

УДК 336.276.4

Босенко О. С.

аспірант ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, bosenkosasha777@mail.ua

МОНЕТАРНО-ФІСКАЛЬНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ЯК ІНСТРУМЕНТ МЕХАНІЗМУ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БОРГОВОЇ СТІЙКОСТІ В УКРАЇНІ

Розглянуто основні аспекти, пов'язані з монетарно-фінансовим регулюванням як інструментом механізму забезпечення боргової стійкості в Україні. Проаналізовано причини та наслідки фінансової кризи 2007–2009 рр., у тому числі в країнах Європейського Союзу, та вказано на найслабші ланки фінансового управління, що проявилися в процесі розгортання кризи. Зазначено, що завдання забезпечення боргової стійкості в країнах ЄС стало одним із пріоритетних у кризовий період. З цією метою обгрунтовано вплив грошово-кредитної та фінансової політики, зокрема розробленої Міжнародним валютним фондом чи за його рекомендаціями, на механізм забезпечення боргової стійкості. Наведено рекомендації, надані провідними економістами світу, щодо координації монетарного та фінансового регулювання з метою покращання боргового управління. Наголошено, що фінансова криза 2007–2009 рр. дала можливість виявити найслабші ланки фінансового управління. Водночас у США було ухвалено низку рішень, пов'язаних із наданням короткострокових кредитів та інвестуванням у похідні цінні папери. Висновки, зроблені під час аналізу перебігу кризи, зокрема щодо монетарно-фінансового регулювання, більшість яких ураховуються в законі Додда – Франка, свідчать про слабкість тодішньої фінансової системи та дають можливість виокремити ряд практичних дій для вдосконалення грошово-кредитного та фінансового регулювання в Україні. Як результат, підбито підсумки щодо використання зазначених методик монетарно-фінансового регулювання в українських реаліях з метою забезпечення боргової стійкості.

Ключові слова: державний борг, боргова стійкість, монетарне регулювання, фінансове регулювання, Міжнародний валютний фонд.

Рис. 2. Літ. 14.

Босенко А. С.

аспірант ГУНУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна

МОНЕТАРНО-ФІСКАЛЬНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ЯК ІНСТРУМЕНТ МЕХАНІЗМУ ОБЕСПЕЧЕННЯ ДОЛГОВОЇ УСТОЙЧИВОСТІ В УКРАЇНІ

Рассмотрены основные аспекты, связанные с монетарно-финансовым регулированием как инструментом механизма обеспечения долговой устойчивости в Украине. Проанализированы причины и последствия финансового кризиса 2007–2009 гг., в том числе в странах Европейского Союза, и указано на слабые звенья финансового управления, проявившиеся в процессе разворачивания кризиса. Отмечено, что задача обеспечения долговой устойчивости в странах ЕС стала одной из приоритетных в кризисный период. С этой целью обосновано влияние денежно-кредитной и финансовой политики, в частности разработанной Международным валютным фондом или с его рекомендациями, на механизм обеспечения долговой устойчивости. Приведены рекомендации, предоставленные ведущими экономистами мира, по координации монетарного и финансового регулирования с целью улучшения

© Босенко О. С., 2017

ния долгового управления. Отмечено, что финансовый кризис 2007–2009 гг. позволил выявить слабые звенья финансового управления. В то же время в США был принят ряд решений, связанных с предоставлением краткосрочных кредитов и инвестированием в производные ценные бумаги. Выводы, сделанные при анализе течения кризиса, в частности касающиеся монетарно-фискального регулирования, большинство которых учитываются в законе Додда – Франка, свидетельствуют о слабости тогдашней финансовой системы и дают возможность выделить ряд практических действий по совершенствованию денежно-кредитного и фискального регулирования в Украине. Как результат, подведены итоги по использованию указанных методик монетарно-фискального регулирования в украинских реалиях с целью обеспечения долговой устойчивости.

Ключевые слова: государственный долг, долговая устойчивость, монетарное регулирование, фискальное регулирование, Международный валютный фонд.

Oleksandr Bosenko

SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, bosenkosasha777@mail.ua

MONETARY AND FISCAL REGULATION AS A TOOL FOR ENSURING DEBT SUSTAINABILITY IN UKRAINE

The article examines the main aspects of the monetary and fiscal adjustment mechanism as a tool for ensuring debt sustainability in Ukraine. The author analyzes the causes and consequences of the financial crisis of 2007–2009, in particular in the European Union, and indicates the weakest links in the financial management system identified in the course of the crisis. It is noted that the task to ensure debt sustainability in the European Union became one of the priorities during the crisis period. To this end, the impact of monetary and fiscal policy, in particular developed by the International Monetary Fund or based on its recommendations, on the mechanism for ensuring debt sustainability is justified. The author presents recommendations provided by leading economists of the world concerning the coordination of monetary and fiscal adjustment in order to improve debt management. The attention is focused on the fact that the financial crisis of 2007–2009 made it possible to identify the weakest links in financial management. At the same time, the US adopted a number of decisions related to the provision of short-term loans and investment in derivative securities. The conclusions drawn from the analysis of the crisis, in particular on monetary and fiscal regulation, most of which are taken into account in the Dodd-Frank law, testify to the weakness of the then financial system and provide an opportunity to identify a number of practical actions for improving monetary and fiscal regulation in Ukraine. The article summarizes techniques of monetary and fiscal regulation in the Ukrainian realities for the purpose of ensuring debt sustainability.

