збільшенню обсягу інвестицій у країну та посиленню фінансової стійкості.

Зважаючи на проблеми з фінансовою стійкістю в Україні та непередбачуваний розвиток подій, цілком реальним у середньостроковому періоді може бути зростання дефіциту бюджету. Тому, на нашу думку, доцільно розглянути можливий вплив зміни розміру реальної процентної ставки та реального приросту валового внутрішнього продукту на щорічну фінансову стійкість у середньостроковій перспективі. Згідно з даними табл. 3 за передбачуваного рівня приросту валового внутрішнього продукту в 2,5–3 % реальна вартість обслуговування державного боргу на рівні 5 % дасть можливість формувати зведений бюджет України з дефіцитом.

Таблиця 3

**Чутливість середньострокової фінансової стійкості до зміни макроекономічних індикаторів, %**

Зростання валового внутрішнього продукту	Реальна процентна ставка							
	0	2	3	5	7	10	15	20
0	-1,28	-0,53	-0,15	0,60	1,34	2,47	4,34	6,21
1	-1,65	-0,90	-0,53	0,21	0,95	2,06	3,91	5,76
1,5	-1,83	-1,09	-0,72	0,02	0,75	1,86	3,70	5,55
2	-2,01	-1,28	-0,91	-0,17	0,56	1,66	3,49	5,33
2,5	-2,19	-1,46	-1,09	-0,36	0,37	1,46	3,29	5,11
3	-2,37	-1,64	-1,28	-0,55	0,18	1,27	3,08	4,90
5	-3,06	-2,34	-1,99	-1,28	-0,56	0,51	2,29	4,07

Складено автором.



Подальше нарощування державного боргу під 8–12 % річних призведе до того, що середньозважена вартість обслуговування боргу збільшиться, а відповідно і посиляться навантаження процентних виплат на бюджет, що уможливить формування бюджету з дефіцитом.

Звичайно, позитивно на стан державних фінансів вплине приріст валового внутрішнього продукту. Так, навіть за високої вартості державного боргу – на рівні 7 %, за умови, що темп приросту валового внутрішнього продукту становитиме 5 %, уряд зможе формувати бюджет із дефіцитом 0,56 %, тобто існуватиме певний запас фінансової міцності.

За умов негативного розвитку подій, а саме низького попиту на продукцію найважливіших українських галузей або зменшення обсягів її виробництва, подальшого пригнічення ділової активності реальний приріст внутрішнього валового продукту протягом 2015–2017 рр. буде нульовим. У такому разі, якщо припустити, що поточна вартість боргу не змінюватиметься, загрози фіскальній стійкості національної економіки будуть некритичними й уряд зможе залучати додаткові фінансові ресурси для збалансування доходів і видатків. Реально фіскальна вразливість національній економіці у середньостроковій перспективі загрожуватиме лише за низького приросту валового внутрішнього продукту та високих видатків на обслуговування державного боргу. Така ситуація, на наш погляд, малоімовірна, а тому можна зробити висновок про здатність держави у середньостроковій перспективі збалансувати доходи і видатки.

Очевидно, що в таких умовах можна підвищити рівень фіскальної стійкості, знизивши вартість залучення фінансових ресурсів до державного бюджету або, як альтернатива, перекинувши частину видатків із державного бюджету на приватних інвесторів, що забезпечить зменшення потреби у позикових коштах. Цього можна досягти, використавши один з ефективних механізмів інвестування та управління фіскальною стійкістю – інфраструктурні облігації. Верховна Рада України 10 жовтня 2013 р. прийняла в першому читанні законопроект “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України відносно емісії цінних паперів” № 2072 [40], який регламентує випуск таких облігацій. Згідно із законопроектом інфраструктурні облігації визначаються як корпоративні облігації, що розміщуються підприємством із метою залучення грошових коштів для фінансування створення та/або відновлення (реконструкції, модернізації) інфраструктури, що здійснюється відповідно до договору, укладеного в межах державно-приватного партнерства.

Сьогодні в контексті необхідності відбудови зруйнованої внаслідок бойових дій на сході країни транспортної та промислової інфраструктури питання запровадження інфраструктурних облігацій у практику фінансування інвестиційних проектів держави надзвичайно актуальне. За останніми підрахунками, первинна сума потрібних коштів, що включає відновлення пошкодженої інфраструктури, реінтеграцію східних областей і зміну якості життя місцевого населення, становить 11 млрд грн. За словами віце-прем'єр-міністра В. Гройсмана, уряд приймає оперативні рішення, що стосуються відновлення інфраструктури, співпрацюючи з місцевою владою та бізнесом [41]. Саме в цих умовах виникає реальна можливість залучити кошти при-

ватних компаній і населення через такий інструмент, як інфраструктурні облігації.