Key words: public debt, debt sustainability, monetary regulation, fiscal adjustment, the International Monetary Fund.

JEL classification: F55, H63, H68.

В умовах невизначеності сфери державних фінансів варто якнайповніше враховувати потенційні ризики та запобігати виникненню різноманітних раптових загроз, які можуть поставити під сумнів платоспроможність держави. Під час прийняття управлінських рішень потрібно зважати на оцінку монетарної та фискальної стійкості, а також на потенційні можливості обмеження боргового навантаження за умов утримання його економічно безпечного рівня.

Монетарно-фінансове регулювання є важливим інструментом у забезпеченні боргової стійкості кожної держави та дає змогу уникнути боргових ризиків за умови ефективного використання методик із забезпечення боргової стійкості в процесі такого регулювання.

Мета статті – проаналізувати вплив монетарно-фінансового регулювання на забезпечення боргової стійкості в Україні.

Темі монетарно-фінансового регулювання присвячено багато наукових публікацій. Велику увагу дослідженню питань, пов'язаних з визначенням впливу монетарного й фінансового регулювання на механізм забезпечення боргової стійкості та наслідків такого впливу та управління приділяли зарубіжні вчені, зокрема Н. Рубіні, С. Мім [1], Дж. Е. Стігліц [2] та ін. Проблематиці ефективного управління державним боргом країни присвячено роботи вітчизняних науковців: Я. Б. Базиліюка, В. Й. Башка, Т. П. Богдан, О. С. Власюка, Т. І. Єфименко, Г. В. Кучер, С. А. Лондара [3–8] та ін. Однак, попри численні дослідження, не всі аспекти цієї теми є з'ясованими та достатньо обґрунтованими.

Одним із факторів фінансово-економічної кризи 2007–2009 рр. стали прорахунки фінансових регуляторів США. Регулювання фінансового ринку США на початку 2000-х років здійснювалося на засадах Вашингтонського консенсусу, згідно з якими [1; 2]:

- 1) ринковий механізм забезпечує найдосконалішу конкуренцію; за відсутності зовнішніх впливів усі приватні й суспільні втрати та доходи правильно відображаються ринковими цінами;
- 2) ринки, що вільно функціонують, не загрожують безпеці національної економіки; “деструктивної” конкуренції також немає;
- 3) витрати на інформацію в ринковому середовищі є порівняно малими і не справляють істотного впливу на функціонування ринку.

Ще однією причиною прорахунків у фінансовому регулюванні США стала сама система організації нагляду. На рівні штату фінансові установи мають право вибирати такого регулятора. Оскільки “суворі” регулятори ризикували залишитись “поза справою”, вони були змушені йти на поступки установам і розглядати спірні моменти менш прискіпливо.

Таким чином, утворилася ситуація, коли банки, які регулювались Федеральною резервною системою (ФРС) і віддавали частину своєї “свободи” (їхні ризики, а отже, величина прибутку, обмежувались шляхом встановлення багатьох нормативів) в обмін на ймовірну підтримку від ФРС у разі несприятливої економічної ситуації, отримали можливість вкладати кошти в ризикові активи через пов'язані фінансові установи (страхові й інвестиційні компанії тощо). Останні застосовували інноваційні технології сек'юритизації, при цьому високоавторитетні рейтингові агентства гарантували покупцям “безризиковий” прибуток. Відповідно багато іноземних інвесторів із таких країн, як Китай, Німеччина, Японія, спрямовували свої кошти в США й викупували сек'юритизовані пакети цінних паперів.

Основний висновок полягає в тому, що криза, яку можна поділити на чотири основні етапи, виявила найслабші ланки фінансового управління. Перший та другий її етапи були зумовлені неефективною монетарною полі-

тикою (з недостатнім регулюванням банківської діяльності на другому етапі), на третьому етапі на тлі рецесії та економічного спаду слабкою виявилась бюджетна політика, а на четвертому – низький рівень управління державним боргом у поєднанні з неналежною бюджетною дисципліною [9].

Цей висновок підтверджується діями влади США в період активної протидії кризі та в найближчий посткризовий період: надання надзвичайних короткострокових (24- та 84-денних) кредитів банкам та інвестиційним компаніям, котрі інвестували значні суми в похідні цінні папери, пов'язані з іпотекою; придбання проблемних активів на загальну суму понад 1 млрд дол.; стимулювання споживчого кредитування шляхом створення спеціального фонду Term Asset Backed Securities Lending Facility (TALF); пом'якшення монетарної політики через зниження базової процентної ставки з 3,5 % до цільового діапазону в межах 0,00–0,25 %; рекапіталізація дев'яти банків шляхом придбання державою їхніх привілейованих акцій (серед них – Citigroup, J. P. Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley) за рахунок зростання державного боргу тощо.

Зазначені дії дали змогу подолати гарячу фазу кризи, але викриті нею невідповідності потребували кропіткої системної роботи.

Відомі дослідники Н. Рубіні [1] та Дж. Стігліц [2] на підставі аналізу перебігу кризи зробили низку висновків про шляхи трансформації сучасної фінансової системи. Ці висновки частково враховано в законі Додда – Франка (США), який набрав чинності у 2010 р.

1. Слід створити або єдиний регулятор (мегарегулятор), або забезпечити жорстку систему взаємодії декількох регуляторів фінансового ринку. Головним завданням їхньої взаємодії має бути усунення неконтрольованих сегментів фінансового ринку. Необхідним є перехід до ризикоорієнтованого (пруденційного) нагляду. У законі Додда – Франка йдеться про Раду Федеральної резервної системи, консультативний орган, який здійснює аналіз моніторингу фінансової системи та погоджує ухвалення відповідних рішень із боку ФРС.
2. Компанії, котрі позиціонують себе як системні й загрожують, у випадку дефолту, всій фінансовій системі, мають бути подрібнені або вольовим рішенням регулятора, або через встановлення нормативів, що роблять існування таких компаній недоцільним. Законом Додда – Франка розширено повноваження уряду під час роботи з банками, зокрема з тими, які потрапляють у кризову ситуацію.
3. Система страхування вкладів має стосуватись тільки комерційних банків, котрі контролюються численними нормативами, які унеможливають високі ризики. Інші фінансові установи можуть ризикувати, але під свою відповідальність. У законі Додда – Франка йдеться про створення потужної і самостійної установи з безпеки фінансових інструментів (Бюро з фінансового захисту споживачів). Введено обмеження на використання деривативів через стандартизацію контрактів, реалізацію деривативів дозволено тільки через відповідні електронні платформи.
4. Розмір кредитних важелів у фінансових установах повинен визначатись в абсолютному вимірі, а не “залежно від рівня ризику”. Те саме правило поширюється й на банківський капітал та резервну ліквідність. У законі

Додда – Франка передбачено механізм обмеження прийняття надмірно високих ризиків: у спекулятивній торгівлі фінансовим установам можна використовувати тільки власний капітал.

5. Вимоги стосовно винагороди топ-менеджерам фінансових компаній мають бути переглянуті. Вони не мають права існувати без прив'язки до результатів діяльності компанії.

6. При державному регулюванні діяльності фінансової системи уряд повинен спиратися на принципи достатності, відповідальності, прозорості.

Для оздоровлення банківської системи держава часто за рахунок коштів платників податків скуповувала “погані” активи банків. Уряд брав на себе роль “носія ризику останньої інстанції”, приватний борг став суспільним боргом. Але тут варто задіяти принцип відповідальності – “платить забруднювач”. Доцільніше запровадити додаткове оподаткування банків-“забруднювачів”, які генерують “погані” активи, ніж заощаджень або трудових доходів.

7. Допомога МВФ країнам, котрі за нею звертались, досить часто виявлялась неефективною для їх економіки. Фонд надавав кошти, але обумовлював це жорсткими умовами, виконання яких часто призводило до того, що економічний стан країн тільки погіршувався. Ці умови розроблялись переважно для того, аби західні кредитори змогли повернути свої кошти у збільшеному масштабі, а не для відновлення економік, котрі постраждали.

Глобальні кризові явища у фінансовому секторі, як зазначалось, уряди різних країн врегульовували за рахунок бюджетних коштів, коштів платників податків. Це призводило до кардинальної зміни ситуації у сфері державних фінансів, здебільшого через зростання боргового навантаження.

На рис. 1 показано динаміку зміни боргового навантаження в окремих країнах Європейського Союзу в 2009–2015 рр. Зростання такого навантаження є загальною тенденцією: для 19 країн Єврозони воно збільшилось із 78 до 91 % ВВП (на 13 в. п.), для ЄС-28 – із 73 до 85 % ВВП (на 12 в. п.).

Можна констатувати, що гострою проблемою під час цих процесів стала взаємодія центрального банку й міністерства фінансів з метою координації грошово-кредитної та фіскальної політики (остання є сукупністю заходів уряду із синхронізованого регулювання доходів і витрат держави, і, як наслідок, пов'язана з регулюванням дефіциту бюджету, що впливає на стан державного боргу).