У міжнародній практиці випуску та обігу інфраструктурних облігацій виокремлюють такі їхні особливості порівняно з традиційними корпоративними облігаціями:

- 1) цільове використання коштів;
- 2) інституційні (пенсійні фонди, страхові компанії) та інші консервативні інвестори як основні інвестори, що здійснюють вкладення в інфраструктурні облігації;
- 3) довгостроковий період обігу, прив'язаний до терміну будівництва (модернізації) інфраструктурного об'єкта й періоду його експлуатації/окупності, що в середньому становить 15–25 років;
- 4) забезпечення облігаційного випуску, зокрема, державними гарантіями, заставою майнових прав, страхуванням ризиків, банківськими гарантіями, іншими способами [42].

Інфраструктурні облігації широко застосовуються у багатьох країнах. За оцінками дослідницької групи Preqin, у 2011 р. обсяг інфраструктурних активів (прямі інвестиції) у світі під керівництвом інституційних інвесторів досяг 174 млрд дол. США, подвоївшись порівняно з докризовим 2007 р. [43]. Такий спосіб фінансування використовується при реалізації інфраструктурних проектів у Австралії, Бразилії, Індії, Казахстані, Південній Кореї, Польщі, США, Чилі та ін.

Для впровадження механізму інфраструктурних облігацій слід виконати такі завдання:

- закріпити у законодавстві їхній статус;
- розробити належне нормативно-правове забезпечення, що дасть змогу проводити емісію та використовувати кошти, виручені таким чином;
- створити юридичну особу або державний орган, який вивчатиме процес обґрунтування інвестиційних проектів, їх маркетинг, менеджмент проекту, обіг інфраструктурних облігацій;
- розробити методику визначення дохідності облігацій та закріпити її у законодавчому порядку;
- здійснити пробний випуск інфраструктурних облігацій, систематизувати дані за такою дією, оптимізувати нормативно-правове забезпечення цього заходу.

Інфраструктурна облігація може стати ефективним засобом інтенсифікації інвестиційної діяльності загалом і водночас – підвищення фіскальної стійкості. На відміну від європейських країн з розвинутою економікою, в Україні фізичні та юридичні особи можуть вкладати накопичені вільні ресурси лише в депозитні продукти комерційних банків. Інвестування в цінні папери емітентів-підприємств неефективне, адже прозорість діяльності вітчизняних суб'єктів господарювання низька, звичайний власник облігацій або акцій підприємства не здатен отримати повну інформацію про бізнес-модель та перспективи роботи емітента. Вкладення в інститути спільного інвестування також недоцільне, адже протягом останніх п'яти років більшість із них демонстрували або від'ємну прибутковість, або нижчу за депозитні продукти

банків. У таких умовах створення надійного інструменту для інвестування фізичними та юридичними особами дасть можливість залучити значний обсяг коштів для фінансування проектів із рентабельністю 15–20 % на рік. При розрахунку дохідності важливо враховувати витрати, здійснені проектною установою, компанією, що реалізовувала проект. Умови та термін погашення облігацій мають бути чітко визначеними та не змінюватися (у напрямі збільшення терміну обігу облігацій) протягом періоду реалізації проекту. Проте доцільно передбачити можливість дострокового погашення зобов'язань за цінними паперами, що стимулюватиме швидке завершення проекту. Облігації повинні вільно обертатися на фондовому ринку.

Альтернативними напрямами вкладення коштів, виручених від продажу інфраструктурних облігацій, вважаємо:

- будівництво платних автомагістралей;
- об'єкти електро-, водопостачання та водоочисні споруди;
- сільське господарство, наприклад, будівництво елеваторів та іншої інфраструктури, необхідної для ефективної роботи дрібних та середніх підприємств;
- розвідку та розроблення родовищ сланцевого газу;
- інвестиції в альтернативні джерела енергії (на основі відновлюваних ресурсів);
- інші напрями, що є потенційно прибутковими та здатними зацікавити вкладника не лише прийнятною дохідністю, а й благами, які генеруватиме завершений проект.