Міністерство фінансів зазвичай відповідає за стан державного боргу, боргова політика формується з урахуванням аналізу та планування заходів із протидії борговим ризикам. Наведені на рис. 1 дані свідчить, що в багатьох країнах уряд в особі міністерства фінансів не враховував актуальних ризиків із боку фінансової системи, які в подальшому реалізувались і призвели до зростання боргового навантаження. Центральні банки у своєму регулюванні також не вважали небезпечними низку інших ризиків, що призвело, врешті-решт, до істотного збільшення такого навантаження. Країнами – лідерами в його нарощуванні стали Кіпр (збільшення на 55 в. п.), Греція (50 в. п.), Іспанія (46 в. п.), Португалія (45 в. п.). Найвище боргове навантаження серед країн ЄС у 2015 р. мали Греція (177 % ВВП), Італія (133 % ВВП), Португалія (129 % ВВП), Кіпр (109 % ВВП).

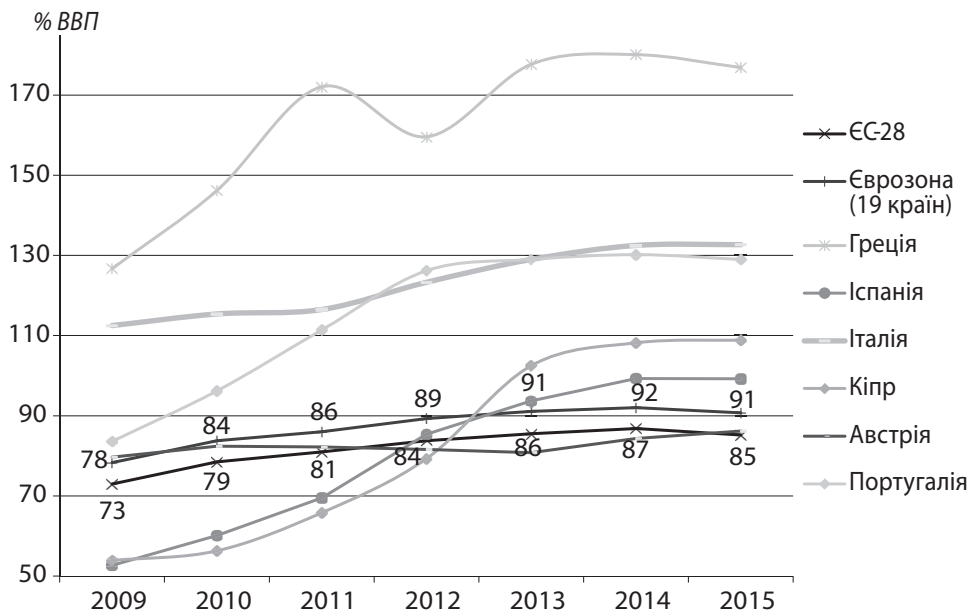


Рис. 1. Динаміка державного боргу в окремих країнах ЄС

Розраховано та складено за даними Євростату (<http://ec.europa.eu/eurostat>).

Отже, результатом стало додаткове навантаження на бюджет: збільшились видатки на обслуговування боргу, став необхідним пошук на фінансових ринках коштів для погашення боргу в набагато більших масштабах. Сукупно це звужує можливості соціально-економічного розвитку і вимагає жорсткіших, ніж раніше заходів, спрямованих на зменшення дефіциту бюджету. Реакцією на таке становище стало створення в ЄС Європейської ради з системних ризиків, яка розпочала роботу з 2012 р. Вона координує політику бюджетних обмежень для забезпечення стабільності євро та відповідає за макропруденційний нагляд за всією фінансовою системою союзу.

Зауважимо, що є ряд теоретичних напрацювань щодо здійснення координації монетарної та фіскальної політики.

Зокрема, в роботі [10] проведено моделювання рівня ставок кредитів з огляду на значну роль фіскальної політики в їх формуванні. Враховується вплив невиплаченого номінального боргу уряду на зміну рівня цін на гроші. Е. К. Ліпер модельно обґрунтовує залежність ставок податків і процентної ставки від рівня активності грошової або фіскальної політики [11]. Він доводить, що спосіб фінансування державного боргу варто планувати, зважаючи не просто на домінуючу (активнішу) політику в певному економічному середовищі, а й на особливості взаємодії грошової та фіскальної політики. Збільшення/зменшення обсягу державного боргу пов'язане з успішністю проведення координованої фіскальної і грошової політики. У випадку активної грошової та пасивної фіскальної політики здійснюється таргетування номінальних процентних ставок, грошова політика проводиться без урахування зміни державного боргу, бюджетний баланс забезпечується засобами фіскальної політики.

За умови активної фіскальної й пасивної грошової політики перша здійснюється без реагування на зміну заборгованості; баланс бюджету досягається шляхом сеньйоражу. Коли фіскальна й грошова політика активні одночасно, вони проводяться без огляду на зміни в обсязі державного боргу. Водночас у такому разі формується грошова пропозиція, яка враховує необхідність обслуговування наявного державного боргу.