Важливо, щоб кошти, отримані за конкретною облігацією, могли спрямовуватися лише на фінансування визначеного проекту, тобто вкладник повинен сам обирати, за яким напрямом їх витратити. Це дасть змогу у ринкових умовах оцінити перспективність кожного проекту та відсіяти ті, котрі були оцінені державою як прибуткові та низькоризикові, проте такими не є. Крім того, вкладник отримуватиме прямі блага від завершення проекту (крім, власне, доходу на його кошти), наприклад, будівництво платної автостради, якою він щодня користуватиметься, дасть можливість знизити видатки на паливно-мастильні засоби та ремонт автомобіля.

На нашу думку, ефективність реалізації таких проектів навіть тими установами, які в поточних умовах працюють непрозоро та з порушеннями, наприклад Укравтодор, при застосуванні механізму інфраструктурних облігацій зросте. Значна частина вкладників, очевидно, уважно стежитиме за роботою таких установ, тобто посилиться контроль громадськості за ефективністю використання коштів. Проте найкращим варіантом для реалізації інвестиційних проектів все ж є залучення приватних компаній.

Для стимулювання розвитку облігаційного фінансування держава може вжити заходи у формі надання:

- податкових пільг власникам облігацій у формі пільг із податку на доходи фізичних осіб або прибуток юридичних осіб;
- податкових пільг концесіонеру;
- державних гарантій за грошовими зобов'язаннями концесіонера перед власниками інфраструктурних облігацій;

- можливості застави облігацій як забезпечення за кредитом, що надається державним банком, з метою залучення кредитних організацій як інвесторів [42].

Важлива також підтримка інфраструктурних облігацій з боку місцевих органів влади, наприклад, у вигляді надання муніципальних гарантій або додаткових податкових пільг з урахуванням території реалізації проекту тощо. Окремі пільги і переваги можуть встановлюватися для особливих економічних зон (ОЕЗ), зокрема звільнення від оподаткування власників інфраструктурних облігацій, розміщених із метою фінансування певних інфраструктурних проектів на території ОЕЗ [44].

Результатом фінансування за рахунок інфраструктурних облігацій буде розширення фіскального простору для отримання ресурсів з метою реалізації інвестиційної діяльності держави, зниження видатків зведеного бюджету України, а відповідно, й послаблення боргового навантаження. Застосування механізму цих облігацій сприятиме активному будівництву та модернізації об'єктів транспортної й виробничої інфраструктури, заміщенню державних інвестицій приватними, здійсненню взаємовигідних схем співпраці держави і приватних підприємницьких структур. Для адаптації світового досвіду використання інфраструктурних облігацій та його застосування в Україні з метою залучення інвестицій для модернізації інфраструктури необхідно, на нашу думку, створити робочу групу з науковців і експертів Міністерства інфраструктури України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Укрзалізниці й Укравтодору та інших зацікавлених організацій.

Отже, проблеми, пов'язані з економічною кризою, девальвацією національної валюти, зовнішньою агресією та політичною нестабільністю вкрай негативно позначилися на фіскальній стійкості України. Потреба в додаткових ресурсах для розв'язання цих проблем зумовила зростання внутрішньої та зовнішньої заборгованості в державі. За різними прогнозами, у 2014 р. відбудуться значне скорочення ВВП та зростання бюджетного дефіциту. Крім того, назріла потреба в проведенні глибоких реформ практично в усіх сферах суспільно-економічного життя. У таких умовах актуалізується пошук напрямів підвищення фіскальної стійкості на середньо- та довгострокову перспективу й розширення фіскального простору, адже дії уряду, спрямовані на вирішення термінових завдань зі стабілізації фінансової ситуації, можуть негативно вплинути на фіскальну стійкість у майбутньому. Тому для подальшого підвищення середньострокової та довгострокової фіскальної стійкості в Україні запропоновано сукупність заходів, які забезпечать можливість швидко й адекватно реагувати на зовнішні та внутрішні шоки:

- створення антикризового державного фонду, накопичені фінансові ресурси якого спрямовуватимуться на фінансування першочергових заходів боротьби з кризою;
- зниження законодавчо закріпленого максимального прийняттого рівня державного боргу з 60 до 45 % та реальне забезпечення його стабільності в межах цього значення, що дозволить сформувати рейтинг надійного позичальника на ринку капіталів та здешевити вартість позикових коштів;

- використання механізму інфраструктурних облігацій для розширення фіскального простору, які дадуть можливість перекласти частину видатків з бюджету на суб'єктів ринку, що знизить потребу держави у додаткових фінансових ресурсах, а отже, забезпечить підвищення фіскальної стійкості.

**Список використаних джерел**

1. *Afonso A.* Fiscal Sustainability: The Unpleasant European Case. / A. Afonso // FinanzArchive. – 2005. – № 61. – P. 19–44.
2. *Afonso A.* 3-Step analysis of public finances sustainability: the case of the European union. / A. Afonso, C. Rault // European Central Bank working paper series. – 2008. – № 908. – June. – P. 10.
3. *Balassone F.* Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU / F. Balassone, D. Franco // Fiscal Sustainability. Public Finance Workshop (Perugia, 20–22 January, 2000). – Roma : Banca d'Italia, 2000. – P. 21–60.
4. *Benz U.* Indicators for Measuring Fiscal Sustainability: A Comparative Application of the OECD-Method and Generational Accounting, Diskussionsbeiträge / Ulrich Benz, Stefan Fetzer. // Institut für Finanzwissenschaft der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau, №. 118. – 2004. – P. 1–24.
5. *Blanchard O.* The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question / O. Blanchard, J. C. Chouraqui, R. P. Hagemann, N. Sartor // OECD Economic Studies. – 1990. – №. 15. – P. 7–36.
6. *Buiter W. A.* Guide to Public Sector Debt and Deficits. / W. A. Buiter // Economic Policy. – 1985. – № 1 (1). – P. 13–79.
7. *Buiter W. H.* Notes on “A Code for Fiscal Stability” / W. H. Buiter // Oxford Economic Papers. – 2001. – Vol. 53. – P. 1–19.
8. *Buiter W. H.* Reforming EMU's fiscal policy rules; some suggestions for enhancing fiscal sustainability and macroeconomic stability in an enlarged European Union / W. H. Buiter, C. Grafe // Monetary and Fiscal Policies in EMU: Interactions and Coordination, Cambridge University Press. – 2003. – P. 92–145.
9. *Buiter W. H.* Fiscal Sustainability, presented at the Egyptian Center for Economic Studies in Cairo on 19 Oct. 2003, MIMEO, European Bank for Reconstruction and Development, Jan. 2004.
10. *Burnside C.* Fiscal sustainability in theory and practice: a handbook / C. Burnside, ed. by C. Burnside // The World Bank. Washington, D.C. – 2005. – 285 p.
11. *Croce E.* Assessment of the Fiscal Balance / E. Croce [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/content/pdfs/l-7a.pdf>
12. *Croce E.* Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison / E. Croce, V. Juan-Ramon // IMF Working Paper № 03/145. – Washington : International Monetary Fund, 2003. – 33 p.
13. *Heller P.* Understanding Fiscal Space / P. Heller // IMF Policy Discussion Paper. – 2005. – № 05/4. – 18 p.
14. *Krejdl A.* Fiscal Sustainability – Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability / A. Krejdl. // CNB Working Paper Series 3/2006. – Prague : the Czech National Bank. – 2006. – 29 p.
15. *Padoan P. C.* Fiscal policy in the crisis: impact, sustainability and long-term implications / P. C. Padoan // Asian Development Bank Institute Working Paper Series № 178. – December 2009. – 19 p.