Фахівці МВФ вказують на головні пріоритети в монетарній політиці, які під час її формування повинні враховувати центральні банки [12]. Це насамперед урахування результатів макропруденційного аналізу в рамках єдиної державної фінансової політики, яка охоплює й боргову політику, пріоритету забезпечення цінової стабільності макроекономічного середовища за умови стабільності функціонування бюджетно-податкової системи та стабільності у сфері державного боргу; удосконалення управління ліквідністю банківської системи та контролю за діяльністю всіх фінансових установ, потенційних одержувачів рефінансування від центрального банку.

У межах посткризового процесу трансформації макрофінансового управління у багатьох країнах відбувся перегляд цілей та завдань грошово-кредитної політики. Зокрема, до завдань центральних банків тепер належить забезпечення фінансової та макроекономічної стабільності, що потребує розширення інструментарію грошово-кредитної політики, а також їхніх повноважень. Стратегічно ці банки повинні забезпечити вивірену процентну політику, яка б дала змогу утримувати на необхідному рівні активність суб'єктів економічної діяльності та, відповідно, забезпечувати приріст реального ВВП. Як наслідок, зростатимуть доходи бюджету, стабілізується (або навіть зменшиться) дефіцит бюджету й, відповідно, стабілізується сфера державного боргу.

Стратегічні цілі координації грошово-кредитної та фіскальної політики може бути реалізовано на засадах єдності функціонального та інституційного підходів [9]. Перший означає, що стратегічні рішення ухвалюються в результаті взаємодії відповідних державних органів, до компетенції яких належить виконання певних завдань і функцій з метою досягнення поставлених цілей. Другий підхід передбачає створення додаткових правил, нормативно-правової регламентації діяльності відповідних державних органів, які проводять зазначену координацію, а також, за необхідності, формування нових повноважних органів.

У межах цих підходів можуть використовуватись гнучкі режими таргетування інфляції, коли центральний банк забезпечує її цільовий показник не в річному горизонті, а в середньостроковій перспективі. Водночас уряд зосереджується на вдосконаленні та реформуванні бюджетної і податкової системи. При цьому він може застосувати "фіскальне таргетування", яким передбачається обмеження бюджетного дефіциту й усунення його залежності від кон'юнктурних доходів бюджету.

Щодо інструментарію, то зміст координації грошово-кредитної та фіскальної політики полягає у взаємному доповненні дії інструментів і методів, використовуваних для управління рівнем інфляції, дефіциту державного бюджету та забезпеченням стійкості державного боргу. Зазвичай інструменти грошово-кредитної політики є дієвими в короткостроковому періоді, тоді

як інструменти бюджетно-податкової політики мають триваліший період впливу, вони спрямовані на забезпечення стійкого економічного зростання та збалансованості державного бюджету.

Державні цінні папери – основний інструмент, який встановлює місток між операціями, що визначають, з одного боку, грошово-кредитну політику, а з другого – фіскальну політику. Так, продаж ОВДП є джерелом доходів банків, такі цінні папери використовуються в операціях рефінансування банків центральним банком і водночас виступають для міністерства фінансів засобом покриття дефіциту державного бюджету. Оскільки держава є найнадійнішим позичальником, то дохідність ОВДП становить орієнтир для фінансового ринку щодо визначення цін інших фінансових активів. Однак у разі стрімкого збільшення дефіциту бюджету і фінансування його за рахунок ОВДП виникає ефект “вितіснення”, коли зменшується обсяг грошей у приватному секторі, зростають процентні ставки, знижується обсяг інвестицій. Це означає, що існує певна межа зазначеного способу фінансування бюджетного дефіциту, її перевищення призводить до спаду темпів економічного розвитку.

Варто також зважати й на так звані квазіфіскальні операції, які здійснюються підприємствами, установами, у тому числі фінансовими, за дорученням уряду. Відповідно до підходу МВФ, застосовуються кілька видів квазіфіскальних операцій [13; 14], котрі належать до фінансової системи:

- субсидійоване кредитування (надання кредитів за заниженими ставками);
- обов’язкові резерви, проценти за якими нараховуються за зниженою ставкою;
- верхні межі для кредитів;
- операції з надання екстреної фінансової допомоги.

Центральні банки також часто проводять квазіфіскальні операції при регулюванні діяльності фінансової системи, зокрема у випадку надання пільгових позик та цільових кредитів, і валютної системи в разі встановлення множинного валютного курсу й імпортного депозиту. Такі заходи зазвичай погоджуються з урядом замість прямої бюджетної підтримки, оскільки мають приблизно аналогічний економічний ефект. Разом із тим зазначені операції впливають на операційний баланс центрального банку, а тому повинні враховуватися під час аналізу загального фінансового стану. Зауважимо, що квазіфіскальні операції часто призводять до посилення інфляції, це ускладнює управління монетарними інструментами, погіршує стан грошового ринку. Якщо зазначені операції використовуються для покриття дефіциту бюджету, часто це спричиняє збільшення заборгованості уряду за державними цінними паперами перед центральним банком.

На рис. 2 наведено узагальнену схему, яка показує місце та залежність державної боргової політики від системи монетарно-фіскального координування.

Важливими інструментами у сфері активного монетарного регулювання є операції на відкритому ринку (в тому числі купівля/продаж ОВДП), зміна облікової ставки, через яку здійснюється вплив на ставку банківського кредитування, зміна норми резервування, котра впливає на обсяг грошової маси й темп інфляції, регулювання курсу національної валюти.

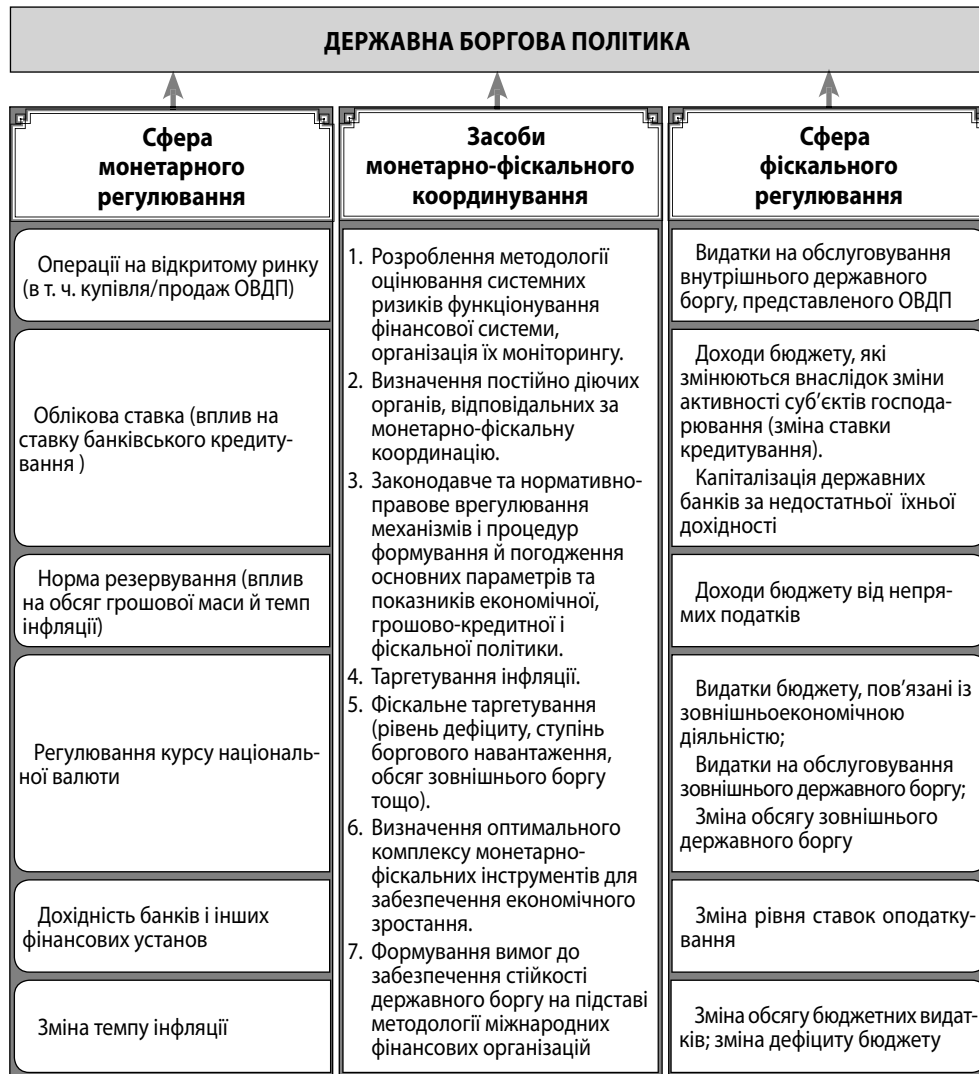


Рис. 2. Залежність державної боргової політики від системи монетарно-фіскального координування

Складено автором.

Умови купівлі/продажу ОВДП на відкритому ринку зумовлюють зміни обсягу видатків на обслуговування внутрішнього державного боргу, представленого в цих облігаціях. Регулювання таких видатків уже належить до сфери бюджетної політики. Тому брак монетарно-фіскальної координації може негативно впливати на сферу державних фінансів. Аналогічно зміна облікової ставки, здійснена центральним банком, впливатиме на доходи бюджету, що варіюються внаслідок коливань активності суб'єктів господарювання через зміну ставки кредитування.