16. *Hagen, J. von.* The sustainability of public finances and fiscal policy coordination in the EMU / J. von Hagen // № 412. – 2010. – P. 8.
17. *Васильева Е. А.* Анализ стабилизационной функции и устойчивости государственных финансов Российской Федерации / Е. А. Васильева, С. А. Власов, А. А. Пономаренко // Экономический журнал ВШЭ. – 2009. – № 3. – С. 383–402.
18. *Власов С. А.* Обеспечение устойчивости государственных финансов в условиях антикризисного развития : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / С. А. Власов. – Саранск, 2010. – 156 с.
19. *Власов С. А.* Теоретические аспекты применения понятия устойчивости государственных финансов / С. А. Власов // Компетентность. – 2010. – № 6. – С. 30–36.
20. *Митрохин В. В.* Повышение устойчивости государственных финансов. / В. В. Митрохин, С. А. Власов // Компетентность. – № 8 (79). – 2010. – С. 50–54.
21. *Власов С.* Исследование устойчивости государственных финансов России / С. Власов // Вопросы экономики. – 2011. – № 7. – 160 с.
22. *Велиев З. Т.* Фискальная устойчивость: теория и практика [Текст] / З. Т. Велиев // Проблемы современной экономики: материалы междунар. заоч. науч. конф. (г. Челябинск, декабрь 2011 г.). – Челябинск : Два комсомольца, 2011. – 65 с.
23. *Громова А. С.* Финансовая устойчивость и безопасность бюджетной системы как ключевые факторы развития национальной экономики / А. С. Громова // Вестник Томского государственного университета. – 2012. – № 1 (17). – 156 с.
24. *Гасанов С. С.* Формування системи індикаторів фінансової стійкості сектору загального державного управління / С. С. Гасанов, В. П. Кудряшов, Р. Л. Балакін // Фінанси України. – 2012. – № 9. – С. 18–36.
25. *Копич Р. І.* Практичні підходи до визначення фіскальної стійкості країн Центральної та Східної Європи / Р. І. Копич // Економіка і прогнозування. – 2011. – № 3 – С. 42–60.
26. *Кудряшов В. П.* Стійкість державних фінансів / В. П. Кудряшов // Економіка України. – 2012. – № 10. – С. 54–67.
27. *Кудряшов В. П.* Фіскальна консолідація та її вплив / В. П. Кудряшов // Економіка України. – 2013. – № 9. – С. 31–46.
28. *Єфименко Т. І.* Фіскальний простір антикризового регулювання / Т. І. Єфименко. – К. : ДННУ “Акад. фін. управління”, 2012. – 226 с.
29. *Kimand R.* State and Local Tax Policy: What are rainy day funds and how do they work? / Kimand Rueben, Carol Rosenberg. // The Tax Policy Briefing Book. The Tax Centre Urban Institute and Brookings Institutions. – 2009. – August 12 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/state-local/fiscal/rainy-day.cfm>.
30. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
31. *Кабаци Б. І.* Вплив структури державних видатків на динаміку економічного зростання в Україні / Б. І. Кабаци // Університетські наукові записки / Хмельницький ун-т управління та права. – 2006, № 2 (18). – С. 363–366
32. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>.
33. *Shanna R.* The Political Manipulation of U.S. State Rainy Day Funds under Rules Versus Discretion / R. Shanna // State Politics and Policy Quarterly. – 2008. – № 8 (2). – P. 150–176.
34. Revisiting the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries. IMF and World Bank. – 2012. – P.6 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/011212.pdf>.

35. Державний борг. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=398647&cat\\_id=398646](http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=398647&cat_id=398646).
36. Основні показники фінансового стану за 2004–2014 рр. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=398672&cat\\_id=398671](http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=398672&cat_id=398671).
37. Падіння ВВП України у 2014 році складе 4,6 %: консенсус-прогноз Мінекономіки / Дзеркало тижня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://dt.ua/ECOMICS/padinnya-vvp-ukrayini-u-2014-roci-sklade-4-6-konsensus-prognoz-mineko-miki-143584\\_.html](http://dt.ua/ECOMICS/padinnya-vvp-ukrayini-u-2014-roci-sklade-4-6-konsensus-prognoz-mineko-miki-143584_.html).
38. Інтерв'ю Міністра фінансів України Олександра Шлапака кореспонденту ТСН, 15.10.14. / Міністерство фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=403682&cat\\_id=400877](http://minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=403682&cat_id=400877).
39. World Economic Outlook Database [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>.
40. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів: проект закону № 2072 від 23.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/JG1LK00A.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JG1LK00A.html).
41. Відновлення зруйнованого Донбасу вартує 11 мільярдів – Гройсман // Українська правда [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pravda.com.ua/news/2014/10/18/7041202>.
42. Никифороук О. І. Інфраструктурні облигації як інструмент залучення інвестицій для потреб модернізації в практиці зарубіжних країн / О. І. Никифороук, І. К. Чукаєва // Ефективна економіка. – 2014. – № 4 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2926>.
43. Офіційний сайт консалтингово-дослідницької компанії Preqin [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.preqin.com>.
44. Качалина Т. Инфраструктурные облигации: быть или не быть в России / Т. Качалина, Н. Лебедева [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rcb.ru/lp/2009-00/22946>.

*Стаття надійшла до редакції  
3 вересня 2014 року*