За високих ставок кредитування кількість суб'єктів господарювання, які звертаються за кредитами, буде зменшуватись. Оскільки це основна стаття

доходів банківської діяльності, їхні доходи можуть зменшуватись і виникатиме необхідність їх додаткової капіталізації. Для бюджетної сфери це означатиме необхідність додаткової капіталізації державних банків. Зміна норми резервування центральним банком призводить до зміни обсягу грошової маси й, відповідно, темпу інфляції. У цьому разі змінюється обсяг надходжень до державного бюджету від непрямих податків, таких як ПДВ та акцизи. У випадку проведення дій із регулювання курсу національної валюти в бюджетній сфері зазнають змін обсяги видатків бюджету, пов'язаних із зовнішньо-економічною діяльністю, видатків на обслуговування зовнішнього державного боргу, загальний розмір зовнішнього державного боргу.

Активність бюджетно-податкової політики проявляється насамперед у змінах ставок податків, обсягу видатків, регулюванні рівня бюджетного дефіциту тощо. Такі дії впливають на монетарну сферу. Зокрема при зміні ставок податків змінюється дохідність банків та інших фінансових установ, темп інфляції. Останній зазнає змін і при зміні обсягу бюджетних видатків. Оскільки утримання контрольованої інфляції – одне з головних завдань монетарного регулювання, такі дії відповідним регуляторам необхідно чітко координувати.

Всі зазначені дії прямо або опосередковано впливають на стан державного й гарантованого державою боргу і за відсутності такої координації можуть призвести до його неконтрольованого зростання. Саме це й сталося в багатьох країнах внаслідок розгортання глобальних кризових явищ 2007–2008 рр.

Основними засобами реалізації монетарно-фіскальної координації є: розроблення методології оцінювання системних ризиків функціонування фінансової системи, організація їх моніторингу; визначення постійно діючих органів, відповідальних за монетарно-фіскальну координацію; законодавче та нормативно-правове врегулювання механізмів і процедур формування й погодження основних параметрів та показників економічної, грошово-кредитної і фіскальної політики; таргетування інфляції, фіскальне таргетування (рівні дефіциту, боргового навантаження, обсяг зовнішнього боргу тощо); визначення оптимального комплексу монетарно-фіскальних інструментів для забезпечення економічного зростання; формування вимог до забезпечення стійкості державного боргу на підставі методології міжнародних фінансових організацій.

Щодо організаційних аспектів, то у світовій практиці для координації монетарної та фіскальної політики використовуються різні форми співробітництва й узгодження дій органів державної влади: підписання меморандумів про співпрацю, створення тимчасових комісій або координаційних комітетів, до складу яких входять представники центрального банку, регуляторів та економічних підрозділів уряду.

Отже, перебіг глобальної фінансово-економічної кризи продемонстрував недосконалість систем монетарного й бюджетно-податкового регулювання. Загрозливі системні ризики функціонування фінансової системи не були вчасно ідентифіковані і, як наслідок, реалізувались.

Перший та другий етапи кризи спричинила слабка монетарна політика (з недостатнім регулюванням банківської діяльності на другому етапі), на третьому етапі на тлі рецесії та економічного спаду неефективною виявилась

бюджетна політика, а на четвертому – низький рівень управління державним боргом у поєднанні з неналежною бюджетною дисципліною. Отже, фінансовий ринок, звідки розпочалася криза, не забезпечив саморегулювання, посталала потреба в безпрецедентній допомозі держави банківській системі.

Наслідком став великий розмір державного боргу в багатьох країнах світу, зокрема ЄС. Держава перетворилась на останню інстанцію, яка взяла на себе ризики. Приватний борг, що виник через схильність до надмірних ризиків із боку фінансових установ, став суспільним боргом, боргом платників податків.

У результаті посткризового аналізу, проведеного відомими економістами, постало розуміння, що державну боргову політику не можна розглядати відособлено. Координація монетарно-фіскального регулювання є одним із засобів боргової політики, інакше ряд боргоформуючих ризиків стає неконтрольованим і може реалізуватися, як сталося в 2007–2009 рр. Саме тому цей досвід є доцільним для використання в українських реаліях, оскільки становить невід’ємну складову в розробленні довгострокової стратегії управління державним боргом.

Список використаних джерел

1. Рубини Н., Мим С. Как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям; пер. с англ. В. В. Ильина. М.: Эксмо, 2011. 384 с. (Экономика: мировые тенденции).
2. Стиглиц Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса; пер. с англ. В. Лопатка. Москва: Эксмо, 2011. 512 с.
3. Богдан Т. П. Державний борг України: особливості формування та управління в сучасних умовах. *Фінанси України*. 2013. № 1. С. 32–46. URL: http://fu.minfin.gov.ua/docs/FU_13_01_032_uk.pdf.
4. Iefyutenko T. Fiscal reforms and sustainable development in Ukraine. *Фінанси України*. 2016. № 3. С. 7–14.
5. Кучер Г. В. Управління державним боргом: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01. Київ : Б. в., 2002. 19 с.
6. Лондар С. А., Башко В. Й. Підходи до систематизації й контролю ризиків, пов’язаних із управлінням державним боргом в Україні. *Фінанси України*. 2012. № 6. С. 3–14.
7. Лондар С. А., Кузнецов К. В. Співробітництво України та МВФ як фактор макрофінансової стабілізації. *Фінанси України*. 2015. № 4. С. 48–66. URL: http://fu.minfin.gov.ua/docs/FU_15_04_048_uk.pdf.
8. Перспективи співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями / О. С. Власюк, Я. Б. Базиліюк, Д. Ю. Венцковський, О. С. Лапко. *Фінанси України*. 2012. № 9. С. 3–17.
9. Науменкова С., Міщенко С. Основні напрями координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики. *Вісник Національного банку України*. 2012. № 5. С. 13–21.
10. Woodford M. Fiscal Requirements for Price Stability. *NBER Working paper*. 2001. No. 8072. P. 78.
11. Leeper E., Sims C., Zha T. What does monetary policy do? *Brookings Papers on Economic Activity*. 1996. № 2. P. 1–63.
12. World Economic and Financial Surveys. Fiscal Monitor. Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks / International Monetary Fund. 2011. September. 79 p. URL: <http://www.imf.org/%20external/pubs/ft/fm/2011/02>.

13. Code of good practices on fiscal transparency / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/051507c.pdf>.
14. Руководство по обеспечению прозрачности в бюджетно-налоговой сфере (2007 год) / Международный валютный фонд. URL: <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/rus/manualr.pdf>.

References

1. Roubini, N., Mihm, S. (2011). *Kak ya predskazal krizis: e`kstretnyy`j kurs podgotovki k budushhim potryaseniyam* [Crisis economics: a crash course in the future of finance]. Moscow: E`ksmo [in Russian].
2. Stiglitz, J. (2011). *Krutoe pike: Amerika i novyy`j e`konomicheskij poryadok posle global`nogo krizisa* [Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy]. Moscow: E`ksmo [in Russian].
3. Bohdan, T. P. (2013). Derzhavny`j borh Ukrayiny`: osobly`vosti formuvannya ta upravlinnya v suchasny`kh umovakh [Public debt of Ukraine: features of modern formation and management]. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 1, 32–46. Retrieved from http://fu.minfin.gov.ua/docs/FU_13_01_032_uk.pdf [in Ukrainian].
4. Iefymenko T. (2016). *Fiscal reforms and sustainable development in Ukraine*. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine]: 3, 7–14.
5. Kucher, H. V. (2002). *Upravlinnya derzhavny`m borhom* [Public debt management] (Unpublished master's thesis). Ky`yiv [in Ukrainian].
6. Londar, S. L., Bashko, V. J. (2012). Pidkhody` do sy`stematy`zacyi j kontrolyu ry`zy`kiv, pov`yazany`kh iz upravlinnyam derzhavny`m borhom v Ukrayini [Approaches to systematization and control of risks associated with public debt management in Ukraine]. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 6, 3–14 [in Ukrainian].
7. Londar, S. L., Kuznyecov, K. V. (2015). Spivrobitny`ctvo Ukrayiny` ta MVB yak faktor makrofinansovoyi stabilizacyi [Collaboration between Ukraine and the IMF as a factor of macrofinancial stabilization]. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 4, 48–66. Retrieved from http://fu.minfin.gov.ua/docs/FU_15_04_048_uk.pdf [in Ukrainian].
8. Vlasyuk, O. S., Bazy`lyuk, Ya. B., Venckovs`ky`j, D. Yu. & Lapko, O. S. (2012). Perspekty`vy` spivrobitny`ctva Ukrayiny` z mizhnarodny`my` finansovy`my` orhanizacijamy` [The prospects of Ukraine's cooperation with international financial institutions]. *Finansy` Ukrayiny`* [Finance of Ukraine], 9, 3–17 [in Ukrainian].
9. Naumenkova, S., Mishhenko, S. (2012). Osnovni napryamy` koordy`nacyi hroshovokredy`tnoyi ta byudzhethno-podatkovoyi polity`ky` [Main directions of coordination of monetary and fiscal policy]. *Visny`k Nacional`noho banku Ukrayiny`* [Bulletin of National Bank of Ukraine], 5, 13–21 [in Ukrainian].
10. Woodford, M. (2001). Fiscal Requirements for Price Stability. *NBER Working paper*, 8072.
11. Leeper, E., Sims, C. & Zha, T. (1996). What does monetary policy do? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1–63.
12. International Monetary Fund. (2011, September). *World Economic and Financial Surveys. Fiscal Monitor. Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks*. Retrieved from <http://www.imf.org/%20external/pubs/ft/fm/2011/02>.
13. International Monetary Fund. (2007). *Code of good practices on fiscal transparency*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/051507c.pdf>.
14. International Monetary Fund. (2007). *Rukovodstvo po obespecheniyu prozrachnosti v byudzhethno-nalогоvoj sfere (2007 god)* [Code of good practices on fiscal transparency (2007)]. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/rus/manualr.pdf> [in Russian].